

Financiering van groeiondernemingen in België : een overzicht van de geschikte financieringsbronnen en beleidsaanbevelingen

Onderzoeksrapport voor de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven (CRB)

Deelproject: Doorgroei van ondernemingen

Prof. Eddy Laveren *

(Universiteit Antwerpen/ Antwerp Management School)

*Met dank aan Siska Vandecandelaere en de leden van de stuurgroep voor een bespreking van een eerdere versie

Inhoudsopgave

1. Inleiding
2. Welke financieringsbronnen zijn het meest geschikt in de verschillende stadia van ondernemingsgroei?
 - 2.1 Bestaat er een optimale financieringsmix?
 - 2.2 Een overzicht van verschillende financieringsinstrumenten
 - 2.2.1 Vreemd vermogen
 - 2.2.1.1 Bankfinanciering
 - 2.2.1.2 Marktfinanciering via bedrijfsobligaties
 - 2.2.1.3 Leverancierskrediet
 - 2.2.1.4 Crowdfunding en crowdlending
 - 2.2.2 Extern eigen vermogen
 - 2.2.2.1 Kapitaalverhoging met gewone aandelen
 - 2.2.2.2 Kapitaalverhoging met preferente aandelen
 - 2.2.2.3 Financiering door een risicokapitaalverschaffer
 - 2.2.2.4 Equity crowd funding of crowd investing
 - 2.2.3 Quasi-eigen vermogen
 - 2.2.3.1 De achtergestelde lening
 - 2.2.3.2 Converteerbare obligaties
 - 2.2.3.3 Obligaties met warrant
 - 2.2.3.4 Familie, vrienden en kennissen (FFF)
 - 2.2.4 Activa gebaseerde financieringsbronnen
 - 2.2.4.1 Leasing
 - 2.2.4.2 Factoring
 - 2.2.4.3 Reverse factoring
 - 2.2.5 Europese financiering en overheidsfinanciering

3. Welke financieringsbronnen worden gebruikt door Belgische groeiondernemingen en welke problemen ondervinden deze ondernemingen met het zoeken naar een geschikte financiering?
 - 3.1 Empirische evidentie omtrent de optimale kapitaalstructuur
 - 3.2 Empirische evidentie omtrent de financieringsmix: eigen versus vreemd vermogen
 - 3.3 Gebruik van verschillende financieringsinstrumenten
 - 3.3.1 Vreemd vermogen
 - 3.3.1.1 Bankfinanciering
 - 3.3.1.2 Marktfinanciering via bedrijfsobligaties
 - 3.3.2 Extern eigen vermogen
 - 3.3.3 Quasi-eigen vermogen
 - 3.3.4 Activa gebaseerde financieringsbronnen
 - 3.3.5 Europese financiering
4. Welke beleidsaanbevelingen kunnen worden geformuleerd om de financiering van groeiondernemingen te versterken?
 - 4.1 Nood aan data over financiering van groeiondernemingen
 - 4.2 Nood aan een kenniscentrum KMO financiering
 - 4.3 Oplossen van financieringsproblemen vanuit de aanbodzijde
 - 4.4 Oplossen van financieringsproblemen vanuit de vraagzijde
5. Besluit
6. Literatuurreferenties

1. Inleiding

Iedere onderneming heeft op een bepaald moment financiering nodig. De financieringsmogelijkheden inzake bancaire financiering alsook inzake niet-bancaire financiering nemen voortdurend toe. Ook de financiële markten evolueren snel, worden meer complex en groter. Traditionele financieringskanalen worden uitgebreid met diverse vormen van markt- en beursfinanciering. Hoe beter de KMO's¹ een goede kennis hebben van de financieringsmogelijkheden, des te beter hun kansen zijn om een gepaste financiering te vinden tegen de gunstigste voorwaarden (Bridging the gaps, Afme, 2015)

In een voorgaande studie (Sleuwaegen, 2016) werd vastgesteld dat het aantrekken van voldoende financiering voor de doorgroei van ondernemingen een belemmering vormt. Groeibedrijven doen in belangrijke mate beroep op interne financiering alsook op diverse vormen van bankfinanciering. Bijkomende financieringsbehoeften dienen gefinancierd te worden met andere niet-bancaire middelen.

¹ In dit onderzoeksrapport wordt de Europese definitie gehanteerd van een Kleine en Middelgrote Onderneming (KMO). Om volgens Europese normen als KMO te worden beschouwd moet een entiteit in eerste instantie een onderneming zijn, d.w.z dat ze een economische activiteit moet uitvoeren (ongeacht de legale vorm). Daarnaast zijn er drempelwaarden voorzien voor 3 criteria waaraan moet voldaan zijn: gemiddeld personeelsbestand, jaarlijkse omzet en jaarlijks balanstotaal. Om als KMO beschouwd te worden mag het jaarlijks personeelsbestand van een onderneming maximaal 250 voltijdse eenheden bedragen. Daarenboven moet aan één van de volgende criteria voldaan zijn: de jaarlijkse omzet van de onderneming mag maximaal 50 miljoen euro óf het jaarlijks balanstotaal mag maximaal 43 miljoen euro bedragen. . In het geval dat het personeelsbestand minimaal 50 en maximaal 250 voltijdse eenheden bedraagt, dan hebben we te maken met middelgrote ondernemingen. In het geval dat het personeelsbestand maximaal 50 voltijdse eenheden betreft en de omzet of het balanstotaal niet groter zou zijn dan 10 miljoen €, dan hebben we te maken met kleine ondernemingen. In het geval dat het personeelsbestand maximaal 10 eenheden betreft en de omzet of het balanstotaal niet groter zou zijn dan 2 miljoen €, dan hebben we te maken met micro-ondernemingen.

Op basis van een uitgebreid literatuuronderzoek zal een antwoord worden geformuleerd op de volgende vragen:

1. Welke financieringsbronnen zijn het meest geschikt in de verschillende stadia van ondernemingsgroei?
2. Welke financieringsbronnen worden gebruikt door Belgische groeiondernemingen en welke problemen ondervinden deze ondernemingen met het zoeken naar een geschikte financiering?
3. Welke beleidsaanbevelingen kunnen worden geformuleerd om de financiering van groeiondernemingen te versterken?

2. Welke financieringsbronnen zijn het meest geschikt in de verschillende stadia van ondernemingsgroei?

Hoge groeiondernemingen (HGO) hebben een grote behoefte aan financiële ondersteuning. De financieringsbehoefte van deze hoge groeiondernemingen kan sterk toenemen. Deze financieringsbehoefte kan worden opgedeeld in de volgende componenten:

3. Behoefte aan investeringen in materiële en immateriële activa (bv. investeringen voor product- of marktvernieuwingen , voor sales en marketing van nieuwe activiteiten) alsook voor uitbreidingsinvesteringen (oa. overnames en buy-outs)
4. Behoefte aan bedrijfskapitaal ter financiering van de exploitatie (i.c. toe-of afnames van voorraden, klanten en leveranciers)
5. Betaling van schuldaflossingen van eerder aangepane leningen

De onderneming zal in eerste instantie moeten kiezen of ze een beroep zal doen op interne of externe financieringsbronnen. Interne financiering² is voor heel wat (hoge) groei-bedrijven de belangrijkste financieringsbron. Interne financiering is vaak niet voldoende. Hoge groei-ondernemingen dienen derhalve op zoek te gaan naar externe financieringsbronnen. Welke financieringsbronnen het meest geschikt zijn, hangt af van het stadium van de levenscyclus van de onderneming³.

Elk stadium (of fase) van de levenscyclus van een onderneming wordt gekenmerkt door contextuele kenmerken (bv. leeftijd van de onderneming, ondernemingsgrootte, concurrentieomgeving) alsook door inhoudelijke factoren die specifiek zijn voor een bepaald stadium (bv. onzekerheid van kasstromen, beschikbaarheid van middelen, waarborgen en

² Interne financiering wordt meestal gedefinieerd als de som van de ingehouden winsten vermeerderd met de niet-kaskosten. Onder niet-kaskosten wordt hierbij verstaan kosten die geen uitgaven zijn (zoals afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen).

³ In de literatuur worden diverse modellen besproken die een inzicht geven in de stadia van de ondernemingsgroei. Een aantal bekende levenscyclusmodellen die in de literatuur worden voorgesteld zijn: James (1974) en Berger & Udell (1998). Deze literatuurstudies beschrijven de levenscyclus van een onderneming in drie tot tien te doorlopen fasen, waarbij de meeste modellen aandacht besteden aan een opstartfase, één of meerdere groeifasen al of niet onderbroken door een maturiteitsfase alsook een neergangsfase.

garanties). Meestal wordt aangenomen dat de verschillende stadia (levensfasen) sequentieel verlopen in functie van de ondernemingsgroei die gerealiseerd kan worden. Elke levensfase vraagt om een aangepaste manier van aansturing op vlak van strategie en leiderschap⁴. Elke levensfase kent ook andere financieringsbehoeften die moeten beantwoord worden met een gepaste mix van financieringsmogelijkheden.

In het kader van deze studie wordt een onderscheid gemaakt tussen twee groeifasen: een eerste groeifase en een latere (door)groeifase. Specifieke kenmerken van beide groeifasen worden weergegeven in tabel 1.

Tabel 1: Kenmerken van ondernemingen in de eerste en de latere groeifase

	Eerste groeifase	Latere groeifase
Kenmerken	<p>Jonge leeftijd</p> <p>Beperkte ondernemingsomvang zowel in termen van aantal werknemers als omzet</p> <p>Beperkte beschikbaarheid van informatie (track record)</p> <p>Eerder beperkte financieringsbehoefte (50 000 à 500 000 euro)</p> <p>Onzekerheid van omzet en te realiseren kasstromen</p>	<p>Oudere leeftijd</p> <p>Grotere ondernemingsomvang</p> <p>Schaalvergroting door internationalisatie</p> <p>Beschikbaarheid van een track record</p> <p>Grotere financieringsbehoeften (250 000 à 5 000 000 euro)</p> <p>Onzekerheid over toekomstige kasstromen</p>

Bron: eigen voorstel

2.1 Bestaat er een optimale financieringsmix?

Externe financiering omvat een ruime waaier van financieringsmogelijkheden die door externe kapitaalverschaffers worden ter beschikking gesteld van de onderneming. Hierbij kan een onderscheid gemaakt worden tussen het eigen vermogen, het vreemd vermogen op lange of korte termijn, de activa gebaseerde financiering en het quasi-eigen vermogen. Deze laatste financieringsbron kan bestempeld worden als vreemd vermogen, maar bezit niettemin een aantal kenmerken van eigen vermogen.

⁴ Voor het opstarten van een onderneming heeft men een "ondernemer" nodig en voor de groei van een onderneming eerder een "manager"

Heel wat academische artikels hebben getracht de vraag te beantwoorden of er een optimale kapitaalstructuurverhouding tussen eigen en vreemd vermogen bestaat. In de literatuur worden meerdere kapitaalstructuurtheorieën aangehaald. Het vertrekpunt van de theorievorming omtrent de optimale kapitaalstructuur vormt de irrelevantiestelling van Modigliani en Miller (1958). Onder de assumptie van perfecte kapitaalmarkten tonen Modigliani en Miller aan dat de keuze tussen eigen vermogen en schuldfinanciering geen impact heeft op de marktwaarde van de onderneming en evenmin op de gewogen gemiddelde kapitaalkost. Deze stelling wordt evenwel afgezwakt in Modigliani en Miller (1963). Wegens de fiscale aftrekbaarheid van intrestvergoedingen zal immers de belastbare basis en aldus het effectief verschuldigde belastingbedrag verkleinen. Deze belastingbesparing verhoogt de ondernemingswaarde waardoor het voor ondernemingen interessant is om zich met schulden te financieren. Het is voor ondernemingen dus toch belangrijk hoe zij zich financieren.

Hoewel de fiscale aftrekbaarheid van de rentebetalingen voor grote ondernemingen niet 100% zeker is, zal de rol van belastingen in de keuze tussen eigen en vreemd vermogen bij KMO's nog minder spelen dan bij grote ondernemingen. Immers, de mogelijkheid om de verschuldigde interesten van de belastbare basis af te trekken staat of valt met de winstgevendheid van het bedrijf. Zijn de winsten gering, dan wordt niet langer het volle voordeel van de interestbetaling benut. In de mate dat kleine ondernemingen beroep kunnen doen op een verlaagde marginale aanslagvoet, zal de rol van de rentevergoedingen als belastingvoordeel nog kleiner worden. Ook de aanwezigheid van niet-interestgebonden belastingvoordelen (bijvoorbeeld ten gevolge van investeringsaftrekken of waardeverminderingen) zal de voordelen van de fiscale aftrekbaarheid van rentebetalingen verminderen. Als besluit kan men stellen dat KMO's op basis van belastingmotieven niet in hogere mate beroep zullen doen op schuldfinanciering.

Op basis van Modigliani en Miller (1963) zou een onderneming met 100% schulden gefinancierd moeten worden. Toch stelt men in de praktijk vast dat geen enkele onderneming louter met schulden gefinancierd is. Het is duidelijk dat er aan schuldfinanciering, naast de voordelen van de fiscale aftrekbaarheid, ook nadelen verbonden zijn. Deze nadelen vinden hun oorsprong in zogenaamde marktimperfecties en worden dan afgewogen tegen de voordelen van de fiscale aftrekbaarheid om zo tot een

optimale kapitaalstructuur te komen. Deze theorie wordt de static tradeoff-theorie genoemd. Marktimperfecties die hierbij worden aangehaald zijn; (potentiële) faillissementskosten, agencykosten en asymmetrische informatiekosten. Agencykosten ontstaan ten gevolge van fundamentele belangentegenstellingen tussen aandeelhouders en schuldeisers. Schuldeisers zijn immers niet zeker van de ex-post aanwending van de fondsen (moral hazard probleem) en evenmin van de echte waarde van de ex-ante voorgestelde projecten (adverse selection probleem). Schuldeisers anticiperen dergelijke agencyproblemen en zullen beperkende maatregelen en controlemechanismen (monitoring costs) opleggen waardoor ze een hoger rendement zullen eisen. Soms gaat de onderneming ook zelf initiatieven nemen om dit agencyconflict te beheersen (bonding costs). Opnieuw zullen deze agencykosten verbonden aan schuldfinanciering afgewogen worden tegen de fiscale voordelen van schuldfinanciering. Gezien de kwaliteit van de financiële informatie m.b.t. KMO's veelal lager ligt dan bij grote ondernemingen zal het probleem van asymmetrische informatie bij KMO's groter zijn waardoor de agencykosten bij kleine ondernemingen relatief gezien ook veel hoger zullen zijn (Lopez-Gracia en Aybar-Arias, 2000 en Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999). In een dergelijke context zullen KMO's minder schuldfinanciering hanteren. Dit probleem kan door KMO's op twee wijzen gemilderd worden. Ten eerste kan de onderneming de nodige zekerheden stellen ter dekking van de risico's die schuldeisers lopen ten gevolge van informatie-asymmetrie (Stiglitz & Weiss, 1981). Ten tweede kunnen KMO's meer beroep doen op korte termijn schuldfinanciering (Myers (1977) en Childs, Mauer en Ott (2005)).

Algemeen kan gesteld worden dat de static tradeoff-theorie voorspelt dat KMO's zich met minder schulden zullen financieren in vergelijking met grote ondernemingen. Deze geringere voorkeur voor schuldfinanciering vloeit voort uit de lagere fiscale aftrekbaarheid van interesten, de hogere faillissementskosten en de hogere agencykosten. In het kader van deze static tradeoff-theorie wordt aangenomen dat er een optimale financieringsverhouding bestaat inzake de verhouding eigen en vreemd vermogen.

Naast de static tradeoff-theorie werd door Myers (1984) een alternatieve theorie aangereikt: de pecking order theorie. Hiermee bouwt Myers verder op Donaldson (1961) die voor het eerst een rangschikking in de financieringsvoorkeur vaststelde. Pas wanneer Myers en Majluf (1984) dit verschijnsel theoretisch kunnen inbedden binnen het kader van

asymmetrische informatie vindt deze theorie ingang. Volgens de pecking order theorie zullen ondernemingen die bijkomend financiering zoeken onderstaande volgorde hanteren bij hun financieringskeuze:

1. Ondernemingen hebben een voorkeur voor interne financiering.
2. Ondernemingen passen hun vooropgestelde dividend uitbetalingsratio's aan overeenkomstig hun investeringsopportuniteiten. Hierbij trachten ze onverwachte schokken in dividenduitkeringen te vermijden.
3. Wanneer externe financiering noodzakelijk is, dan kiezen ondernemingen steeds voor de meest veilige financieringsbron: eerst schulden, nadien quasi-eigen vermogen zoals achtergestelde leningen en converteerbare obligaties en tot slot nieuw extern aandelenkapitaal.

In deze pecking order theorie heeft een onderneming geen welbepaalde optimale schuldratio. De schuldratio weerspiegelt de cumulatieve behoeften aan externe financiering die zich in het verleden hebben voorgedaan overeenkomstig de geprefereerde financieringsvolgorde. Het aangaan van schulden heeft in deze theorie niet het doel om een bepaalde schuldratio te bereiken, maar is het gevolg van de nood aan externe financiering. Ondernemingen zullen minder schulden aangaan als ze zelf voldoende middelen kunnen genereren.

In de praktijk wordt vastgesteld dat KMO's duidelijk een voorkeur zullen hebben voor financieringsbronnen die de minste inmenging in hun zaak met zich zal meebrengen. Daarom zullen deze KMO's zich zoveel mogelijk met eigen gelden en met intern gegenereerde kasmiddelen financieren. Nadien financieren zij zich eerst met korte en vervolgens met langetermijnschulden of quasi eigenvermogen en zelden met nieuw extern aandelenkapitaal. Immers, nieuw extern aandelenkapitaal doet het aandelenbezit verwateren en kan een verlies aan controle of zelfs het risico op een overname met zich brengen. Bovendien zal de kostprijs van extern aandelenkapitaal voor KMO's relatief duur zijn, zowel in termen van directe kosten (plaatsingskosten) als indirecte kosten (informatieverplichtingen). In dergelijke omstandigheden zullen KMO's meer beroep doen op ingehouden winsten en bankfinanciering. De pecking order theorie zal daarom voor KMO's relevanter zijn dan de static trade off-theorie.

Het verkrijgen van bankfinanciering vereist dat de aanvrager over een voldoende proportie eigen vermogen beschikt. Een verhouding van 30% eigen vermogen wordt door sommige banken aangegeven als gewenste minimum verhouding eigen vermogen op totaal vermogen. Een tekort aan eigen vermogen kan ook aangevuld worden door beroep te doen op quasi-eigen vermogen (bv. een achtergestelde lening). Doordat aan de schuldfinanciering een achterstelling wordt toegekend zullen de banken hun schulden eerst worden afgelost waardoor zij de achtergestelde leningen zullen beschouwen als een verlengstuk van het eigen vermogen.

Naast interne financiering en schuldfinanciering zullen groeiondernemingen ook vlugger nood hebben aan extern eigen vermogen om de groei te kunnen financieren. Het gebruik van activa gebaseerde financiering (leasing en factoring) kan eveneens overwogen worden en deze financiering blijft ook beschikbaar indien de schuldverhouding reeds erg hoog is geworden.

2.2 Een overzicht van verschillende financieringsinstrumenten

Ingeval er externe middelen dienen aangetrokken te worden, kan dit gebeuren onder de vorm van eigen of van vreemd vermogen. In het laatste geval staat men voor de keuze tussen financiering op korte en/of lange termijn. Deze keuze wordt onder meer bepaald door het afstemmen van de looptijden van de financieringsbronnen op de looptijden van de te financieren activa. Ook de aard van de te financieren activa speelt hierbij een belangrijke rol. Hoeveel additionele financiële middelen de onderneming dient aan te trekken, kan afgeleid worden uit de financiële planning op korte en lange termijn. Tenslotte kunnen de financieringsbronnen conceptueel ook nog ingedeeld worden vanuit het onderscheid tussen markt- en bankfinanciering.

Bij financieringsbronnen die kunnen bestempeld worden als marktfinanciering, gaat de vrager van financieringsmiddelen (i.c. de onderneming) zich rechtstreeks richten tot de aanbieder van financieringsmiddelen (i.c. de spaarders of andere ondernemingen die al of niet tijdelijk over een geldoverschot beschikken). De kredietinstelling speelt hierbij enkel de rol van intermediair die op feebasis wordt vergoed. Bij bankfinanciering is het de bank (of beter de kredietinstelling) die geldmiddelen verschaft aan de onderneming. Zij ontvangt van spaarders de nodige

geldmiddelen, die zij na transformatie ter beschikking kan stellen van ondernemingen die geld nodig hebben. Deze transformatie kan zowel betrekking hebben op de looptijd als de soort van financiering.

2.2.1 Vreemd vermogen

Algemeen gesteld kunnen we van vreemd vermogen spreken indien er een impliciete of expliciete financieringsovereenkomst bestaat waarin de voorwaarden worden gestipuleerd inzake terugbetaling en vergoeding van de ontvangen geldmiddelen. Een specifiek kenmerk van vreemd vermogen is dat de volgens afspraak overeengekomen aflossingen en rentebetalingen moeten plaatsvinden ongeacht de hoogte van de ondernemingsresultaten.

2.2.1.1 Bankfinanciering

Definitie en kenmerken

Het *investeringskrediet* is een kredietvorm op lange termijn waarbij de duur van het krediet varieert van drie tot vijftien jaar en waarbij de looptijd van het krediet de economische levensduur van het te financieren activum niet mag overschrijden. De rentevoet voor dit type van krediet is meestal vast en wordt bepaald door de voornaamste kredietinstellingen die op deze markt bedrijvig zijn. De interesten dienen per trimester of per semester betaald te worden en de kapitaalaflossing gebeurt in gelijke schijven of volgens een vooraf bepaald terugbetalingsplan.

Het investeringskrediet is een vrij stabiele en zekere kredietvorm, zowel wat de interestbetaling als de duur ervan betreft. Het krediet heeft tevens een polyvalente bestemming vermits het kan aangewend worden zowel voor de financiering van materiële, immateriële en financiële vaste activa, als voor de financiering van investeringen in bedrijfskapitaal. De kredietinstellingen zijn veelal bereid tot 80% van de investering te financieren met een lening; het resterend bedrag dient te worden gefinancierd door eigen vermogen. Meestal dienen er wel zakelijke waarborgen verstrekt te worden aan de kapitaalverschaffer (bijv. hypotheek, hypothecair mandaat of pand op het handelsfonds).

Een onderneming beschikt ook over een zeer grote keuze om haar financiële behoeften op de korte termijn met vreemde vermogensmiddelen te financieren. Het *kaskrediet of voorschot in rekening-courant* maakt het voorwerp uit van een financieringsovereenkomst, waardoor de onderneming op haar rekening-courant tot een maximum bedrag onder nul kan gaan (i.c. het bedrag van de toegestane kredietlijn). Een kaskrediet wordt afgesloten in het kader van een kredietopeningsovereenkomst die in principe van onbepaalde duur is, doch dewelke door de kredietinstelling kan opgezegd worden op korte termijn. In tegenstelling tot een lening kan men bij een kaskrediet, weliswaar binnen de grenzen van de kredietlijn, automatisch nieuwe bedragen opnemen. Als de rekening-courant een tekort vertoont, worden er enkel interesten aangerekend op de werkelijke debetstand; in het tegenovergestelde geval worden er interesten ontvangen. Frequent worden er ook zakelijke zekerheden vereist bij het openen van de kredietlijn.

Het kaskrediet is een heel soepele en zeer eenvoudige kredietvorm met een vrije aanwending van de middelen. Daartegenover staat dat het kaskrediet gekenmerkt wordt door een hoge nominale basisrente, waardoor het zeker bij onoordeelkundig gebruik vrij duur uitvalt. Naast de basisrente dient een marge betaald te worden die afhankelijk is van de kredietwaardigheid van de ontlenaar. De contracten voorzien meestal ook in een (trimestriële) provisie berekend op het niet opgenomen gedeelte van de kredietlijn. Het kaskrediet dient om de zeer wisselvallige en dagelijks veranderende behoeften aan bedrijfskapitaal op te vangen, maar niet om een 'permanent' of voorspelbaar tekort te financieren.

In tegenstelling tot de kleinere ondernemingen die vaak naar het kaskrediet grijpen, doen de grotere ondernemingen eerder een beroep op een *straight loan* op zeer korte termijn. *Straight loans* of *voorschotten op vaste termijn* zijn leningen van een bepaald bedrag, tegen een vaste en vooraf bepaalde interestvoet en een duurtijd tussen één dag en één jaar (alhoewel de lening natuurlijk verlengd kan worden). De interestvoet is gebaseerd op de Euribor. Afhankelijk van de grootte en de kwaliteit van de kredietvrager dient een marge betaald te worden boven de Eurorente. Het bedrag dat soms vrij aanzienlijk kan zijn, wordt in één keer opgenomen en ook in één schijf terugbetaald. Omwille van de kleine marges op deze kredietvorm, is dit krediet maar beschikbaar voor minimumbedragen van 75 000 à 100 000 euro.

Aanvankelijk was de straight loan enkel toegankelijk voor grote ondernemingen maar vandaag de dag kunnen ook middelgrote ondernemingen er voor hun thesaurieplanning een beroep op doen. Het is een vrij soepele kredietvorm die aanzienlijk goedkoper is dan het kaskrediet.

Evaluatie van bankfinanciering

Bankfinanciering is voor heel wat (hoge) groeibedrijven de belangrijkste financieringsbron. Door macro-economische ontwikkelingen en verstrenging van de regelgeving voor de banken, zijn banken echter terughoudender om kredieten te geven. Bankfinanciering is veelal niet beschikbaar wanneer onvoldoende activa in waarborg kan worden gegeven. Banken lenen gemakkelijker geld aan ondernemingen met een stabiele en positieve kasstroom of groeiondernemingen met groeiplannen zonder teveel risico en onzekerheid. Het opnemen van bankfinanciering is ook maar mogelijk indien men beschikt over voldoende eigen vermogen en indien men op basis van een goed uitgewerkt business plan een goede terugbetalingscapaciteit kan aantonen.

Bankfinanciering blijft de meest gebruikte externe financieringsbron van heel wat KMO's, doch is minder geschikt ter financiering van innovatieve en sterk groeiende ondernemingen waarvan de toekomstige kasstromen vrij onzeker zijn (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015).

2.2.1.2 Marktfinanciering via bedrijfsobligaties

Ondernemingen kunnen ook geld ophalen via niet-bancaire financieringskanalen. Ingeval ondernemingen rechtstreeks geld willen ophalen bij spaarders en andere ondernemingen die beschikken over een overschot aan geldmiddelen, doen ondernemingen beroep op een of andere vorm van obligatiefinanciering.

Definitie en kenmerken

Obligatiefinanciering is een vorm van marktfinanciering, waarbij de kredietinstelling handelt als bemiddelaar. Obligaties zijn schuldtitels die gekenmerkt worden door een vaste looptijd en in principe ook door een vaste nominale rentevoet, namelijk de couponrente. De aflossing van de obligatielening gebeurt meestal door een eenmalige terugbetaling op de vervaldag. Meestal moet de onderneming ook geen waarborgen verlenen aan de kapitaalverschaffer. Obligaties

kunnen worden uitgegeven zowel door de overheid (overheidsobligaties) als door ondernemingen (bedrijfsobligaties).

Het belangrijkste voordeel van een obligatielening, in vergelijking met de uitgifte van aandelen, is de fiscale aftrekbaarheid van de periodieke interestbetalingen. De uitgiftekosten van een obligatielening zijn meestal goedkoper dan de uitgiftekosten van aandelen. Vervolgens is het ook van belang te weten dat de houders van een obligatie enkel recht hebben op de periodieke interestbetaling en de aflossing van de hoofdsom. Ze delen dus niet mee in de meerwaarde die door de onderneming gecreëerd wordt. De eventuele minderwaarde komt echter wel ten laste van de obligatiehouders, vermits de aandeelhouders een beperkte aansprakelijkheid ten belope van hun kapitaalbreng genieten. Andere nadelen zijn dat het vreemd vermogen het financieel risico en eventueel de kans op falen doet toenemen. Extra vreemd vermogen doet hierdoor ook de kost van het eigen vermogen stijgen.

Vermits het uitgeven van bedrijfsobligaties niet met waarborgen gepaard gaan, staat de algemene kredietwaardigheid van de onderneming borg voor de terugbetaling ervan. Enkel financieel gezonde ondernemingen zullen er dan ook een beroep op kunnen doen. Ondernemingen met een lagere kredietrating kunnen wel terecht op de markt van de zogenaamde rommelobligaties (*junk bonds*). Hieraan is echter een hoog risico en dus een hogere kost verbonden omdat de emittent de belegger een hoger rendement moet aanbieden.

Evaluatie van bedrijfsobligaties

Obligaties kunnen openbaar of onderhands worden uitgegeven (zelfde voorwaarden als uitgifte van aandelen). We kunnen stellen dat enkel zeer grote ondernemingen rechtstreeks toegang zullen hebben tot de primaire kapitaalmarkt. Ook onderhandse plaatsingen van obligaties (private placements) blijven voornamelijk beperkt tot de grotere KMO's en grote ondernemingen die beschikken over een goede kredietwaardigheid met een aantoonbare winstgevendheid en redelijk voorspelbare kasstromen. Bij een onderhandse uitgifte wordt er een financieringsovereenkomst gesloten tussen twee partijen waarin de voorwaarden van de overeenkomst worden opgenomen.

Bij een openbare uitgifte van een obligatielening, dient voorafgaandelijk een goedkeuring verkregen te worden van Financial markets & securities authorities (FSMA). Hiertoe zal de uitgever een prospectus moeten opmaken overeenkomstig de wettelijke voorschriften.

Marktfinanciering via een openbare uitgifte van bedrijfsobligaties vereist eveneens een bepaalde ondernemingsgrootte, een goede track record inzake omzet en winstgevendheid alsook een eerder beperkte volatiliteit van de ondernemingsresultaten. Recentelijk zijn er initiatieven ontwikkeld in een aantal Europese landen om het gebruik van obligatiefinanciering door KMO's mogelijk te maken (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015). In mei 2013 is EnterNext opgericht als een dochteronderneming van Euronext gericht op de financiering van KMO's in Europa (voor een bespreking zie afdeling 2.2.2.1). Hoge groeiondernemingen met een goede kredietstanding die een obligatieuitgifte van minimaal 3 à 5 miljoen euro voorzien, kunnen in Brussel via het platform EnterNext terecht op de Alternextbeurs die zich richt op middelgrote KMO's die niet-beursgenoteerd zijn.

Sinds maart 2015 heeft Euronext een nieuw financieringsinstrument voorgesteld: de Euronext Private Plaatsing Obligaties – EPPB, speciaal ontworpen om meer ondernemingen toegang te verschaffen tot de obligatiemarkten. Deze Paneuropese aanbieder geeft uitgevende instellingen van private (onderhandse) obligaties de mogelijkheid om toegang te krijgen tot de obligatiemarkten van Euronext in België, Frankrijk en Portugal, en hierdoor hun investeerdersbasis te verruimen. Met een wijziging van de regels op Alternext, werd **EPPB** ontworpen om ondernemingen te helpen hun financieringsbronnen te diversifiëren en om middellange en lange termijn investeringen te financieren.

In sommige landen participeren publieke overheden en private financierders in fondsen om obligaties van een kleinere omvang te kunnen uitgeven. Een aantal jaren geleden werd ook in België onderzocht op welke wijze obligatiefondsen van nut zou kunnen zijn voor de KMO's. Deze financieringsmogelijkheid is de laatste jaren niet meer verder uitgediept. Onvoldoende informatie omtrent de uitgiftes, een gebrek aan standaardisatie van toe te leveren documentatie en informatie en illiquide secondaire markten maken dat de ontwikkeling van deze markten beperkt is (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015).

2.2.1.3 Leverancierskrediet

Definitie en kenmerken

Het *leverancierskrediet* is het voorbeeld bij uitstek van een spontane financieringsvorm (of niet-rentedragende schuld). Als de omzet toeneemt dan zullen bij een constante voorraad- en prijzenpolitiek ook de productie en de aankopen toenemen. Indien de onderneming gebruik maakt van leverancierskrediet zullen de handelsschulden op korte termijn eveneens toenemen. Vermits het leverancierskrediet omschreven staat in de verkoopsvoorwaarden is er geen afzonderlijk financieel contract vereist. Het leverancierskrediet is als het ware een bijproduct van een commerciële transactie.

Evaluatie van leverancierkrediet

Als kredietvorm heeft het leverancierskrediet verschillende voordelen: het is gemakkelijk en onmiddellijk beschikbaar, flexibel, en het vereist geen waarborgen. Een voordeel is ook dat er geen directe interestbetalingen verbonden zijn aan de keuze voor handelsschulden als financiering. De belangrijkste kost die eraan verbonden is, is een opportuiniteitskost. Leveranciers bieden in vele gevallen commerciële kortingen aan indien men betaalt binnen een bepaalde korte periode. Wanneer de onderneming haar betaling uitstelt tot het einde van de kredietperiode, dan verzaakt ze aan de korting voor contante betaling. Vandaar dat het leverancierskrediet in sommige omstandigheden een vrij dure kredietvorm kan zijn. Indien het leverancierskrediet, uitgedrukt in procent per jaar, goedkoper is dan een andere korte termijn financieringsvorm, dan kan men best geen gebruik maken van de korting voor contante betaling. In het omgekeerde geval kan men best contant betalen en eventueel een andere korte termijn financieringsbron aanspreken.

2.2.1.4 Crowdfunding en Crowdlending

Definitie en kenmerken

Crowdfunding is een financieringsvorm waarbij een projecteigenaar of ondernemer beroep doet op “the crowd”, een grote groep investeerders. Elke investeerder draagt voor een klein stukje bij aan het totaal op te halen bedrag. Dit wordt meestal georganiseerd via een online platform. Men onderscheidt twee verschillende vormen, niet-financiële – en financiële crowdfunding.

Niet-financiële crowdfunding is de oudste vorm die reeds meer dan een eeuw bestaat. Hierbij onderscheidt men twee modellen, “donations” en “rewards”. Geïnteresseerde geldschietters doneren een (relatief klein) bedrag uit sympathie voor het project in de vorm van “donations”. Er is geen sprake van een vergoeding of beloning. Het positief maatschappelijk karakter bij dit soort campagnes is vaak van belang. In 2014 werd reeds 1,9 miljard USD opgehaald door “donations” via crowdfunding. In het geval van reward-based crowdfunding kunnen investeerders na donatie wel rekenen op een niet-financiële beloning. Dit meestal in de vorm van goederen of diensten in een later stadium. Zo gaat het vaak om pre-selling, waarbij de investeerder als eerste een bepaald product krijgt bij de lancering. Dit model is populair bij start-ups en ondernemers omdat het een verzekerde cashflow biedt en de mogelijkheid tot produceren. In 2014 werd reeds 1,33 miljard USD opgehaald in deze markt. (European Commission, 2016; Bolero Crowdfunding Whitepaper, 2016)

Financiële crowdfunding is een veel jonger concept dat slechts enkele jaren bestaat. Hierbij worden in vergelijking met niet-financiële crowdfunding wel effecten uitgegeven (aandelen, obligaties, converteerbare obligaties en leningen). De geïnvesteerde bedragen per belegger zijn groter en het aantal beleggers per project is meestal kleiner. De investeerder belegt zijn geld met het oog op een potentieel financieel rendement. Men spreekt van “crowdlending” en “equity crowdfunding”. Bij crowdlending gaat een projecteigenaar of ondernemer geld *ontlenen* bij “the crowd”. De investeerders worden hierdoor eigenaar van schuldpapier. Het is een direct alternatief voor bankleningen met het grote verschil dat een bedrijf nu ontleent van tien tot meer dan honderd uitleners in plaats van slechts één partij, een bank bijvoorbeeld. In dit model bestaan er echter 2 vormen: P2P-leningen, waarbij er wordt geleend van particulier aan particulier, en P2B-leningen, waarbij er wordt geleend van particulieren aan bedrijven. De markt van crowdlending is met een uitstaand bedrag van ongeveer 11 miljard USD veruit de grootste (68,3% van de markt)(Bolero Crowdfunding Whitepaper, 2016; European Commission, 2016). De Belgische overheid voorziet geen wettelijk raamwerk voor P2P lending, de overheid laat deze vorm van crowdfunding niet toe, zodat deze markt in België dus nog niet is geopend. Dit is een negatieve factor want deze markt is in termen van volume de meest significante in de wereld. (Roodink & Kleverlaan, 2016)

Bij crowdlending verwachten de crowdfunders een vaste periodieke betaling en een uiteindelijke terugbetaling van het geïnvesteerde bedrag. Het enige verschil met de traditionele banklening is dat hier geen financiële instelling tussen vennootschap en investeerder staat. Ook zal men via online crowdfunding natuurlijk meer investeerders aantrekken, indien men een goede campagne voorlegt aan het platform. (Baumgardner e.a., 2015)

Evaluatie van crowdfunding

Het is duidelijk dat crowdfunding in België helemaal (nog) niet zo populair is in absolute bedragen vergeleken met de buurlanden. Zelfs niet als gekeken wordt naar de investering per inwoner. Zo werd berekend dat in 2015 in Nederland 65 miljoen euro werd opgehaald t.o.v. 4,35 miljoen in België. Het Verenigd Koninkrijk blijkt de absolute koploper te zijn met absoluut bedrag van 1,90 miljard euro. Dit heeft enerzijds te maken met de behoedzame ingesteldheid van Belgen en anderzijds met het beperkte aanbod van professionele platformen. (Bolero Crowdfunding Whitepaper, 2016)

Als we vandaag in België de regulering gaan bekijken inzake het opmaken van een prospectus bij crowdfunding, kan deze uiteindelijk samengevat worden in enkele hoofdpunten:

1. Onder het bedrag van 100.000 EUR is er geen verplichting tot opmaak van prospectus en ook geen limiet op de geïnvesteerde hoeveelheid per investeerder.
2. Tussen 100.000 EUR en 300.000 EUR is er geen prospectus nodig, maar is er de limiet van 1.000 EUR per investeerder.
3. Vanaf het moment dat de limiet van 300.000 EUR wordt overschreden is de prospectus noodzakelijk.

(Roodink & Kleverlaan, 2016)

In tegenstelling tot financiering via Venture Capital fondsen, die een grote projectomvang vereisen, kan men meer kleinschalige projecten recentelijk via crowdfunding financieren. Waar ze zich in het verleden dienden te beroepen op vrienden, familie of op eigen kapitaal trachten ondernemingen vandaag het grote publiek aan te spreken. Ze doen dit door gebruik te maken van voornamelijk het internet en sociale netwerken. Anders dan bij traditionele

financieringsvormen wordt het project collectief gefinancierd door een groep individuen die minder als professionelen handelen zoals bijvoorbeeld banken of Business Angels dat wel doen. Opnieuw zijn het individuele spaarders of beleggers die middelen ter beschikking stellen. De intermediatierol van banken bijvoorbeeld laat men hier echter achterwege. Een bijkomend voordeel van deze financieringsvorm is dat de onderneming zo naambekendheid verwerft bij het grote publiek. Een nadeel is dat je als onderneming geen zekerheid hebt dat je het benodigde investeringsbedrag op tijd bij elkaar krijgt. Vandaag bestaan er in België nog een aantal juridische en fiscale problemen die nog verder moeten uitgeklaard worden vooraleer crowd funding in een bedrijfscontext beter bruikbaar is.

Crowdfunding is sterk gegroeid de laatste jaren, doch vertegenwoordigt slechts een kleine fractie van de financiering van ondernemingen. Inzake financiële crowdfundingmogelijkheden wordt voor crowdlending op basis van rentedragende, terugbetaalbare leningen alsook voor crowdinvesting op basis van een investering in aandelenkapitaal een stijging van de gefinancierde bedragen verwacht (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015).

2.2.2 Extern eigen vermogen

2.2.2.1 Kapitaalverhoging met gewone aandelen

Definitie en kenmerken

Nieuw eigen vermogen kan op verschillende manieren gecreëerd worden. Een kapitaalverhoging tegen vers geld of de uitoefening van een warrant (d.w.z. een inschrijvingsrecht op nieuwe aandelen) genereert bijkomende geldmiddelen voor de onderneming. Als eigenaars van de onderneming hebben de aandeelhouders een aantal fundamentele rechten. Eerst en vooral heeft elke aandeelhouder stemrechten die hij kan gebruiken op de algemene vergadering van de aandeelhouders. Een aandeelhouder heeft bij liquidatie recht op zijn deel van het netto-actief (i.c. de boekwaarde van het actief verminderd met het bedrag van het vreemd vermogen). Vermits aandelen geen vervaldag hebben, en dus niet op een bepaald tijdstip terugbetaald worden zoals bijvoorbeeld obligaties, kunnen aandelen slechts bij verkoop, omruiling of liquidatie te gelde gemaakt worden. In het laatste geval komen de houders van gewone aandelen op de laatste plaats d.w.z. na de bevoorrechte

schuldeisers, de gewone schuldeisers, de achtergestelde schuldeisers en de houders van preferente aandelen.

Naast het eigendomsrecht hebben de aandeelhouders ook recht op een dividend. Of er al dan niet een dividenduitkering plaatsvindt en onder welke vorm deze geschiedt, wordt door de Algemene Vergadering beslist. Op deze Algemene Vergadering beschikt elke aandeelhouder over één stem die hij door middel van een volmacht mag afstaan. Om hun proportioneel aandeelhouderschap te kunnen handhaven, beschikt elke aandeelhouder meestal ook over een voorkeurrecht. Dit geeft hem het recht om bij voorrang in te schrijven op nieuwe aandelen. Het voorkeurrecht kan echter ook afzonderlijk verhandeld worden. Tenslotte heeft de aandeelhouder ook het recht op bepaalde informatie zoals bijvoorbeeld deze vervat in de jaarrekening. Aandelen kunnen worden geïntroduceerd op een beurs.

Evaluatie van aandelenfinanciering

Financiering met gewone aandelen heeft als groot voordeel dat het de globale kredietwaardigheid en de solvabiliteit van de onderneming verhoogt, waardoor additionele vreemde middelen gemakkelijker aangetrokken kunnen worden. Bovendien fungeert het aandelenkapitaal in vergelijking met het vreemd vermogen als *shock absorber* omdat er geen verplichting is om dividenden uit te keren, noch om de hoofdsom af te lossen. Tevens wordt er een buffer gecreëerd tegen verliezen en waardeverminderingen. Vervolgens kan extra vreemd vermogen opgenomen worden tegen een lagere rentevoet vermits het risico voor de kredietverlener afneemt.

Tegenover deze voordelen staat dat financiering d.m.v. aandelen in vergelijking met bijvoorbeeld obligaties vrij duur is: ex ante wordt een hoger rendement geëist om het extra risico te compenseren en ook de uitgiftekosten zijn hoger. Daarenboven kan een kapitaalverhoging leiden tot een verwatering van de controle van de bestaande aandeelhouders en van de winst per aandeel. De fiscale behandeling van dividenden, die niet aftrekbaar zijn in de vennootschapsbelasting en bovendien belast worden bij de ontvangers van deze dividenden (personen en vennootschappen), vormt een bijkomend nadeel voor de financiering met gewone aandelen. Indien de dividenden echter uitgekeerd worden door een dochteronderneming aan een moederonderneming die minstens 5% van de aandelen van de dochter bezit of een participatie van minstens 1.239.467,62 EUR heeft, dan worden deze

dividenden in hoofde van de moeder voor 95% vrijgesteld van vennootschapsbelasting (Tack & Van Stappen, 2001). Ook van roerende voorheffing kan de moeder vrijgesteld worden indien ze een participatie van minstens 25% gedurende minstens één jaar onafgebroken bezit.

De financiering via de uitgifte van aandelen is niet altijd interessant voor (familiale) ondernemingen: vaak zal de prijs te laag zijn én men verliest ook een deel van de controle. Toch heeft aandelenfinanciering ook enkele grote voordelen. De globale kredietwaardigheid en solvabiliteit van de onderneming verhogen, waardoor het aantrekken van additionele vreemde middelen eenvoudiger wordt. Het aandelenkapitaal fungeert als buffer voor schokken, omdat er geen verplichting bestaat voor het uitkeren van dividenden of het terugbetalen van de hoofdsom. Ook wordt het fiscaal voordeel van schuldfinanciering vandaag de dag gedeeltelijk tenietgedaan door de notionele interestaftrek. Een aandelenuitgifte kan onderhands gebeuren of via een openbare uitgifte. Ingeval van een openbare uitgifte dienen er een aantal regels te worden gerespecteerd (o.a. het opstellen van een prospectus).

Een openbare aanbidding heeft plaats op de primaire kapitaalmarkt en valt onder het toezicht van de Financial Services and Markets Authority (FSMA). In geval van een openbare aanbidding moet op basis van een prospectus vooraf van de FSMA een toelating worden bekomen. De latere verhandeling van de effecten vindt plaats op de secundaire kapitaalmarkt, al dan niet via de beurs. Naast een openbare aanbidding kunnen aandelen ook onderhands in besloten kring worden geplaatst, bij bestaande of nieuwe aandeelhouders. In dit geval is er geen toezicht van de FSMA (tenzij een beursgenoteerd bedrijf een onderhandse plaatsing doet).

Een beursintroductie kan het uitgeven van nieuwe aandelen vergemakkelijken, maar is onderhevig aan een uitgebreide en complexe regelgeving. Bij een notering op Euronext moet er een jaarlijks kost betaald worden zijn er verplichtingen ten aanzien van boekhouding en informatieverschaffing.

Om de financiering van KMO's via de beurs te vergemakkelijken heeft Euronext een eerste poging gedaan met de oprichting van Alternext in 2005, wat initieel een beurs voor KMO's moest worden. Alternext ging voor een vereenvoudigde beursgang door een aantal voorwaarden op te heffen die nodig zijn om op de beurs te komen. Bedrijven die op

Alternext genoteerd willen staan moeten een listing sponsor zoeken die hen zal bijstaan in hun beursgang. Onder listing sponsor verstaat men een bedrijf dat investeringsdiensten aanbiedt, een audit uitvoert of juridisch advies geeft of een specialist is in bedrijfsfinanciering en dat een leidinggevende rol speelt in de beursgang op Alternext markten. (Euronext, 2014)

Het is voor de kleinere KMO's niet evident om aan de voorwaarden voor beursnotering op Alternext te voldoen. Het minimum uitgiftebedrag is voor KMO's soms niet haalbaar noch de toch nog strenge voorwaarden inzake financiële rapportering en IFRS. Ook de Alternext beurs kent maar een beperkt succes in België.

In mei 2013 is Enternext opgericht als een dochteronderneming van Euronext. Net zoals Euronext is het een pan-Europese initiatief waaronder 750 bedrijven vallen die genoteerd staan op Euronext markten in België, Nederland, Frankrijk en Portugal. Het doel is om aan zowel genoteerde als private KMO's met een marktkapitalisatie van minder dan € 1 miljard een financieringsmogelijkheid te bieden naast de traditionele bankfinanciering alsook hen te stimuleren en bij te staan bij hun ontwikkeling. Er is geen formeel lidmaatschap van Enternext aangezien het een marktplaats is en geen beurs. Indien een onderneming beslist om 'public' te gaan heeft het nog steeds de keuze tussen Alternext en Euronext (compartiment B of C).

2.2.2.2 Kapitaalverhoging met preferente aandelen

Definitie en kenmerken

Preferente of bevoorrechte aandelen hebben welomschreven voorrechten op de gewone aandelen. Dit voorrecht kan betrekking hebben op een hogere deelname in de winstuitkering, de garantie op een minimum dividend of een hogere vergoeding bij ontbinding van de vennootschap. Indien er een cumulatieve clause aan de preferente aandelen verbonden is, worden niet uitbetaalde preferente dividenden overgedragen naar de volgende jaren. In dit geval hebben bevoorrechte aandelen een vast rendement in de vorm van een vooropgesteld vast dividend. De onderneming is echter niet verplicht een preferent dividend uit te keren. In dit geval kan ze natuurlijk ook geen gewone dividenden uitkeren.

Evaluatie van preferente aandelen

Preferente aandelen hebben bepaalde voorrechten (cfr. Supra). Het dividend wordt meestal voorzien onafhankelijk van de ondernemingsprestaties. (Cumulatief) Preferente aandelen bieden meer zekerheid ten aanzien van het behalen van een minimum jaarlijkse opbrengst. Bedrijven kunnen overwegen om preferente aandelen uit te geven indien de schuldgraad veel te hoog is alsook indien de ondernemingsresultaten erg fluctueren in de tijd waardoor onvoldoende belastingaftrekken voor interestbetalingen mogelijk zou zijn.

2.2.2.3 Financiering door een risicokapitaalverschaffer

Definitie en kenmerken van risicokapitaalfinanciering en private equity

Naast het publiek uitgeven van aandelen kan een onderneming ook aankloppen bij een risico- of durfkapitaalverschaffer. De risicokapitaalverschaffer zal risicokapitaal inbrengen via een tijdelijke aandelenparticipatie, een achtergestelde lening of intekening op een obligatielening die de onderneming uitgeeft. Om in aanmerking tot komen voor het verkrijgen van risicokapitaal moet de onderneming kunnen voorleggen dat zij voldoende groeipotentieel heeft en dat ze over een bekwaam managementteam beschikt. Een onderscheid kan gemaakt worden tussen publieke en private risicokapitaalverschaffers. Zowel publieke risicokapitaalverschaffers (bv. LRM, Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij, Belgische maatschappij voor Internationale investering, PMV) als private risicokapitaalverschaffers (bv. Waterland PE, Sofinim, GIMV, Capricorn Venture Partners, KBC PE) stellen aandelenkapitaal of achtergestelde leningen ter beschikking van KMO's en grote ondernemingen.

Private equity is de verzamelnaam voor investeringen via eigen of quasi-eigen vermogen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Hierna bespreken we de kenmerken van private equity verschaft door **private investeringsfondsen**, **business angels** en **venture capitalmaatschappijen**.

2.2.2.3.1 Private investeringsfondsen

Private investeringsfondsen zijn bedrijven die zich specialiseren in investeringen met private equity. Deze fondsen verzamelen geldmiddelen via bijvoorbeeld pensioenfondsen, verzekeraars of banken, vermogende families of particuliere beleggers. De fondsen investeren de geldmiddelen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Als deze fondsen hun participaties na een aantal jaren weer verkocht hebben betalen zij de beleggers hun inleg terug inclusief het rendement dat behaald is. Omdat het gaat om aandelenbeleggingen staat niet van tevoren vast hoe hoog het rendement zal zijn.

2.2.2.3.2 Business Angels

Business Angels zijn (ex) ondernemers die bereid zijn te investeren in beloftevolle startende of snelgroeiende ondernemingen. Business Angels stellen niet enkel financiële steun, maar ook hun uitgebreide expertise en hun professionele netwerken ter beschikking van de ondernemingen. Omwille van hun reputatie kunnen zij de beslissende factor zijn in onderhandelingen met klanten en leveranciers, waardoor hun steun een belangrijke meerwaarde biedt voor startende of groeiende ondernemingen. Business angels nemen een tijdelijke participatie in het kapitaal van de onderneming of participeren via een achtergestelde lening. Na enkele jaren van groei (5 à 7 jaar) worden de aandelen verkocht met de hoop om een meerwaarde te realiseren. Hierbij kan men afspreken om de aandelen extern te verkopen, of te verkopen aan het management, of te verkopen aan een venture Capitalmaatschappij of aandelen te introduceren op een beursmarkt. De voordelen aan het gebruik van business angels zijn dat zij hun bestaande netwerk van relaties en contacten zullen inzetten en dat hierdoor een lagere kans op faling wordt gerealiseerd. Als nadeel kan worden aangehaald de mogelijkheid dat zij bepaalde beslissingen kunnen blokkeren.

De overkoepelende organisatie van Business Angels in Vlaanderen is BAN (zie www.ban.be). Ieder jaar kloppen er zowat 1000 ondernemers aan bij BAN om steun van Business Angels te verkrijgen. Drie vierden van de aanvragen worden ingediend door startende ondernemingen, die de fase van 'friends, family and fools' zijn ontgroeid maar nog te jong zijn om echt risicokapitaal aan te trekken. Ook staan ze dikwijls op het punt een nieuw product of dienst te commercialiseren. De bedrijven bevinden zich dikwijls in de ICT, energie en milieusector. Er zetten steeds meerdere Business Angels hun schouders onder één project, met momenteel meer dan 200 actieve Business Angels. Het gemiddelde rendement van de Business Angels ligt op 15%, met uitschieters tot 30%.

2.2.2.3.3 Venture capital

Een venture capitalist is een professionele onderneming die kapitaal of quasi eigenvermogen verschaft aan startende of groeiondernemingen met de bedoeling een meerwaarde te creëren en die een actieve rol kan spelen in het management van die ondernemingen.

Venture capital wordt onder meer aangewend voor de financiering van R&D, voor de uitbreiding van werkkapitaal, voor de versteviging van de kapitaalstructuur en voor de financiering van overnames en management buy-outs. De minimum dossiergrootte is ongeveer 1 miljoen euro doch bij voorkeur veel hoger (zie www.bva.be).

.

2.2.2.4 Equity crowd funding of crowd investing

Bij equity crowd funding of crowdinvesting worden investeerders aandeelhouder. Het is een innovatieve mogelijkheid in vergelijking met reeds langer bestaande equity-based financieringsmogelijkheden. Hierbij was er telkens sprake van slechts één of een paar business angels die bovenop hun kapitaal eveneens kennis en ervaring deelden. Bij equity crowdfunding daarentegen beroept een ondernemer zich op veel meer investeerders die aandeelhouder worden en die bij gevolg minder snel invloed zullen hebben. Onder deze vorm werd in 2014 reeds een bedrag van 1,1 miljard USD opgehaald. (Bolero Crowdfunding Whitepaper, 2016; European Commission, 2016)

Bij equity crowdfunding baseert men zich op equity, waardoor investeerders dus in ruil voor hun financiële steun een bepaald deel van de winst opstrijken van betreffend project of zelfs een aandeel krijgen in de gefinancierde onderneming (Baumgardner e.a., 2015)

Evaluatie van risicokapitaal financiering en private equity

Omwille van asymmetrische informatie komt het voor dat de voorwaarden voor het opnemen van schuldfinanciering erg zwaar zijn voor groei bedrijven in bepaalde high-tech sectoren. Deze high-tech KMO's moeten dan voor de financiering van hun activiteiten

een beroep doen op extern eigen vermogen. Aandelen of risicokapitaal financiering impliceert dat aandelen van een onderneming worden overgedragen aan een financierder die zal delen in de opbrengsten en de verliezen. Afhankelijk van de financieringsconstructie zal meer of minder stemrechten en zeggenschap worden overgedragen (Bridging the growth gap, AFME, 2015).

Aandelenfinanciering moedigt ondernemingen aan om te groeien. Aandelenkapitaal moet niet worden terugbetaald zodat deze middelen op langetermijn beschikbaar zullen zijn om groei na te streven. Er is een breed spectrum van aandelenfinancieringsbronnen beschikbaar, afhankelijk van het bedrag van de financiering en het groeistadium van het bedrijf. AFME verzamelde de volgende bedragen inzake het te financieren bedrag:

Familie en vrienden: maximum 100 000 €;

Business angels: tussen 25 000 € en 250000 €;

Crowdfunding: tussen 1000 € en 1 miljoen €;

Risicokapitaal en private equity: tussen 200 000 € en 5 miljoen €;

Beursnotering: minstens 4 miljoen € tot meer dan 15 miljoen €

(De financiering van het Europese Midden- en kleinbedrijf, AFME, 2015).

Risicokapitaal financiering speelt een belangrijke rol en biedt ook de mogelijkheid om kapitaal aan te trekken vanuit het buitenland. Risicodeling met de overheid zou kunnen bijdragen tot een sterke schaalvergroting en kan een katalysator zijn voor investeringen in groei. Wijzigingen in het regelgevend kader alsook het aanbieden van fiscale stimuli kan worden voorzien (Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, Nassr et al., 2015)

Het aandeel van de KMO-financiering via publieke aandelenmarkten is momenteel zeer klein. Nochtans is het gebruik van aandelenkapitaal cruciaal voor het ondersteunen van groei ondernemingen. Meerdere beurzen in Europa hebben initiatieven ontwikkeld om de beursmarkten voor middelgrote KMO's open te stellen, veelal op een apart segment van de beurs met beperkte toelatingseisen en minder administratieve verplichtingen. Een financieringskloof lijkt te bestaan voor de financiering van risicokapitaal, in het bijzonder voor snelgroeiende ondernemingen in plaats van voor KMO's in het algemeen. Volgens

Nassr & Wehinger (2016) kan men spreken van een gebrek aan risicokapitaalcultuur in Europa.

Nochtans zijn er heel wat voordelen verbonden aan een publieke notering van aandelen. Na een eerste toegang tot de beursnotering (IPO) en opname van eigen kapitaalmiddelen, is het mogelijk dat nadien herhalingsuitgiftes kunnen geplaatst worden op de secundaire markt, en dat andere voordelen in verband met een verhoogde kredietwaardigheid, transparantie en zichtbaarheid via een specifieke financieel ecosysteem wordt bekomen. Een aantal belemmeringen verhinderen het ruimere gebruik van openbare aandelenemissies voor groei-KMO's: hoge beursnoteringskosten ; veel bureaucratie en zware rapporteringseisen; angst om te worden blootgesteld aan prijsvolatiliteit; afkeer om relevante informatie te delen met anderen; gebrek aan opleiding omtrent noteringsproces en omtrent het reilen en zeilen na de IPO (Nassr & Wehinger (2016)).

2.2.3 Quasi-eigen vermogen

Quasi-eigen vermogensmiddelen kunnen we definiëren als financiële middelen die fundamenteel vreemde geldmiddelen zijn maar die toch ook kenmerken van aandelenkapitaal vertonen. Vermits quasi-eigen vermogen zowel kenmerken van eigen als van vreemd vermogen vertoont, spreekt men ook vaak van hybride financieringsvormen. De meest voorkomende vormen van quasi-eigen vermogen zijn de achtergestelde lening, de converteerbare obligatielening en de obligatielening met warrant.

Definitie en kenmerken van quasi-eigen vermogen

2.2.3.1 De achtergestelde lening

De *achtergestelde lening* is een lening zonder enige waarborg die in geval van liquidatie slechts terugbetaald kan worden nadat aan de schuldvorderingen van alle andere schuldeisers is voldaan. De achtergestelde lening komt in rangorde echter wel voor de preferente en de gewone aandelen. De achtergestelde lening kan dus, op het stemrecht en de interestbetaling na, bijna gelijkgeschakeld worden met eigen vermogen. Het grote voordeel van achtergestelde leningen voor de uitgevende onderneming is dat er geen waarborgen verstrekt moeten

worden. Daarentegen staat natuurlijk dat het verhoogde risico gedragen door de investeerder gecompenseerd moet worden door een hogere risicopremie. De betaalde interesten zijn echter wel fiscaal aftrekbaar, wat dan weer in het voordeel speelt van de achtergestelde lening in vergelijking met bijvoorbeeld preferente aandelen. Achtergestelde leningen worden voornamelijk gebruikt door ondernemingen die hun normale leencapaciteit hebben opgebruikt maar die toch nog over een stabiele cash flow beschikken. Op deze manier kunnen ze hun eigen vermogensbasis enigszins optrekken waardoor er ruimte komt voor bijkomende schuldfinanciering. Ook starters kunnen ook beroep doen op achtergestelde leningen die worden aangeboden door een aantal publieke of overheidsfinancieringsinstellingen.

2.2.3.2 Converteerbare obligaties

Converteerbare obligaties vertonen alle kenmerken van gewone obligaties met dit verschil dat de houder ervan het recht heeft om ze gedurende een bepaalde periode en tegen bepaalde voorwaarden om te wisselen of m.a.w te converteren tegen gewone aandelen van de emitterende vennootschap. De converteerbare obligatie houdt dus op te bestaan in geval van conversie. Converteerbare obligaties zijn voordelig voor de emitterende onderneming vermits ze in vergelijking met gewone obligaties een lagere interestvoet vertonen. Converteerbare obligaties worden vaak als financieringsvorm aangewend wanneer de onderneming oordeelt dat extra aandelenvermogen wenselijk is, maar dat het tijdstip voor de uitgifte ervan ongunstig is. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn indien de aandelen van de onderneming op de beurs ondergewaardeerd zijn. Met de uitgifte van een converteerbare obligatie bestaat de mogelijkheid erin dat er extra aandelenkapitaal gecreëerd wordt aan een hogere dan de huidige koers, wat opnieuw voordelig is voor de emittent.

Uitgaande van de bovenstaande bespreking zou men kunnen concluderen dat er aan converteerbare obligaties enkel voordelen verbonden zijn. Aan converteerbare obligaties zijn wel degelijk nadelen verbonden, alhoewel deze vaak over het hoofd gezien worden. Indien de onderneming na de uitgifte van een converteerbare obligatie goed presteert, zal de aandelenprijs in een efficiënte markt stijgen. Indien de aandelenkoers boven de conversieprijs uitstijgt, zal er een conversie in aandelen plaatsvinden. Bijgevolg vindt er een dilutie van de

controle en van de winst per aandeel plaats die niet zou hebben plaatsgehad indien de onderneming gewone obligaties had uitgegeven. Indien de onderneming echter slecht presteert na de uitgifte, en de aandelenkoers bijgevolg daalt, zal er nooit een conversie plaatsvinden. Aan de uitgifte van converteerbare obligaties is dan een opportuiniteitskost verbonden vermits de emittent aanvankelijk aandelen aan een hogere prijs had kunnen uitgeven (Ross, Westerfield en Jaffe, 2002).

2.2.3.3 Obligaties met warrant

Net zoals bij de converteerbare obligatie geeft ook de *obligatie met aandelenwarrant* de houder ervan het recht om tegen bepaalde voorwaarden in te schrijven op aandelen van de emittent. Het inschrijvingsrecht neemt hier de vorm aan van een coupon, die men een warrant noemt. Bij uitoefening van de warrant wordt er nieuw aandelenkapitaal gecreëerd tegen betaling van de uitoefenprijs. Dit in tegenstelling tot de converteerbare obligatie waar nieuw aandelenkapitaal ontstaat door de omwisseling van de obligaties. Vermits de onderliggende obligatie blijft bestaan bij uitoefening van de warrant, komen er door deze financieringsvorm additionele middelen ter beschikking van de emittent.

2.2.3.4 Familie, vrienden en kennissen (FFF)

Bij gebrek aan voldoende eigen middelen kan men trachten mensen uit zijn omgeving, de zogenaamde Friends, Family and Fools, bij het financieringsproject te betrekken. Enerzijds kan men deze personen tot mede-eigenaar(s) maken via een inbreng van aandelenkapitaal. Deze inbreng zal op de balans uiteraard deel uitmaken van het eigen vermogen. Anderzijds kunnen ze ook middelen inbrengen door een achtergestelde lening toe te kennen. Dit wordt in de praktijk ook het vaakst toegepast. De term 'achtergesteld' verwijst naar de ongunstige volgorde waarin schuldeisers worden uitbetaald bij liquidatie. Om deze reden wordt deze financieringsvorm eerder beschouwd als quasi-eigen vermogen. Deze toewijzing aan het eigen vermogen komt de solvabiliteit van de onderneming ten goede met als gevolg dat het opnemen van bankkrediet in de toekomst toegankelijker wordt.

Evaluatie van quasi-eigen vermogen

Financiering via quasi-eigen vermogen (ook wel hybride financiering of mezzanine financiering genoemd) waarbij combinaties van schuld- en risicokapitaal financiering in één financieringsinstrument worden voorzien, wordt typisch gebruikt voor de financiering van groei. Financiering via quasi-eigen vermogen wordt in toenemende mate beschikbaar gesteld ook voor kleinere KMO's en kleinere bedragen. Hoge groeiondernemingen met een goede marktpositie kunnen voor beperkte bedragen terecht bij private risicokapitaalverschaffers alsook bij overheidsgerelateerde financieringsmaatschappijen (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015).

2.2.4 Activa gebaseerde financieringsbronnen

Definitie en kenmerken

2.2.4.1 Leasing

De leasingnemer (=huurder) sluit een financieringscontract af met een leasinggever (=verhuurder) om een roerend of onroerend goed te huren gedurende een bepaalde periode; op het einde van de periode kan men al of niet het gehuurde goed aankopen tegen betaling van een bepaalde optieprijs (=residuwaarde). Leasing is een term die vele ladingen dekt. Naargelang de aard van het goed spreekt men bijvoorbeeld van onroerende versus roerende leasing. Het belangrijkste onderscheid is echter dit tussen financiële en operationele leasing. In het K.B. van 3 december 1993 (B.S., 23 december 1993) wordt gedefinieerd wanneer er sprake is van een financiële leasingovereenkomst. Contracten die niet voldoen aan deze definitie worden beschouwd als operationele leasing- of rentingcontracten.

Onder roerende financiële leasing worden verstaan de gebruiksrechten op roerende goederen waarover de onderneming beschikt, wanneer de contractueel te storten termijnen eventueel verhoogd met het bedrag van de optielichting naast de rente en de kosten van de verrichting ook de integrale wedersamenstelling dekken van het kapitaal dat de leasinggever in het goed heeft geïnvesteerd. Het bedrag van de koopoptie mag hierbij ten hoogste 15% bedragen van het kapitaal dat de leasinggever in het goed heeft geïnvesteerd. Voor onroerende leasing geldt dezelfde definitie met dit onderscheid dat geen rekening wordt gehouden met een mogelijke optieprijs. Voor beide contracten geldt dat de koopoptie ervoor zorgt dat, onder de vorm van te storten termijnen, minder dan 100% dient terugbetaald te worden aan de leasinggever. De boekhoudwet legt geen voorwaarden op op het vlak van de duurtijd van het contract en vereist evenmin dat de geleasede goederen worden aangekocht volgens de aanwijzingen van de leasingnemer. Een financieel leasingcontract dient niet noodzakelijk een koopoptie te bevatten. Financiële leasing dient te worden opgenomen in de balans van de onderneming.

Operationele leasing of renting daarentegen is een contract van kortere duur, vermits de som van de betaalde huurgelden plus een eventuele koopoptie (max. 15%) kleiner zal zijn dan de waarde van het geleasede goed vermeerderd met administratieve en financiële kosten. Het economisch risico ligt hier dus bij de leasinggever. Operationele leasing gaat meestal ook gepaard met het leveren van bijkomende diensten, zoals bijvoorbeeld onderhoud en

verzekering. Operationele leasing moet eigenlijk als een *off-balance sheet* financiering beschouwd worden vermits de geleasede activa niet op de balans verschijnen.

2.2.4.2 Factoring

Als korte termijn financieringsinstrument kan ook *factoring* vermeld worden. Factoring is een overeenkomst tussen een onderneming en een gespecialiseerde instelling (de factor) waardoor de onderneming haar handelsvorderingen, ontstaan uit de levering van goederen of diensten aan een derde die beroepshalve optreedt, geheel of gedeeltelijk overdraagt aan de factor. Als dusdanig brengt factoring geen financiering met zich mee. De factor neemt enkel de debiteurenadministratie van de onderneming over. De factor zorgt bijvoorbeeld voor de boekhoudkundige verwerking van de vorderingen, hij volgt de debiteuren op, incasseert de schuldvorderingen en dergelijke meer.

De basisovereenkomst kan echter uitgebreid worden zodat de factor ook het kredietrisico verzekert en/of de onmiddellijke financiering van de facturen voor zijn rekening neemt. Door een bijkomend contract aan te gaan kan factoring dus aangewend worden om schuldvorderingen op korte termijn te financieren. De factoringovereenkomst loopt over meerdere jaren en in het contract wordt meestal een exclusiviteitsclausule voorzien waardoor de onderneming zich engageert om alle facturen op te sturen naar de factor. Door het aangaan van een dergelijke factoringovereenkomst verdwijnt eigenlijk een gefinancierd actief, namelijk een deel van de post debiteuren, van de balans. Factoring is in dit geval een voorbeeld van off balance sheet financiering. Ingeval de factor voor een klant van de onderneming bereid is een kredietlimiet (d.w.z. een maximaal bedrag van uitstaande facturen) toe te staan, is de onderneming gedekt voor het insolventierisico van haar klant. Ingeval deze klant in falings gaat, zal de factor de factuur vergoeden. Voor de administratie van de facturen dient aan de factor een factorloon te worden betaald (0,15 tot 3% van de waarde van de geïndosseerde facturen). Daarnaast dient een vaste vergoeding te worden betaald voor het uitvoeren van een kredietonderzoek om een kredietlimiet te kunnen vaststellen. Tevens dient een interestvergoeding betaald te worden indien gebruik wordt gemaakt van voorschotten. Deze interestvergoeding wordt gebaseerd ofwel op basis van het tarief van de straight loans ofwel op basis van het tarief van het kaskrediet.

2.2.4.3 Reverse factoring

Reverse Factoring is een overeenkomst tussen een onderneming (i.c. de debiteur/koper van de goederen) en een gespecialiseerde instelling (i.c. de factor) waarbij de debiteur zijn facturen overdraagt aan de factor en deze laatste zich er vervolgens toe verbindt de facturen onmiddellijk te betalen aan de leveranciers in ruil voor een contante betalingskorting. De koper zal gevraagd worden de factuur te accepteren op basis waarvan de bank van de koper zal overgaan tot betaling van de leveranciersfactuur met inbreng van een kortingspercentage.

In tegenstelling tot factoring wordt de transactie niet geïnitieerd door de leverancier van de goederen, doch wel door de koper. De koper dient een goede kredietwaardigheid te bezitten aangezien het kredietrisico van de financiering geconcentreerd is bij de koper.

Reverse factoring heeft als voordeel dat de behoefte aan bedrijfskapitaal daalt bij de leverancier die soms geconfronteerd wordt door lange betalingstermijnen doordat hij onmiddellijk betaald wordt door de factor waarmee de koper eerder een overeenkomst heeft afgesloten. De koper van de goederen geniet een korting voor contante betaling die voldoende zal zijn om de interestkost om de factuur sneller te betalen te compenseren. Bovendien zal de interestkost lager zijn doordat rentevergoeding bepaald zal worden door de goede kredietwaardigheid van de koper. Hierdoor is het ook mogelijk dat de leverancier minder korting moet geven aan de koper zodat ook de leverancier een voordeel haalt uit deze financieringstransactie. Op de voorziene vervaldag van de factuur zal de koper de factuur betalen aan de factor .

Evaluatie van activa-gebaseerde financiering

Hoge groeiondernemingen hebben bij een ongewijzigde bedrijfskapitaalpolitiek steeds meer behoefte aan externe financieringsmiddelen als gevolg van het voorfinancieren van voorraden en klantenvorderingen alsook voor het financieren van investeringsgoederen. Het voordeel van deze financieringsvormen bestaat erin dat ondernemingen sneller en onder meer flexibele voorwaarden geldmiddelen kunnen vinden onafhankelijk van de sterkte van

de balanspositie en de toekomstige kasstroomvoorspellingen (New approaches to SME and Entrepreneurship Finance, OECD, 2015).

Leasing biedt als financieringstechniek een aantal belangrijke voordelen. Leasing laat eerst en vooral toe de financiële middelen aan alternatieve toepassingen te besteden. Leasing wordt ook meestal als een 100% financiering beschouwd. De leasingnemer moet meestal ook geen waarborgen verstrekken gezien de leasinggever toch de juridische eigenaar van het goed is. Een belangrijk voordeel die door ondernemingen wordt aangehaald is de transparantie van de betalingen. Tot slot is de flexibiliteit van het contract een belangrijke beweegreden voor de onderneming om te kiezen voor leasing. Daartegenover staat echter dat leasing meestal iets duurder is in vergelijking met een klassieke lening.

Factoring is vooral interessant voor die ondernemingen die niet wensen te beschikken over een eigen kredietdepartement verantwoordelijk voor het administreren en opvolgen van de facturen. De bedragen die hierdoor wordt uitgespaard kan de kost die aan de factor moet betaald worden (= het factorrecht) dekken. Het kan ook zijn dat bepaalde activiteiten op een meer professionele wijze zullen worden uitgevoerd door de factor (bv. incasso van de facturen, kredietonderzoek van de klant). De interestvergoeding die moet betaald worden aan de factor kan goedkoop of duur zijn te beoordelen in functie van de gemaakte afspraken tussen verkoper en factor.

Bij reverse factoring is het zelfs mogelijk dat zowel de koper (die een korting voor contante betaling ontvangt) als de verkoper (die eventueel minder korting moet geven) een voordeel halen uit het contract.

2.2.5 Europese financiering en overheidsfinanciering

Via het Europees Investeringsfonds (EIF) en de Europese Investeringsbank (EIB) worden aandelenfinanciering, quasi-eigen vermogenfinanciering, gewone leningen alsook overheidswaarborgen verschaft aan KMO's in de EU.

Deze Europese financiering verloopt meestal indirect via een financiële tussenpersoon in België (bv. een bank of een investeringsfonds)

De overheid kan op twee verschillende manieren financiële steun verlenen aan ondernemingen. Men maakt een onderscheid tussen directe financiële steun – leningen, aandeelhouderschap, subsidies, fiscale voordelen, overheidswaarborgen – en indirecte steun onder de vorm van adviesverlening, toegang tot bepaalde informatie, enz.

Bij het verschaffen van directe financiële steun kan de overheid enerzijds rechtstreeks de middelen voorzien en anderzijds kan zij co-financiering voorzien bij middelen verschaft door banken, investeringsfondsen, business angels en venture capital ondernemingen. Overheidsinstellingen die actief zijn in België zijn o.a. Participatiemaatschappij Vlaanderen, Sowalfin, SRIW, Sogepa, Brussels Waarborgfonds, Brustart, SRIB.

Op vlak van indirecte steun kan de overheid, naast het co-financieren samen met andere kapitaalverschaffers, een aantal stappen ondernemen om de werking van de kapitaalmarkt te verbeteren door advies- en informatievergaring te vergemakkelijken. Dit kan de overheid doen door bijvoorbeeld een privaat/publiek partnerschap aan te gaan met banken, investeringsfondsen, business angels en opleidingsinstellingen.

2.2.6 Welk type financiering is aangewezen voor (hoge) groeiondernemingen?

In de vorige afdeling werd uitgebreid ingegaan op de kenmerken en het gebruik van de verschillende financieringsbronnen waarop een onderneming een beroep kan doen. Rekeninghoudend met de kenmerken van de verschillende financieringsbronnen enerzijds en de verschillende kenmerken die eerder werden toegewezen aan de eerste en later groeifase anderzijds, wordt in tabel 2 een overzicht opgemaakt van de geschikte financieringsbronnen die in de aangegeven groeifases kunnen aangewend worden.

Tabel 2: Kenmerken van ondernemingen in de eerste en de latere groeifase en geschikte financieringsbronnen

	Eerste groeifase	Latere groeifase
Kenmerken	<p>Jonge leeftijd</p> <p>Bepaalde ondernemingsomvang zowel in termen van aantal werknemers als omzet</p> <p>Bepaalde beschikbaarheid van informatie (track record)</p> <p>Eerder beperkte financieringsbehoefte (50 000 à 500 000 euro)</p> <p>Onzekerheid van omzet en te realiseren kasstromen</p>	<p>Oudere leeftijd</p> <p>Grotere ondernemingsomvang</p> <p>Schaalvergroting door internationalisatie</p> <p>Beschikbaarheid van een track record</p> <p>Grotere financieringsbehoeften (250 000 à 5 000 000 euro)</p> <p>Onzekerheid over toekomstige kasstromen</p>
Geschikte financieringsbronnen	<p>Interne financiering</p> <p>Bankfinanciering (investeringskrediet of exploitatiefinanciering)</p> <p>Achtergestelde leningen</p> <p>Overheidsstimuli (co-financiering of waarborgen)</p> <p>Leverancierskrediet en activa gebonden financiering</p> <p>Kapitaalverhoging door bestaande aandeelhouders</p> <p>Private equity (business angels, PE fondsen)</p> <p>Crowdfunding</p> <p>EU financiering via EIB en EIF</p>	<p>De voorgaande financieringsbronnen</p> <p>Quasi-eigenvermogenfinanciering (achtergestelde leningen, converteerbare obligaties, lening met warrant)</p> <p>Onderhandse uitgifte van bedrijfsobligaties (private placements)</p> <p>Openbare uitgifte van effecten (aandelen en obligaties)</p> <p>Bevoorrechte aandelen</p>

Bron: eigen voorstel

3 Welke financieringsbronnen worden gebruikt door Belgische groeiondernemingen ? Welke problemen ondervinden ze ?

In deze afdeling wordt op basis van bestaande studies en onderzoeksrapporten een beschrijving gegeven omtrent het gebruik van de verschillende financieringsbronnen die in vorige afdeling werden besproken. Hierbij wordt tevens ingegaan op de problemen die ondernemingen ondervinden bij het gebruik ervan. Vooreerst wordt er nagegaan of in de financieringspraktijk een optimale kapitaalstructuur wordt gebruikt en in welke mate een bepaalde financieringsmix wordt nagestreefd.

3.1 Empirische evidentie omtrent de optimale kapitaalstructuur

Er is in België vrij veel empirisch onderzoek verricht naar de problematiek van de optimale kapitaalstructuur. Empirische bevestiging van de pecking order theorie bieden Durinck, Laveren en Vandenbroucke (1997) die op basis van een enquête onder meer de financieringshiërarchie van 106 middelgrote en grote Belgische ondernemingen onderzochten. Ruim tweederde van de ondervraagde ondernemingen stelt dat ze bij de keuze van een financieringsvorm inderdaad een bepaalde volgorde respecteert. Deze financieringshiërarchie blijkt bovendien volledig overeen te stemmen met de pecking order theorie. De rangorde wordt aangevoerd door de aanwezig liquiditeiten, gevolgd door de ingehouden winsten, de gewone schulden en, tot slot, de gewone aandelen. Deze conclusie werd bevestigd in een nieuw onderzoek bij 354 ondernemingen over de periode 1978-1993 (Durinck, Laveren, Van Hulle en Vandenbroucke (1998). Extern eigen vermogen wordt voornamelijk aangewend door ondernemingen met een liquiditeitstekort, een lage rendabiliteit en een lage coverage ratio. Deloof en Verschuere (1998) onderzochten de determinanten van de kapitaalstructuur van 1083 Belgische ondernemingen over de periode 1989-1994 en besluiten dat hun empirische resultaten grotendeels overeenstemmen met de pecking order benadering.

Donckels et al. (1993) kwam op basis van een enquête bij 1000 KMO's tot de vaststelling dat niet minder dan 63% van de ondernemingen hun groei financierden met eigen middelen, terwijl slechts 3% beroep deed op nieuwe aandeelhouders. Ongeveer 53% maakte gebruik

van kredietverlening. In 1998 werd een onderzoek naar de financieringskeuze van KMO's uitgevoerd bij een steekproef van 370 snelgroeiende KMO's. Uit de resultaten blijkt dat snelgroeiende KMO's eerst hun beschikbare interne financieringsmiddelen aanwenden, en zich vervolgens naar de markt richten om bijkomende fondsen ter financiering van hun snelle groei aan te trekken. In dat geval, is er bij deze KMO's een duidelijke voorkeur naar bijkomende schuldfinanciering, gevolgd door nieuw extern eigen vermogen. Snelgroeiende KMO's in België blijken zich aldus volgens de financieringshiërarchie van de pecking order theorie te financieren (Durinck, Laveren en Lybaert (1998)). Recenter onderzoek van Heyman, Deloof en Ooghe (2008) bij 1132 kleine Belgische ondernemingen toont eveneens aan dat sterk winstgevendende bedrijven in mindere mate gebruik maken van schuldfinanciering, wat overeenkomt met de pecking order theorie. Gelijkaardige resultaten werden ook bekomen in buitenlandse studies (Michaelas, Chittenden en Poutziouris (1999), Watson en Wilson (2002), Lopez-Gracia en Aybar-Arias (2000), Degryse H, de Goeij P, Kappert P, (2012)).

Lopez-Gracia en Sanchez-Andujar (2007) komen tot de bevinding dat familiebedrijven vaak gekenmerkt worden door lagere agency kosten en bijgevolg eenvoudiger financieringsmiddelen kunnen aantrekken. Niettemin komen zij ook tot het besluit dat familiebedrijven een pecking order volgen in hun financiering, aangezien zij een duidelijke voorkeur hebben voor interne financieringsmiddelen. Dit kan verklaard worden door de sterke behoefte aanwezig bij de familiale ondernemer om de controle te behouden over de onderneming. Ook Romano et al. (2001) kwamen eerder al tot de conclusie dat de kapitaalstructuur in kleine familiebedrijven in overeenstemming is met de pecking order theorie. Zij wijzen eveneens op het feit dat de keuze voor interne financiering sterk samenhangt met de wens om absolute controle te behouden over het bedrijf en de intentie om het financiële risico te beperken.

3.2 Empirische evidentie omtrent de financieringsmix: eigen versus vreemd vermogen

Dillen (2014) interviewde 28 hoge groeiondernemingen die in de voorbije jaren hoofdzakelijk organisch waren gegroeid. De case-studies tonen aan dat hoge groeiondernemingen financiering aantrekken van verschillende bronnen waarin venture capital en

risicokapitaalfinanciering slechts een beperkt aandeel hebben. Slechts één onderneming heeft een rechtstreekse kapitaalparticipatie van een venture capitalist. Twee andere ondernemingen hebben achtergestelde leningen van een investeringsfonds. Alle andere ondernemingen zijn gefinancierd met interne middelen en bankleningen. Alle hoge groeiondernemingen zeggen een duidelijke financieringspolitiek te hanteren waarbij intern gegenereerde kasstromen opnieuw worden geherinvesteerd in de groei en ontwikkeling van de onderneming (Dillen, 2014). De ondernemingen gaven aan weinig problemen te hebben ondervonden met het aantrekken van bankfinanciering omdat zij een goede track record kunnen voorleggen alsook goede ondernemingsresultaten. De onderneming die venture capital ontving had dit geld nodig voor het financieren van een nieuwe productie-eenheid. De gevonden resultaten zijn in overeenstemming met de resultaten van Manigart en Vanacker (2010) die ook aangaven dat extern eigen vermogenfinanciering belangrijk kan zijn voor een aantal hoge groeiondernemingen, doch dat in tegenstelling dat meestal wordt verondersteld, interne financiering en bankleningen de meest gebruikte financieringsbronnen zijn.

Volgens een studie over Europese groeibedrijven halen jonge Belgische bedrijven minder vaak geld op. En als dat gebeurt dan gaat het om kleinere bedragen. En dan nog meestal in de vorm van schulden, geen aandelenkapitaal (Manigart et al., 2015).

Ook in buitenlands praktijkonderzoek wordt het belang van interne financiering en bankfinanciering beklemtoond. Brown and Lee (2014) maakten een empirische analyse van hoge groeiondernemingen in de UK. Zij vonden dat hoge groeiondernemingen meer financieringsproblemen hebben. Zij kwamen tot de bevinding dat deze groeiondernemingen de voorkeur geven aan het gebruik van ingehouden winsten en bankfinanciering en dat zij in mindere mate aandelenfinanciering verkiezen. Zij concludeerden dat hoge groei KMO's in de UK eerder weigerachtig staan ten opzichte van aandelenfinanciering. Dautzenberg (2012) maakte een empirische analyse van 13 021 hoge groeiondernemingen (gazelles) in Duitsland en kwam tot de vaststelling dat deze groeiondernemingen aangeven dat de ingehouden winsten de meest belangrijkste financieringsbron is. Meer dan 50% van deze ondernemingen beschouwden bankfinanciering als een zeer belangrijke financieringsbron. Ten aanzien van Venture Capital werd vastgesteld dat een vierde van de bevroegde ondernemingen deze

financieringsbron belangrijk vinden, doch dat meer dan 50% deze financieringsbron helemaal niet belangrijk vinden.

In een rapport opgesteld door academici en experts, getiteld “Europe’s untapped capital market: rethinking integration after the great financial crisis” (Valiante, 2016) wordt gerapporteerd omtrent onderzoek naar de financiële markten en het gebruik van financieringsbronnen in een steekproef van internationale landen. Er wordt vastgesteld dat de financiële markten in de EU slecht presteren en onderontwikkeld zijn. Er wordt weinig markt-gebaseerde financiering aangewend met uitzondering van obligatieuitgiften van overheden en financiële instellingen.

In een recente studie van AFME in samenwerking met The Boston Consulting Group (Bridging the growth gap) werden prominente investeerders/financiers bevraagd omtrent groei en financiering van investeringen. In het rapport worden de verschillen weergegeven tussen de Europese en Amerikaanse financiële markten (AFME & Boston Consulting Group, 2015).

Er is duidelijk een gebrek aan aandelenkapitaal in de EU. De marktkapitalisatie van beursgenoteerde aandelen is veel lager in de EU (10 000 miljard € t.o.v. 19 000 miljard € in de US). De risicokapitaalmarkt is eveneens veel omvangrijker in de US (248 miljard € t.o.v. 92 miljard € in de EU). De omvang van de Venture Capitalmarkt is beperkt en is eveneens groter in de US (26 miljard € t.o.v. 5 miljard € in de EU). (AFME & Boston Consulting Group, 2015).

Bankfinanciering in de EU is gemiddeld 77% van het totaal van de schuldfinancieringsbedragen van niet-financiële ondernemingen, terwijl dit cijfer 40% bedraagt in de US. Crowd funding is nog steeds in een opstartfase, doch kan belangrijker worden voor heel wat KMO’s. Private Equity en Venture Capital investeringen in de EU zijn maar een fractie van de overeenkomstige investeringen in de US. (Valiante, 2016)

Europese KMO’s verkiezen bankleningen t.o.v. alternatieve financieringsbronnen. De markt van alternatieve financieringen (o.a. beursfinanciering, private equity, obligaties) is omvangrijker in de US. Dit kan men afleiden uit tabel 3.

Tabel 3: Bankfinanciering versus niet-bankfinanciering

(in miljard €)	EU	US
Bankfinanciering	1 543	494
Niet-bankfinanciering	332	688
Overheid	132	54
Totaal bedrag	2 007	1 236

(bron: Valiante, 2016)

Men kan vaststellen dat de ondernemingen in de US een grotere keuzemogelijkheid hebben om middelen op te halen in de financiële markten.

De 2015 ECI Growth Survey is de jaarlijkse enquête bij groeiondernemingen in de UK. Ongeveer drie vierde van de respondenten (73%) zeggen dat het bekomen van financiering gemakkelijk of zeer gemakkelijk zal verlopen in de volgende 12 maanden. 69% van de groeiondernemingen geven aan dat zij waarschijnlijk private equity zullen aanwenden in de volgende 12 maanden. Andere financieringsbronnen zijn: bankfinanciering (75%), andere private investeerders (42%) en beursfinanciering (19%). (2015 ECI Growth Survey, 2015)

3.3 Gebruik van verschillende financieringsinstrumenten

3.3.1 Vreemd vermogen

3.3.1.1 Bankfinanciering

Op basis van een schriftelijk enquête gehouden bij 865 KMO's in België in juni-juli 2014 werd vastgesteld dat 49,6% van de bevroegde ondernemingen een bankkrediet hebben aangevraagd in de voorgaande 12 maanden (Enquête KMO-financiering 2014 , FOD-Economie (2015)). Van alle ondernemingen die een krediet aanvragen hebben 16,6% van deze ondernemingen een negatief antwoord op de aanvraag ontvangen. Er werd een lichte stijging van het afwijzingspercentage vastgesteld ten opzichte van een vorige bevraging in 2012 en dit zowel voor de micro-ondernemingen (i.c. ondernemingen met minder dan 10 werknemers) (cijfer stijgt van 22,7% naar 26,8%) als voor de overige KMO's (cijfer stijgt van 12,9% tot 13,2%). Op de vraag in welke mate men problemen heeft ondervonden om een

bankfinanciering te verkrijgen, antwoordde 14,9% van de ondernemingen dat zij veel tot zeer veel problemen hebben ondervonden (ten opzichte van 13,2% in 2012).

De resultaten van de Febelfin Kredietbarometer (Febelfin, 2016) tonen aan dat bankfinanciering vlot toegankelijk blijft voor heel wat ondernemingen, inzonderheid ook de groeiondernemingen. De woordvoerder van de banken haalt aan dat deze resultaten zo gunstig zijn doordat de banken een flexibel kredietverleningsbeleid voeren. De kredietvraag nam in het vierde kwartaal van 2015 toe in aantal en in bedrag. Ook de toegekende kredieten namen toe. Het uitstaande bedrag aan ondernemingskredieten bedroeg in december 2015 meer dan 133 miljard €. De weigeringsgraad ligt nog steeds op het laagste peil ooit.

De vlotte toegang tot bankfinanciering is ook een algemeen Europees fenomeen. In een recente bevraging bij 11 226 Europese ondernemingen (waaronder 10 238 KMO's) werd vastgesteld dat de KMO's een verdere verbetering van de beschikbaarheid van externe financiering rapporteren. De bereidheid van de banken om krediet te verlenen is gestegen in de meeste landen. In vergelijking met de buurlanden Nederland en Duitsland is deze stijging in België iets beperkter. De ondernemingen geven ook aan dat hun toenames in eigen kapitaal een positieve invloed hebben op de toegang tot financiering. Toegang tot financiering wordt aangegeven als zesde en minst belangrijkste probleem waarmee KMO's worden geconfronteerd (slechts vermeld door 11% van de respondenten). België scoort hierbij beter dan het Europees gemiddelde. Het zoeken naar afzetmogelijkheden en het vinden van klanten blijven de voornaamste bekommernissen (European Central Bank, 2015).

In de enquête KMO-financiering 2014 (FOD-economie, 2015) werd echter vastgesteld dat voor de ondernemingen die gedurende de laatste 3 jaar een gemiddelde groei van meer dan 15% hebben behaald, minder gunstige cijfers werden bekomen. Voor deze groep van **hoge groei-ondernemingen** werd vastgesteld dat zij zowel meer kredietweigeringen hebben ervaren (40,8% t.o.v. 16,6% voor alle ondernemingen) alsook duidelijk meer problemen bij het aantrekken van bankfinanciering (40,8% t.o.v. 14,9% voor alle ondernemingen). Uit de bekomen antwoorden kan men ook afleiden dat de kleinere ondernemingen aangeven in sterkere mate problemen te hebben ondervonden met het aantrekken van alternatieve financiering.

In een studie van Piette & Zachary (2015) werd geconcludeerd dat de tijdens de crisisperiode opgetekende verkrapping van het kredietaanbod jegens KMO's vooral het gevolg bleek te zijn van de toegenomen risicoperceptie, waardoor er hogere rentemarges werden toegepast en extra waarborgen werden gevraagd veeleer dan een inkringing van het kredietvolume. Uit deze studie blijkt eveneens dat over het geheel genomen de Belgische banken na het uitbreken van de crisis echter niet restrictiever zijn geworden tegenover hun bestaand cliënteel, wat erop wijst dat zij bij voorkeur langdurige klantrelaties in stand willen houden. Zij waren echter minder geneigd om risico's te nemen bij de kredietverlening aan KMO's waarmee zij voordien nog geen handelsrelatie hadden.

In de enquête bij 11 226 Europese ondernemingen blijven de bankgerelateerde producten de meest relevante bronnen van financiering voor KMO's in de eurozone. Bovenaan het lijstje staan kasfaciliteiten (55%) gevolgd door bancaire leningen. Ook leasing en subsidies worden als relevant beschouwd (45% resp. 34%). Onder de rubriek andere leningen wordt verwezen naar leningen van vrienden, familie en gerelateerde bedrijven. Interne middelen wordt door 25% van de respondenten aangeduid als relevant. (European Central Bank, 2015)

In de enquête KMO-financiering 2014 (FOD-economie, 2015) kan men vaststellen dat de drie meest gebruikte bankfinancieringsvormen het investeringskrediet (59,2%), de straight loan (37,5%) en het kaskrediet (19,3%) zijn . De kleinere ondernemingen maakten in vergelijking de grotere KMO's meer gebruik van de duurdere kaskredieten en deden in mindere mate een beroep op de goedkopere straight loans.

3.3.1.2 Marktfinanciering via bedrijfsobligaties

De financiering via bedrijfsobligaties is in België sinds 2009 sterk toegenomen maar bereikt zeker niet het niveau dat in andere Europese landen wordt behaald (zie tabel 4). De gecumuleerde uitgifte van bedrijfsobligaties in de periode 1999-2012 bedroeg in België 8%. Het uitstaande bedrag aan bedrijfsobligaties neemt sinds 2005 jaarlijks toe en bereikte in juni 2013 een bedrag van 32 miljard € (zie tabel 5). Sinds 2008 kwam er netto 21 miljard € bij. (Janssens G., 2013)

Tabel 4: Gecumuleerde uitgiften van bedrijfsobligaties in de periode 1999-2012 (in % van het BBP)

Nederland	Frankrijk	Zweden	Duitsland	UK	Italië	Spanje	België
23	22	16	15	13	12	11	8

Bron: Janssens (2013)

Tabel 5: Evolutie van de uitstaande bedragen aan bedrijfsobligaties in België (in miljard €)

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(juni)
13,1	10,5	11,8	11,9	11,2	18,4	20,8	23,1	31,3	32,3

Bron: Janssens (2013)

Een grotere en meer visibele markt voor private plaatsingen zou de financiering van groeiondernemingen kunnen vergemakkelijken. De markt voor onderhandse uitgiften van effecten (private placements) van obligaties en aandelen bedraagt in de US 46 miljard € ten opzichte van 20 miljard € voor de EU. Gebrek aan standaardisatie bij de uitgifteprocessen alsook bij de documentatie-vereisten kunnen een hinderpaal zijn voor de ontwikkeling van deze markt. (Bridging the growth gap ,AFME & Boston Consulting Group(2015))

Op Euronext in Brussel vonden er in 2015 zestien obligatie-emissies plaats voor een totale waarde van 4 miljard euro. Via Euronext Brussel werd er ongeveer 1 miljard euro via obligaties opgehaald. Sinds maart 2015 heeft Euronext een nieuw financieringsinstrument voorgesteld: de Euronext Private Plaatsing Obligaties – EPPB (cfr. Supra). Tot op heden is er nog maar één uitgifte bekendgemaakt, m.n. een uitgifte in oktober 2015 van 61,5 miljoen euro uitgegeven door de Vrije Universiteit Brussel.

3.3.2 Extern eigen vermogen

Er is een gebrek aan risicokapitaal- of aandelenfinanciering in de EU. De marktkapitalisatie van beursgenoteerde aandelen is veel lager in de EU (10 000 miljard€ t.o.v. 19 000 miljard€ in de US). De risicokapitaalmarkt is eveneens veel omvangrijker in de US (248 miljard € t.o.v. 92 miljard € in de EU). De omvang van de Venture Capitalmarkt is beperkt en is eveneens groter in de US (26 miljard€ t.o.v. 5 miljard€ in de EU). (Bridging the growth gap, AFME & Boston Consulting Group, 2015). In 2015 werd op Euronext in Brussel voor een bedrag van 3,6 miljard euro aandelenuitgiftes geplaatst.

Het marktaandeel van de markt van business angel-financiering en zeker ook van financiering met Venture Capital bedraagt hooguit een of enkele procenten in België. Volgens cijfers van de Belgian Venture Capital associatie (BVA) werd er in 2012 voor een bedrag van 1,4 miljard euro private equity en venture capital geïnvesteerd in België, waarvan een kwart in bedrijven in de groeifase. De overige middelen werden voorzien voor buy-out operaties. Naast geldmiddelen voorzien deze financieringsbronnen echter ook in extra expertise en netwerk-mogelijkheden die ter ondersteuning van de ondernemingsactiviteiten en groeimogelijkheden van de ondernemingen kunnen aangewend worden..

Trends en KPMG bevroegen alle Trends Gazellen van de laatste 7 jaren. Eén op drie snelgroeiende bedrijven vindt private equity een valabel alternatief voor financiering, doch slechts 1 op 20 maakt ervan gebruik. (Trends 27 maart 2014) Dit in tegenstelling tot de UK waar 69% van de groei-ondernemingen aangeven dat zij waarschijnlijk private equity zullen aanwenden de volgende 12 maanden (2015 ECI growth Survey, 2015).

Redenen die vaak worden aangehaald voor het beperkte gebruik van aandelenkapitaal zijn gelegen zowel in de aanbodzijde als de vraagzijde. Vanuit de aanbodzijde kan worden gesteld dat de risico- of durfkapitaalsector te versnipperd is, te kleinschalig en onvoldoende internationaal (Manigart et al., 2015). Een grote durfkapitalist investeert dubbel zo veel als een kleine. Bij internationaal actieve durfkapitalisten is dit zelfs het vijfvoudige. Vergeleken met lokale collega's, kunnen internationale durfkapitalisten drie keer zoveel leningen verstrekken. Het best is om zowel een lokaal als internationaal investeringsfonds in het kapitaal op te nemen zodat het bedrijf sterk kan groeien.

Valiante (2016) haalt aan dat de aandelenmarkten sterk gefragmenteerd zijn overeenkomstig de geografische grenzen. Er zijn 32 000 investeringsfondsen in de EU ten opzichte van 7 600 fondsen in de US. De gemiddelde grootte van een risicokapitaalinvesteringsfonds in de EU is klein (186 miljoen € ten opzichte van 1,34 miljard € in de US).

Volgens een van de auteurs van de studie schrikt de manke Belgische rechtspraak investeerders af (Vangelder, 18/11/2015). Hierbij wordt verwezen naar het feit dat de meeste aangeklaagden in een aantal financiële processen vrijuit gingen. Volgens de onderzoekers krijgen landen die goede wetten schrijven en ze ook toepassen, meer

financiering los voor hun bedrijven. De ondermaatse rechtszekerheid speelt de financiering van groeiende bedrijven parten. De verbetering van de faillissementswetgeving is een stap in de goede richting.

De financiële markten zijn erg gefragmenteerd. Meer informatie over buitenlandse financiële markten en de diverse administratieve procedures die gehanteerd moeten worden, is noodzakelijk indien men meer werk wil maken van een internationaal aanbod van financiering voor groeiende ondernemingen. Doordat een aantal beursmarkten (bv. Euronext) operationeel zijn in meerdere landen, worden in deze beursmarkten een goed voorbeeld gegeven van gemeenschappelijke administratieve voorschriften (bv. toelatingseisen, noteringseisen, informatieverplichtingen).

Tot slot kunnen ook vragen gesteld worden inzake het regelgevend kader waarbinnen bepaalde financieringsbronnen moeten toegepast worden.

Concluderend kan worden gesteld dat er vanuit de aanbodzijde wordt vastgesteld dat heel wat financieringsbronnen te beperkt worden gebruikt. Zij zijn eerder lokaal en hebben onvoldoende schaalgrootte om hoge groeiende ondernemingen te blijven ondersteunen in hun toekomstige expansie. Het gebruik maken van co-financieringsvereisten lost voor een deel het probleem van schaalgrootte op. Daarnaast kan men vaststellen dat bepaalde financierders risicoavers tewerk gaan.

Ook langs de vraagzijde kunnen een aantal redenen worden aangehaald waarom het gebruik van diverse vormen van risicokapitaal financiering (zowel onderhandse als publieke uitgiftes) in België beperkt is.

Het bestaan van asymmetrische informatieproblemen (ex ante en ex post) die kunnen leiden tot heel wat kosten, kunnen een reden zijn om het gebruik van risicokapitaal af te wijzen.

Meerdere auteurs halen aan dat bij de investeerders/financiers in België geen echte "aandelencultuur" aanwezig waardoor risico's durven nemen in zekere mate afwezig is.

Heel wat ondernemingsleiders wensen geen zeggenschap op te geven waardoor zij controleverlies zouden ervaren. Externe financiering met aandelen wordt vermeden.

Tevens wordt vermoed dat de (kleinere) ondernemingen onvolledige financieringsaanvragen indienen waardoor de kans op een gunstige beslissing nihil is.

In een aantal ondernemingen, opererend in zeer competitieve en/of innovatieve sectoren is het moeilijk om het toekomstige rendement en terugbetalingscapaciteit op een overtuigende manier op te maken zodat het business plan niet overtuigend genoeg is om risicokapitaalfinanciering te bekomen.

In het eerder vermelde KMO-onderzoek (FOD economie, 2015) werd ook vastgesteld dat ondernemingsleiders zeer weinig kennis hebben inzake de bestaande financieringsmogelijkheden en de beschikbare overheidsmaatregelen. Een goede kennis van een aantal minder gebruikte financieringsmogelijkheden is wenselijk om hun aanwending te kunnen verhogen.

3.3.3 Quasi-eigen vermogen

Het gebruik van quasi-eigen vermogenfinanciering (of mezzanine financiering) waarbij kenmerken van schulden en aandelen in één instrument zijn geïntegreerd is de laatste jaren toegenomen. Deze instrumenten zijn zeer nuttig ter verbreding van de financieringsmogelijkheden van hoge groeiondernemingen van een bepaalde schaalgrootte.

Publieke risicokapitaalmaatschappijen en financieringsvennootschappen verschaffen heel wat quasi-eigen vermogen, hoofdzakelijk achtergestelde leningen. Naast het verschaffen van directe financiering, wordt in heel wat gevallen een co-financiering gevraagd vanwege banken, investeringsfondsen, business angels of venture capital ondernemingen. Overheidsinstellingen uit de drie gewesten die actief zijn in België zijn o.a. Participatiemaatschappij Vlaanderen, Sowalfin, SRIW, Sogepa, Brussels Waarborgfonds, Brustart, SRIB.

3.3.4 Activa gebaseerde financieringsbronnen

In een rapport geschreven door Oxford Economics in opdracht van Leaseurope wordt onderzocht in welke mate, op welke wijze en waarom Europese KMO's gebruik maken van

leasing (The use of leasing amongst European SMEs , 2015). In het rapport worden de resultaten besproken van een interviewenquête bij 3000 KMO's verdeeld over 9 industriële sectoren en 8 landen. 13,3% van de respondenten kunnen geklassificeerd worden als groeionderneming. Uit de resultaten blijkt dat 14,5% van de leasingnemers een groeionderneming ten opzichte van 12,3% van de niet-leasingnemers. Groeiondernemingen gebruiken dus meer leasing-financiering. Bijna een kwart van de investeringsbehoeften in groeiondernemingen (23,9%) wordt gefinancierd via leasing. In niet-groeiondernemingen is dit percentage 17,7%. Er zijn nogal wat verschillen over de landen heen.

In een recent onderzoek naar financiële leasing op basis van Belgische jaarrekeningen werd vastgesteld dat één op de vier bedrijven gebruik maakt van financiële leasing. De ganse leasingmarkt (financiële en operationele leasing) werd geschat op iets meer dan 13 miljard € (Dossier leasing, Trends-Mediaplanet , december 2015, 12 p.)

In de hiervoor reeds aangehaalde studie inzake KMO-financiering in België (FOD-economie, 2015) werd vastgesteld dat 11,1% van de hoge groeiondernemingen gebruik maakte van leasing in 2014.

Volgens cijfers opgemaakt door Febelfin (2014) steeg de omvang van de factoringmarkt van 16,7 miljard € in 2006 tot 42,4 miljard € in 2012. Deze stijging is vooral te wijten aan een verbeterde dienstverlening (o.a. door een elektronische communicatie in te voeren) alsook aan een beter imago van het gebruik van factoring.

3.3.5 Europese financiering

.Tijdens een voordracht door de heer Havenith (ECn DG Economic and financial affairs) omtrent het gebruik van financiële instrumenten verschaft door de EU werd cijferinformatie verschaft omtrent de toestand voor België (Havenith, 2014).

In het kader van het verschaffen van waarborgfaciliteiten (debt capital) werden overeenkomsten gemaakt met Belfius en het (federale) Participatiefonds voor een totaal van 800 miljoen euro aan leningen. In totaal werden 5043 KMO's ondersteund. In het kader van de 'High growth and innovative SME facility' (equity capital) werden overeenkomsten gemaakt met 6 risicokapitaalfondsen. Eind 2013 werd er binnen deze faciliteit 43 miljoen

euro geïnvesteerd in 10 innovatieve KMO's. Op het vlak van micro—financiering werden financiering gegeven aan 2 instellingen ter ondersteuning van 891 ontleners in België.

Het is duidelijk dat op het vlak van Europese financiering nog heel wat mogelijkheden onbenut zijn en dat Belgische ondernemingen beroep kan doen op meer internationale financiering vanwege EIF en EIB.

4 Welke beleidsaanbevelingen kunnen worden geformuleerd om de financiering van hoge groeiondernemingen te versterken?

4.1. Nood aan data over financiering van groeiondernemingen

Er wordt vastgesteld dat er in het buitenland (vooral EU en UK) meer gedetailleerde informatie aanwezig is omtrent het gebruik van financieringsbronnen. Vooral is er een gebrek aan detailanalyse van de cijfers op niveau van de ondernemingsgrootte alsook op niveau van de ondernemingsgroei.

Een systematische gegevensverzameling van een ruime steekproef van hoge groeiondernemingen en een aangepaste bevraging omtrent het financieringsaanbod en de financieringsvraag van deze ondernemingen zou meer verfijnde conclusies en aanbevelingen kunnen opleveren.

Er werd vastgesteld dat hoge groeiondernemingen veel problemen hebben om bankfinanciering te bekomen en dat zij te weinig risicokapitaalfinanciering aantrekken. Een diepgaande analyse en verklaring van het financieringsprobleem alsook een formulering van mogelijke oplossingen om de toegang tot bank- en risicokapitaalfinanciering te verbeteren is wenselijk.

4.2 Nood aan een kenniscentrum KMO-financiering

Het aanbod en de vraag naar financiering is verschillend in de drie gewesten. In het kader van een “Kenniscentrum KMO-financiering” met vertegenwoordigers van betrokken stakeholders uit de drie gewesten kan op basis van een bepaalde agenda vergaderd worden

omtrent belangrijke thema's die de financiering van KMO's kunnen bevorderen. In dit kenniscentrum kan ook het onderzoek en de nodige informatieverzorging op het vlak van KMO-financiering gecoördineerd en bevorderd worden. Een dergelijk overleg- en adviesorgaan, dat in het verleden werkzaam was onder de benaming "Kenniscentrum voor financiering van KMO's (KeFik), kan tevens het aanspreekpunt zijn voor contacten tussen de EU (o.a. OECD, ECB, EIB/EIF, ...) en de Belgische overheidsorganisaties.

Door dit kenniscentrum zou ook een "KMO financieringsbarometer" kunnen opgesteld en berekend worden op regelmatige tijdstippen. Deze barometer kan nuttige informatie verschaffen voor het overheidsbeleid.

4.3 Oplossen van financieringsproblemen vanuit de aanbodzijde

4.3.1 Aanbod van niet-bancaire financiering verruimen

Er werd vastgesteld dat het gebruik van alternatieve financieringsbronnen eerder beperkt is in Belgische ondernemingen. Er kan worden onderzocht op welke wijze de risicokapitaalmarkt kan worden geactiveerd. Vermits deze markt bestaat uit diverse deelmarkten (bv. business angels, venture capital, private equityfondsen, publieke aanbiedingen van aandelen) dient voor elk van deze deelmarkten onderzocht te worden hoe de investeerders/financierders een grotere interesse zouden tonen voor de werking van deze deelmarkten.

Eenzelfde voorstel kan worden geformuleerd ten aanzien van het stimuleren van het gebruik van meer publieke aanbiedingen van effecten of het gebruik van meer marktfinanciering.

Er kan worden nagegaan of de rol van de overheden bij het openstellen van financieringsmogelijkheden op de gepaste wijze wordt erkend en opgenomen. Misschien kan de overheid meer directe financiering of stimuli voorzien of kan zij in sterkere mate indirect meewerken aan het financieren van groeiondernemingen. Hiervoor werd gesuggereerd om na te gaan of een risicodeling met de overheid (waarborgregeling, co-financiering) wenselijk en mogelijk is.

4.3.2 Beperkte schaal van risicokapitaalspelers

De vele risicokapitaalfondsen die werkzaam zijn in België hebben een beperkte omvang waardoor zij maar beperkte financieringsbedragen kunnen verschaffen aan ondernemingen. Hoge groeiondernemingen, vooral de ondernemingen in een latere groeifase, hebben nood aan grotere financieringsbedragen.

Een samenwerking tussen risicokapitaalfondsen of een consolidatie van de fondsen zou moeten gestimuleerd worden. Een groter fonds kan ook meer expertise en ervaring ter beschikking stellen. Er kan ook onderzocht worden in hoeverre een co-financiering met publieke kapitaalverschaffers kan verruimd worden.

4.3.3 Gepast financieel wetgevend kader nodig

In de literatuur wordt ook gesuggereerd om een aangepast financieel wetgevend kader te scheppen om meer risicokapitaalfinanciering en vooral beursfinanciering mogelijk te maken (oa aanpassing prospectusrichtlijn). Het huidig fiscaal en juridisch kader voor risicokapitaalfinanciering en ondernemerschap wordt als onstabiel en te complex beoordeeld.

Er kan worden onderzocht of de Belgische rechtspraak het gebruik van bepaalde financieringsinstrumenten stimuleert of eerder afremt. Tevens kan worden nagegaan of de faillissementswetgeving voldoende zekerheid biedt voor mislukkingen en het heropstarten van ondernemingen.

De overheid kan nagaan op welke wijze de transparantie en standaardisatie van informatieverstopping kan worden verbeterd.

Er kan ook worden onderzocht of het wenselijk en mogelijk is om fiscale prikkels te voorzien voor het gebruik van bepaalde financieringsinstrumenten. Coördinatie op Federaal en Europees niveau is hierbij noodzakelijk.

4.3.4 Meewerken aan capital market union

Het is wenselijk dat de regionale en federale overheden meewerken aan de geplande EU-activiteiten in het kader van een kapitaalmarktunificatie tegen 2019.

4.3.5 Problemen van risicokapitaalverschaffers om risico' in te schatten

De Belgische banken hanteren een eigen scoringsmodel ter beoordeling van de kredietwaardigheid van een onderneming; De intern gegenereerde score is moeilijk vergelijkbaar tussen banken. Enkel de (grotere) KMO's die gebruik maken van beursfinanciering beschikken over een externe rating berekend door een erkend ratingkantoor. Voor de verdere ontwikkeling van de alternatieve financieringsmarkten zou het goed zijnde de evaluatie, de scoring en rating van KMO's te standaardiseren en te verfijnen.

In het kader van het opgeheven kenniscentrum KeFik werd een rating tool (of scoringsmodel) ontwikkeld die gratis ter beschikking stond van de ondernemingen. Het verder uitwerken van dit "rating"-project zou vele ondernemingen kunnen helpen.

4.3.6 Gebrekkige toegang tot buitenlandse risicokapitaalverschaffers

De risico- of durfkapitaalsector is onvoldoende internationaal (Manigart et al., 2015). Samenwerking tussen internationale kapitaalverschaffers zou kunnen aangemoedigd worden met een aantal fiscale of geldelijke stimulansen.

Ook het verschaffen van meer informatie over de werking en het gebruik van buitenlandse financiële markten en administratieve procedures kan bijdragen tot een betere internationale samenwerking.

4.4 Oplossen van financieringsproblemen vanuit de vraagzijde

4.4.1 Een gebrek aan een "equity cultuur"

Er dient dringend verder onderzocht te worden op welke wijze bij Belgische ondernemingen een sterkere aandelencultuur ("equity culture") kan worden gestimuleerd.

Deels hangt dit probleem samen met het eerder ongunstig ondernemerschapsklimaat in België. Een aantal nuttige maatregelen werden reeds getroffen door de overheden. Doch er is nog meer nodig om het ondernemerschap en het durven risico's nemen te versterken. De initiatieven op het vlak van het tweede kans ondernemerschap mogen versterkt worden.

Er is een fiscale discriminatie inzake het gebruik van eigen dan wel vreemd vermogen. De notionele interestaftrek tracht hieraan te verhelpen door een beperkt aftrekpercentage toe te staan op basis van het ingebrachte eigen vermogen van de onderneming. Een coördinatie op Europees vlak is hierbij aangewezen.

4.4.2 Gebrek aan kennis van instrumenten

In de hiervoor besproken studie KMO-financiering 2014 (Fod economie, 2015) werd vastgesteld dat de ondernemingsleiders onvoldoende kennis hebben inzake financieringsmogelijkheden alsook inzake de beschikbare overheidsmaatregelen. Een goede kennis van een aantal minder gebruikte financieringsmogelijkheden is wenselijk om hun aanwending te kunnen verhogen. In dit verband is het nuttig erop te wijzen dat het maken een aantal gemakkelijk te begrijpen “how to...” gidsen een oplossing kan bieden.

4.4.3 Weinig bereidheid om controle op te geven

Heel wat ondernemingsleiders wensen geen zeggenschap op te geven waardoor zij controleverlies zouden ervaren. Externe financiering met aandelen wordt vermeden.

Er kan onderzocht worden op welke wijze bepaalde financieringsconstructies kunnen gehanteerd worden om het controleverlies te beperken. Het gebruik van achtergestelde leningen ipv gewone leningen of aandelen kan worden gestimuleerd.

4.4.4 Gebrekkige financieringsaanvragen

Op basis van meerdere bronnen wordt vermoed dat de (kleinere) KMO's onvolledige of slecht geformuleerde financieringsaanvragen indienen waardoor de kans op een gunstige beslissing nihil is. Er kan worden onderzocht of de inspanningen die de overheid levert om

via financiële stimuli aan planning te doen binnen de KMO's voldoende effectief is en/ of een bijsturing of uitbreiding nodig is.

In een aantal ondernemingen, opererend in zeer competitieve en/of innovatieve sectoren is het moeilijk om het toekomstige rendement en terugbetalingscapaciteit op een overtuigende manier op te maken waardoor in een aantal gevallen het business plan niet overtuigend genoeg is om risicokapitaalfinanciering te bekomen. Ook hier kan de rol van de overheid worden geëvalueerd.

5 Besluit

Op basis van een uitgebreid literatuuronderzoek werd een antwoord geformuleerd op de volgende vragen:

- Welke financieringsbronnen zijn het meest geschikt in de verschillende stadia van ondernemingsgroei?
- Welke financieringsbronnen worden gehanteerd in (Belgische) hoge groeiondernemingen en welke problemen ondervinden deze groeiondernemingen met het zoeken naar een geschikte financiering?
- Welke beleidsaanbevelingen kunnen worden geformuleerd om de financiering van hoge groeiondernemingen te versterken?

6 Literatuurreferenties

Aernoudt Rudy, Van Rompaey Marc, 2015, Entrepreneurship A way of life, Intersentia..

AFME (2016), De financiering van het Europese midden- en kleinbedrijf, 49p.

AFME (2016), De financiering van het Europese midden- en kleinbedrijf: aanvulling voor België en Nederland, 14p.

AFME (2015), Why equity markets matter, 18p.

AFME (2012), An agency for Business Lending – ABLe, 31 p.

AFME (2015), Bridging the growth gap, 53 p.

AGENTSCHAP ONDERNEMEN, 2015, Vlaanderen is ondernemen, U zoekt financiering? Ontdek wat de overheid voor u kan doen, p 6-59

AGENTSCHAP ONDERNEMEN, update nov 2015, Vlaanderen is ondernemen, U zoekt risicokapitaal? P2-107

Aubrey T., Thillaye R., Reed A., 2015, Supporting investors and growth firms, A bottom-up approach to a capital markets union, policy network , ROWMAN & LITTLEFIELD London-New York, p1-85

Beck T., Kunt A.D., Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint, ScienceDirect, Journal of Banking and Finance 30 juni 2006 p 2931-2943 Elsevier

Berger A.N., Udell G.F., 1998, The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, Journal of Banking Finance, Elsevier, p 613-673

BoleroCrowdfunding (2016), Crowdfunding in België, Whitepaper, 55p.

Childs, P.D., D.C. Mauer and S.H. Ott (2005), "Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts", Journal of Financial Economics, 76, pp. 667-690.

CRB Central Raad voor het Bedrijfsleven, 2015, Sociaal-Economische Nieuwsbrief ONDERNEMERSCHAP nr 210, Financiële hefboomen voor economische groei, uitgever: Degroote K. P 3-18

Dautzenberg K., Ehrlinspiel M., Gude H., Käser-Erdtracht J., Schultz P.T. Tenorth J., Tscherntke M., Wallau F., Juni 2012, STUDY ON FAST GROWING YOUNG COMPANIES (GAZELLES) Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Ramboll

Degryse H, de Goeij P, Kappert P, (2012), "The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure," *Small Business Economics*, vol. 38, no. 4, pp. 431 - 447.

Deloof M. en I. Verschuere (1998), "De determinanten van de kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen", *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 42, pp. 165-188.

Dillen Yannick , 2014, Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen Antwerpen, High-growth firms in Flanders: an analysis of the determinants of one-shot high-growth and persistent high-growth - Universiteit Antwerpen

Donaldson (1961), "Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", Boston, Graduate School of Business Administration.

Donckels R. et al. (1993), "KMO's ten voeten uit: van onderzoek tot actie", Koning Boudewijnstichting, Brussel.

Douw & Koren, 2jan 2016, Crowdfunding in Nederland 2015, Douw&Koren Gedempt Hamerkanaal 135 1021 KP Amsterdam, inhoud 1-9

Durinck E., E. Laveren, C. Van Hulle en J. Vandenbroucke (1998), "Confronting capital structure theories empirically : "pecking order" versus "target adjustment" model", *Cahiers Economiques de Bruxelles*, nr. 158, pp. 121-144.

Durinck E., E. Laveren & J. Vandenbroucke (1997), "Financieringskeuze en financieringshiërarchie: De visie van Belgische managers", *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, mei , pp. 246-254

Durinck E., E. Laveren en N. Lybaert (1998), "De financieringskeuze van snelgroeiende Belgische industriële KMO's", *Working Paper 98-266*, Oktober, UFSIA, 46 p.

ECI, 2015, GROWTH SURVEY, Building Successful Businesses, London Brettenham House, Manchester Centurion House, p2-19

ENTERNEXT Partnering SMEs, 2016, Euronext-Access to European Capital markets Through Europe's leading Financing Centre, Discussion Materials, february 2016

European Central Bank, 2015, Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area, april- september 2015, p1-39

Europese Commissie, 2015, Mededeling van de commissie aan het Europese parlement, de raad, het Europees economisch en sociaal comité en het comité van de regio's, Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, p3-29

Europese Commissie. (2016). Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs). Geraadpleegd uit <http://ec.europa.eu/growth/smes/>

FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie (2015), Enquête KMO-financiering 2014, Brussel, januari 2015, 91 p.

Frédéric Lernoux, 2010, Vademecum KMO-financiering, CeFiP KefiK, de boeck & larcier

Gregory B.T, Rutherford M.W, Oswald S., Gardiner L., 2005, An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing, Journal of Small Business Management 2005 43(4) p 382-392

Havenith R. (2014), European Union – Financial instruments for SMEs, Brussel, 5p.

Heyman, D., M. Deloof and H. Ooghe (2008), “The financial structure of private held Belgian firms”, Small Business Economics, 30, pp. 301-313.

Husa J., Kättö S., 2014, High growth companies and how to fund them a real driver of economic growth, international association of young lawyers, National Report of Finland, p 1_11/16

James, B.G. (1974), The theory of the Corporate life Cycle, Long range planning, april 1974, pp. 49-55.

Janssens G., KMO-financiering, dec 2013, VKW Metena, beleidsnota 69, p1-8

KBC Economische Berichten, nr.45, 14 dec 2015, Financiële Intermediatie in Europa Waarom is een kapitaalmarktunie nodig? P1-9

Kolar J., March 2014, Policies to support High Growth Innovative Enterprises, European Commission, Brussels, p 1-30

Laveren E., oktober 2008, De financieringsproblematiek van KMO's: een literatuurstudie, Universiteit Antwerpen p 2-35

Laveren Eddy, Engelen Peter-Jan, 2014, Financieel beheer voor KMO's, Intersentia Antwerp Cambridge, 244 p.

Llewellyn J. & Dharmasena B. (2012), Financing European growth: the challenges for markets, policy-makers and investors, 25 p.

London Stock Exchange, LSE proposes new high growth segment

Lopez-Gracia, J. and C. Aybar-Arias (2000), “An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies”, Small Business Economics, Vol. 14, n° 1, pp. 55-64.

Lopez-Gracia, J. and S. Sanchez-Andujar (2007), “Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms”, Family Business Review, 20 (4), pp. 269-287.

Michaelas N., F. Chittenden & P. Poutziouris (1999), “Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs : Empirical Evidence from Company Panel Data”, Small Business Economics, 12, pp. 113-130.

Modigliani F. & M. Miller (1958), "The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* , 48, pp. 433-443.

Modigliani F. & M. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and the cost of capital : a correction", *American Economic Review* , 53, pp. 433-443.

Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance. *Family Business Review*, 23(2), 131-147.

Myers S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, July, pp. 575-592

Myers, S. and N. Maljuf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol 13, n° , pp. 187-222.

Nassr I. K. & G. Wehinger (2014), Non-bank debt financing for SMes: the role of securitization, private placements and bonds, *OECD journal: Financial market trends*, vol. 2014/1, pp. 139-159

Nassr Kaousar I., Wehinger G., 2016, Opportunities and Limitations of public equity markets for SME's, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2015/1, p 49-84

OECD (2015), *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing, Broadening the Range of Instruments*, OECD Publishing, Paris, December 2015, 119p.

OECD (2015), Bank and capital market financing of small and medium-sized enterprises, in: *OECD Business and Finance outlook 2015*, pp. 149 – 180

Oxford economics (2015) , *The use of leasing amongst European SMEs*, Leaseurope.

Persbericht Amsterdam, 1dec 2014, *Onderzoek Breaking Financial Barriers legt financieringsknelpunten bloot*, p 1-4

Piette CH. & Zachary M-D. (2015), *Crisisgevoeligheid van de KMO-financiering in België*, Tijdschrift van de Nationale bank van België, december 2015, pp. 31-46

Revest V., Sapio A., 2010 *Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?*, *Small Bus Econ* 2012 39 p 179-205, Springer Science+Business Media 2010

Romano, C.A., G.A. Tanewski and K.X. Smyrniotis (2001), "Capital structure decision making: a model for family business", *Journal of Business Venturing*, 16, pp. 285-310.

SERV sterk door het leven, 2015, *Advies: Doorgroei van ondernemingen met behoud van hun beslissingscentrum in Vlaanderen*, p 10, 11, 12, 22

SERV sterk in overleg, 2012, *Advies doorgroei van ondernemingen, Deel 3 Bijlage2: Doorgroei-instrumenten; overzicht van doel, werkwijze, ingezette middelen en resultaten*, P 58 -140

SERV, 2012, Deel 4 Bijlage 3: Literatuuronderzoeken, Advies doorgroei van ondernemingen, bedrijfsoverdracht en overname van ondernemingen, p190

Stiglitz, J. and A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review 71, pp. 393-410.

Trends, 27 maart 2014, Private equity onbekend en onbemind bij groeibedrijven

Trends , december 2015, Dossier leasing, Trends-Mediaplanet , 12 p.

Valiante D., febr 2016, Europe's Untapped Capital market, Rethinking integration after the great financial crisis, CEPS ECMI, summary I-V

Vangelder Jozef, 18/11/15, Ondermaatse justitie remt financiering van Belgische groeibedrijven, Trends, 3p.

Vlerick Business School, Access to Finance of smes: young growth oriented companis and company transfers, BELSPO SMEPEFI PROJECT REPORT TA/OO/41, p1-21

Watson, R. and N. Wilson (2002), "Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implications of a pecking order", Journal of Business Finance and Accounting, 29 (3 & 4), pp. 557-578.

Wehinger G. (2012), Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing and SME financing, OECD journal: Financial market trends, vol. 2012/1, 15p.

Whitepaper, Gestapeld financieren en de rol van de accountant, Full.Finace, p 1-24

Wilson K.E., May 2015, How to unleash the financing of high growth firms in Europe, Blog post

Wright M., Roper S., Hart M., Carter S., 2015, Joining the dots: Building the evidence base for SME growth policy, International Small Business Journal, Vol.33(1) p 3-11