

BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

WORKING PAPERS - DOCUMENT SERIES

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR CAPITAL-RISQUE

Catherine Rigo^(*)

Les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement les positions de la Banque Nationale de Belgique.

L'auteur tient à remercier Jean Hilgers, ainsi que Thierry Timmermans, pour les conseils et commentaires qu'ils ont apportés lors de la préparation de cette étude. Il exprime également sa gratitude à Muriel Bouchet qui a activement participé à une première version de ce document.

^(*) NBB, Research Department, (e-mail: catherine.rigo@nbb.be).

Editorial Director

Jan Smets, Member of the Board of Directors of the National Bank of Belgium

Statement of purpose:

The purpose of these working papers is to promote the circulation of research results (Research Series) and analytical studies (Documents Series) made within the National Bank of Belgium or presented by outside economists in seminars, conferences and colloquia organised by the Bank. The aim is thereby to provide a platform for discussion. The opinions are strictly those of the authors and do not necessarily reflect the views of the National Bank of Belgium.

The Working Papers are available on the website of the Bank:

<http://www.nbb.be>

Individual copies are also available on request to:

NATIONAL BANK OF BELGIUM

Documentation Service
boulevard de Berlaimont 14
B - 1000 Brussels

Imprint: Responsibility according to the Belgian law: Jean Hilgers, Member of the Board of Directors, National Bank of Belgium.
Copyright © National Bank of Belgium
Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.
ISSN: 1375-680X

Abstract

This article aims at setting forth the development of venture capital in Belgium. To that end, the situation is compared with the one prevailing in the whole of Europe and particularly in some neighbouring countries: Germany, France, the Netherlands and the United Kingdom.

In a first part the general financing mechanism through venture capital is examined. Next, a second part provides a quantified analysis of venture capital and its main characteristics (raising capital, the types of investors, the financing stages, the recipient sectors, etc.). It highlights the sometimes marked differences as to the extent of the development of venture capital in the various countries of Europe.

In the third part the said differences are analysed in view of the factors which may provide an explanation. First some characteristics of the relevant tax systems regarding venture capital (corporation tax, tax on capital gains, tax on dividends) are dealt with. Then the specific structures set up to promote venture capital are tackled, as well as the position held by the institutional investors in the venture capital market, the role played by the public authorities

Cet article vise à faire le point sur le développement du capital-risque (venture capital) en Belgique. Pour ce faire, la situation est comparée à celle prévalant dans l'ensemble de l'Europe et plus spécifiquement dans certains pays voisins: l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

Après une première partie qui examine le mécanisme général du financement par capital-risque, une analyse chiffrée du venture capital et de ses principales caractéristiques (levée des capitaux, types d'investisseurs, stades de financement, secteurs bénéficiaires, etc.) est entreprise dans une deuxième partie. Celle-ci met en lumière des différences parfois marquées dans le degré de développement du venture capital dans les divers pays d'Europe.

Ces différences sont, dans une troisième partie, analysées au regard des facteurs susceptibles de constituer des éléments explicatifs. Certaines caractéristiques des régimes fiscaux, pertinentes en ce qui concerne le capital-risque (impôt des sociétés, taxation des plus-values, taxation des dividendes) sont tout d'abord envisagées. Sont ensuite abordés les structures spécifiques mises en place pour promouvoir le venture capital, la

in that market and the systems offering the staff an opportunity to participate. Finally, a last point pertains to the development of the stock markets specifically aimed at high growth potential companies to the extent that they offer a privileged way out to the "venture capitalists".

place qu'occupent les investisseurs institutionnels sur le marché du capital-risque, le rôle qu'y jouent les pouvoirs publics et les régimes d'intéressement proposés au personnel des entreprises. Enfin, un dernier point est consacré au développement des marchés boursiers spécialement destinés aux sociétés à fort potentiel de croissance en ce qu'ils constituent une voie de désengagement privilégiée pour les "venture capitalists".

TABLE DES MATIÈRES:

INTRODUCTION	1
1. MECANISME ET PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DU CAPITAL-RISQUE.....	5
1.1 Mécanisme général	5
1.2 Principales caractéristiques.....	8
1.2.1 Le capital-risque destiné à financer des investissements.....	8
1.2.2 Le capital-risque destiné à financer des modifications de l'actionnariat	8
1.2.3 Les catégories de sociétés de capital-risque	9
1.2.4 Les mécanismes de sortie.....	11
2. LE CAPITAL-RISQUE EN BELGIQUE ET A L'ETRANGER.....	12
2.1 Le capital-risque en Europe et aux Etats-Unis	12
2.2 Le capital-risque en Belgique et dans quelques autres pays européens	14
2.2.1 Précisions méthodologiques et aperçu général	14
2.2.2 Collecte de fonds.....	21
2.2.3 Investissements.....	24
2.2.4 Mécanismes de sortie	31
3. FACTEURS INFLUENCANT LE DEVELOPPEMENT DU CAPITAL-RISQUE	32
3.1 Modalités de taxation des revenus sur actions.....	32
3.1.1 Impôt des sociétés	33
3.1.2 Taxation des plus-values.....	37
3.1.3 Taxation des dividendes.....	40
3.2 Structures d'investissement	43
3.3 Rôle des investisseurs institutionnels dans le développement du capital à risque. .47	47
3.3.1 Examen de l'importance respective des investisseurs institutionnels.....	47
3.3.2 Investissements en actions des investisseurs institutionnels	49
3.3.3 Apport des investisseurs institutionnels au financement des firmes de venture capital	51
3.4 Rôle des pouvoirs publics.....	52
3.4.1 Sociétés publiques d'investissement	52
3.4.2 Octroi de garantie.....	54
3.5 Régimes d'intéressement	55
3.5.1 Système belge des stock options.....	55
3.5.2 Participation des travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise	58
3.6 Nouveaux marchés boursiers destinés aux sociétés à fort potentiel de croissance	59
CONCLUSION	64
ANNEXE	68
BIBLIOGRAPHIE.....	70

INTRODUCTION

Les deux grandes formes de financement des sociétés sont le financement externe (crédits bancaires, émissions d'obligations, dettes commerciales, prêts inter-sociétés ...) et les fonds propres (apports des actionnaires et mise en réserve de bénéfices). Une base adéquate de fonds propres constitue une condition essentielle pour assurer le démarrage des nouvelles sociétés et en garantir ultérieurement le développement et la solvabilité.

Si l'on exclut la mise en réserve de bénéfices, ces fonds propres sont collectés par émissions d'actions, soit publiques, soit privées. Les émissions publiques sont celles qui attirent le plus l'attention car elles sont généralement le fait des plus grandes sociétés et font l'objet de cotations sur des marchés boursiers bénéficiant d'une grande visibilité. Si elles sont plus discrètes, les émissions privées n'en représentent pas moins des montants considérables en Belgique, pays qui compte de nombreuses petites et moyennes entreprises (PME). Entre 1993 et 1999, sur un total, en moyenne annuelle, de 9,3 milliards € d'apports en espèces par émissions d'actions, 7,7 milliards € (82 p.c.) ont pris la forme d'actions non cotées.

Ces dernières sont en majorité acquises par les entrepreneurs eux-mêmes (fondateurs et propriétaires de leur entreprise) ou par leur entourage (actionnariat familial ou de proximité). Entre ces émissions à caractère familial et les émissions en bourse, se fait sentir le besoin d'un système intermédiaire. C'est ce rôle que s'efforce de remplir le capital-risque en permettant de collecter des fonds pour des montants dépassant ceux des patrimoines privés afin de financer des entreprises qui ont un fort potentiel de croissance, mais qui n'ont pas une notoriété suffisante pour envisager immédiatement une introduction en bourse.

Les termes "capital-risque" ou "venture capital" seront indifféremment utilisés dans cette étude. La notion de capital-risque vise spécifiquement un mode de financement par lequel un ou plusieurs investisseurs professionnels ("venture capitalist") mettent des ressources à la disposition d'une entreprise en échange d'actions non cotées

ou d'instruments apparentés (par exemple les obligations convertibles en titres représentatifs du capital). D'aucuns utilisent aussi le terme "capital à risque". Cela peut prêter à confusion dans la mesure où tout financement par émission d'actions constitue en soi un recours au capital à risque. L'acceptation du terme "capital à risque" est par conséquent beaucoup plus large que la forme particulière de financement que constitue le venture capital.

En termes absolus, le capital-risque apparaît encore peu développé dans de très nombreux pays, notamment en Belgique. Entre 1993 et 1999, les investissements financiers effectués en Belgique par les sociétés de venture capital n'ont représenté, en moyenne, qu'environ 218 millions € par an, ce qui ne représente qu'une fraction des 7,7 milliards € d'émissions d'actions non cotées mentionnés ci-dessus. Le concept de capital-risque est parfois élargi aux émissions sur les nouveaux marchés boursiers. D'une part, ces émissions constituent une porte de sortie pour les sociétés de venture capital qui y trouvent un moyen de se désengager des entreprises qu'elles ont financées. D'autre part, les émissions sur les nouveaux marchés boursiers constituent une charnière entre les émissions privées et les émissions sur les "premiers" marchés boursiers. Le concept de capital-risque ainsi élargi reste cependant d'une importance toute relative puisque les émissions sur les nouveaux marchés n'ont atteint en Belgique qu'un montant annuel moyen de 160 millions € entre 1996 et 1999 sur un total annuel moyen d'émissions se chiffrant à 2,5 milliards € pour l'ensemble des actions cotées.

Ces seuls chiffres ne constituent cependant pas un bon indicateur de l'importance réelle du capital-risque. Par nature, celui-ci prend la forme d'investissements dans des sociétés à fort potentiel, qui, de ce fait, constituent une source importante de croissance et de renouveau économique.

D'après une enquête publiée en 1996 par l'EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association)¹, il apparaît que les entreprises financées par du venture capital ont enregistré, en moyenne annuelle au cours de la période 1991-1995, une progression de 35 p.c. de leurs ventes, de 15 p.c. de l'emploi, de 27 p.c. de l'actif immobilisé et de 25 p.c. du bénéfice avant impôt. Les pourcentages correspondant pour les entreprises faisant partie du top 500 européen sont respectivement de 14, 2, 11 et 17 p.c.

¹ EVCA (1996a): 500 entreprises bénéficiant de capital-risque, réparties dans 12 pays européens, ont répondu à l'enquête. Le nombre d'entreprises belges ayant répondu ne représente que 1 p.c. du total.

La contribution du capital-risque au développement des entreprises qui en bénéficient est largement admise par ces dernières. Toujours d'après la même enquête, elles sont en effet 72 p.c. à reconnaître comme important, voire crucial, le rôle joué par le "venture-capitalist". En outre, une très grande proportion des entrepreneurs qui ont recours au venture capital estime que leur société n'aurait pu exister (43 p.c.) ou aurait crû plus lentement (38 p.c.) en l'absence de ce mode de financement.

Tableau 1 - Résultats de l'enquête de l'EVCA auprès de 500 entreprises européennes financées par du capital-risque

A. Age des entreprises financées	Pourcentages des réponses	
< 5 ans	48	
5-10 ans	24	
10-15 ans	10	
> 15 ans	18	
B. Caractéristiques des entreprises	Réponses à l'enquête	<i>p.m. top 500 européen</i>
	(pourcentage annuel de variation) ¹	
croissance des ventes	35	14
croissance de l'emploi	15	2
croissance des actifs immobilisés	27	11
croissance du bénéfice avant impôt	25	17
C. Impact du venture capital	Pourcentages des réponses	
jugé important	34	
jugé crucial	38	
D. Développement de l'entreprise en l'absence de venture capital	Pourcentages des réponses	
n'aurait pu exister	43	
se serait développée moins rapidement	38	
se serait développée au même rythme	15	
se serait développée plus rapidement	2	

Source: EVCA (1996a).

¹ Moyenne sur la période 1991-1995.

L'influence bénéfique du venture capital sur l'économie, et plus spécifiquement sur la croissance et l'emploi, est souvent mise en exergue à la lumière de la situation observée aux Etats-Unis, où de nombreuses sociétés innovatrices et créatrices d'emplois ont vu le jour au cours des vingt dernières années. Le développement du capital-risque a en effet été beaucoup plus précoce et plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe et a très certainement joué un rôle important dans l'émergence et le développement d'entreprises actives dans des secteurs de pointe comme l'électronique, l'informatique et, plus récemment, le multimédia. En Europe, le venture capital est particulièrement développé au Royaume-Uni, ce pays accueillant à lui seul près de 50 p.c. du total des investissements européens. Une étude réalisée en 1998 montre que les entreprises britanniques ayant bénéficié de venture capital ont augmenté leurs effectifs, entre 1995 et 1998, à un rythme plus de trois fois supérieur à celui des sociétés les plus importantes reprises dans l'indice FTSE 100. Le capital-risque est, par contre, nettement moins répandu dans un grand nombre d'autres pays européens, parmi lesquels figure la Belgique.

Il convient de remarquer que, si le développement du capital-risque en Belgique n'est en rien comparable à ce qu'il est au Royaume-Uni, les investissements dans ce domaine y ont enregistré une assez forte croissance en 1999. Exprimés en pourcentages du PIB, ils ont, pour la première fois, dépassé la moyenne européenne. En outre, ce sont plus de 400 entreprises belges qui ont bénéficié de cette forme de financement en 1999, contre 200 l'année précédente.

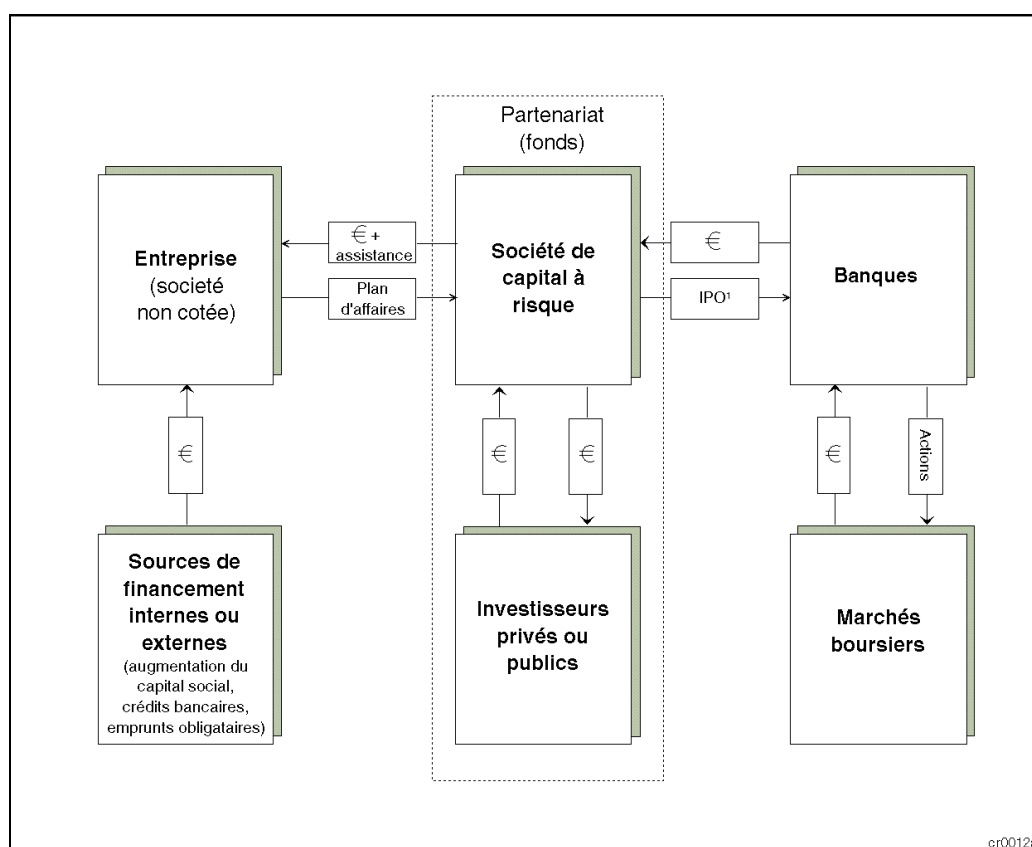
Cette étude visera dans une première partie, à exposer le mécanisme général du financement par capital-risque et à en présenter les principales caractéristiques. Ensuite, l'exploitation des données statistiques collectées par l'EVCA permettra de quantifier les particularités du capital-risque tant au niveau de l'Europe dans son ensemble qu'au niveau de quelques pays considérés séparément: la Belgique, l'Allemagne, les Pays-Bas, la France et le Royaume-Uni. Enfin, une dernière partie sera consacrée à l'étude des facteurs susceptibles d'influencer le développement du capital-risque, en procédant notamment à une comparaison du cadre fiscal et institutionnel en Belgique et dans les quatre pays voisins mentionnés ci-dessus.

1. MECANISME ET PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DU CAPITAL-RISQUE

1.1 Mécanisme général

Le capital-risque peut **se définir** comme un mode particulier de financement, par des investisseurs professionnels, d'entreprises non cotées en phase de création, de développement ou de transmission. Il prend, pour l'entreprise financée, la forme d'un apport de fonds propres et d'un partage des risques et des opportunités. Il s'inscrit dans une relation à long terme à travers laquelle l'investisseur a pour objectif de réaliser une plus-value, soit d'atteindre certains objectifs socio-économiques. Le bailleur de fonds ne remplit pas uniquement un rôle financier, dans la mesure où, dans de nombreux cas, il est également amené à s'acquitter d'une fonction d'assistance dans la gestion même de l'entreprise.

Graphique 1 - Mécanisme général de financement par capital-risque¹



¹ Accompagné d'un mécanisme de sortie par offre publique de vente (IPO ou "initial public offering") c'est-à-dire par l'introduction, sur un marché boursier, de la société financée par du venture capital.

Les capitaux investis par les sociétés spécialisées en capital-risque proviennent d'**investisseurs privés ou publics**. Ces investisseurs, qui sont les pourvoyeurs de fonds de la société, sont le plus souvent des banques, des fonds de pension, des compagnies d'assurances, des sociétés non financières ou les pouvoirs publics. Le capital-risque est généralement hors de portée des particuliers, compte tenu des risques qu'il comporte, de la durée et du manque de liquidité des investissements, et de l'importance des mises qu'il implique². Le principal objectif des investisseurs est la recherche d'un rendement plus élevé pour leur portefeuille, en affectant une partie de celui-ci à des opérations plus risquées et dont ils espèrent une rentabilité supérieure à la moyenne. Certaines sociétés spécialisées en venture capital n'ont cependant pas pour seul et unique objectif de maximiser leur profit. Ainsi, lorsque les pouvoirs publics investissent dans de telles opérations, d'autres éléments peuvent entrer en ligne de compte, comme le besoin de reconversion industrielle, le développement économique d'une région et la création d'emplois.

Les **investisseurs** ne sont pas nécessairement les **gestionnaires** de la société de capital-risque, même si dans certains cas les deux entités peuvent se confondre. A l'exemple de ce qui se pratique souvent aux Etats-Unis, lorsque les deux entités sont distinctes, leur partenariat peut prendre la forme de la constitution d'un fonds d'investissement dont la durée de vie est limitée le plus souvent à une dizaine d'années³. Aux Etats-Unis, il n'est pas rare que des sociétés de capital-risque gèrent plusieurs fonds, présentant ou non des stratégies similaires.

Les gestionnaires, dont l'indépendance vis-à-vis des bailleurs de fonds peut être plus ou moins grande, veillent essentiellement à sélectionner les entreprises dans lesquelles la société injecte des capitaux, et à en assurer le suivi. Les entreprises dont le "plan d'affaires" est sélectionné ne représentent qu'entre 1 et 5 p.c. des projets soumis à examen. Elles ne bénéficient alors pas uniquement d'un apport financier. Une caractéristique importante du capital-risque réside en effet dans le partenariat actif sur lequel il repose. La société de venture capital travaille en règle générale en relation étroite avec les entrepreneurs, leur assurant assistance technique, commerciale et administrative. D'après l'enquête susmentionnée de l'EVCA, seulement 12 p.c. des entreprises financées

² Ceci n'exclut pas que des investisseurs individuels puissent intervenir sur ce marché, soit directement ("angel investors"), soit indirectement par le biais de prises de participations dans des fonds spécialisés, tels les Pricafs en Belgique (cf. infra).

³ Lorsque la société de capital à risque se distingue des pourvoyeurs de fonds, elle retient une commission pour la rémunération de ses services.

par du capital-risque perçoivent l'investisseur comme un simple pourvoyeur de fonds, 52 p.c. comme un véritable partenaire.

Ce n'est pas tant les dividendes distribués que les **plus-values** escomptées qui constituent l'attrait du venture capital pour les investisseurs. L'investissement se fait sur une période de 5 à 10 ans, au terme de laquelle l'investisseur revendra sa participation à un partenaire commercial ou aux actionnaires d'origine. La plus-value peut également être réalisée par l'introduction en bourse de l'entreprise financée (offre publique de vente ou IPO). L'existence de mécanismes de sortie efficaces et liquides est souvent citée comme l'un des facteurs clefs de l'essor du venture capital. Il est certain que les investisseurs professionnels auront d'autant moins de réserves à investir dans une affaire que les possibilités qui leur sont offertes de réaliser la plus-value sur leur portefeuille sont multiples et diversifiées.

Pour la société qui y recourt, le financement par capital-risque offre une grande **souplesse**. Il permet souvent d'échelonner l'injection de capitaux dans une entreprise, au fur et à mesure des besoins. Ainsi, environ un tiers des financements en capital-risque constitue des prolongements d'investissements initiaux. Le venture capital présente aussi l'avantage d'augmenter les fonds propres, de sorte que la structure financière de l'entreprise s'en trouve renforcée et que l'appel ultérieur à d'éventuels crédits bancaires est facilité (effet de levier bancaire). En outre, l'entrepreneur qui fait appel à du capital-risque n'est pas contraint de dégager immédiatement une rentabilité financière pour permettre la rémunération de l'investisseur, celui-ci visant un rendement à long terme. La contrepartie est évidemment une certaine **perte de contrôle** : en ouvrant le capital à des investisseurs externes, les actionnaires de base doivent accepter certaines restrictions à leur pouvoir de décision⁴. Par ailleurs, la rentabilité des fonds propres apportés au départ par les fondateurs de la société ne sera maintenue que pour autant que le bénéfice augmente proportionnellement au total du capital, y compris le venture capital injecté dans la société. Si cette condition n'est pas rencontrée, le bénéfice revenant aux actionnaires de base se réduira (phénomène de dilution).

Compte tenu des caractéristiques de chaque mode de financement, le recours à l'emprunt auprès des banques ou l'appel au capital-risque ne doivent pas être considérés comme concurrents, mais plutôt comme complémentaires, une juste répartition entre les

⁴ En Belgique, il semblerait toutefois que les sociétés de capital-risque ont le plus souvent comme politique d'investissement de prendre des participations minoritaires dans les sociétés qu'elles financent.

diverses sources de fonds étant la plus à même d'assurer un développement continu et durable de l'entreprise.

1.2 Principales caractéristiques

Le mécanisme général qui vient d'être évoqué a déjà permis de mettre en évidence certaines particularités du venture capital. Il est aussi apparu que les opérations de financement par ce canal n'ont pas toujours la même nature. Elles peuvent ainsi être classées d'après certains critères. Ceux-ci font l'objet de cette section.

1.2.1 Le capital-risque destiné à financer des investissements

Le financement par du capital-risque peut être sollicité par des entreprises qui ont besoin de capitaux pour financer les diverses phases de leur développement. On distingue ainsi:

- le **seed financing** (amorçage): les capitaux nécessaires à ce stade de développement sont en règle générale peu importants, mais s'inscrivent dans le cadre d'un financement très risqué. Ils s'adressent aux entreprises qui se situent au tout premier stade de leur existence, lorsque la recherche et le développement d'un concept sont entamés, et des prototypes de produits mis au point;
- le **start-up financing** (démarrage): il concerne des entreprises créées depuis peu de temps. Les besoins en capitaux sont généralement importants, dans la mesure où le développement et la commercialisation initiale du produit doivent être assurés au cours de la phase de démarrage, sans que l'entreprise ait d'antécédents lui permettant d'accéder à un financement traditionnel;
- l'**expansion financing**: la société ayant acquis une expérience, des moyens financiers lui sont nécessaires pour assurer sa croissance, que ce soit au niveau du développement de ses moyens de production, de l'exploration de nouveaux marchés ou de la mise au point de nouveaux produits.

1.2.2 Le capital-risque destiné à financer des modifications de l'actionnariat

Certaines opérations en venture capital sont destinées à permettre une modification de l'actionnariat d'une entreprise. On distingue ainsi:

- le **replacement capital**: ce type de financement a pour objectif l'achat d'actions détenues par une autre société de capital-risque ou par un actionnaire qui souhaite se dégager d'une entreprise. Dans ce dernier cas, la société de capital-risque se porte acquéreur des titres dont l'un des actionnaires désire se défaire, dans le but de céder ultérieurement ses parts à un tiers. C'est une opération transitoire, afin de préparer un changement de mains des titres de la société;
- le **management buy-out** (MBO) ou rachat interne: par ce type d'opération, les cadres de l'entreprise ou des actionnaires déjà en place, souhaitant par exemple éviter l'intervention de repreneurs externes, se portent acquéreurs de tout ou partie du capital de leur entreprise. En France, les MBO sont encore appelées RES (rachat d'entreprises par les salariés). En règle générale, afin de racheter leur entreprise, les managers mettent les capitaux dont ils disposent en commun avec ceux apportés par la société de capital-risque, et se porteront ultérieurement acquéreurs des titres détenus par cette société. Les montages financiers peuvent parfois être complexes, combinant aux apports de capitaux, des emprunts bancaires, des emprunts obligataires convertibles ou encore des prêts subordonnés. La société de capital-risque peut ainsi moduler son intervention en associant plusieurs instruments financiers;
- le **management buy-in** (MBI) ou rachat externe: la reprise d'une entreprise se fait, dans ce cas, par une équipe de gestion externe à la société.

Il est important de remarquer que le venture capital tel qu'envisagé aux Etats-Unis n'inclut pas les opérations de rachat interne ou externe, ces dernières étant reprises dans la notion de "private equity". En Europe, les concepts de venture capital et de private equity sont généralement utilisés indifféremment⁵ et visent l'ensemble des opérations, en ce compris les MBO/MBI.

1.2.3 Les catégories de sociétés de capital-risque

Il existe plusieurs catégories de sociétés de capital-risque, d'après la structure de leur gestion et la répartition de leur capital:

⁵ Notamment par l'EVCA.

- les **sociétés indépendantes** (independent funds): ces sociétés constituent leur capital à partir de sources multiples et externes. Les investisseurs participant à ces fonds peuvent être des compagnies d'assurances, des fonds de pension, des investisseurs industriels ou privés. Plusieurs sociétés de ce type existent en Belgique, comme Advent Management, Euroventures Benelux, Halder Invest, IT-Partners, Profinpar, Sopartec ou encore la société E-Capital créée plus récemment, en 1999. Ces fonds peuvent aussi être des sociétés d'investissement cotées en bourse comme la pricaf Quest for Growth;
- les **sociétés semi-captives**: tout comme les sociétés indépendantes, elles gèrent les fonds qu'elles récoltent d'investisseurs externes à la société, mais agissent également pour le compte d'une maison mère, cette dernière étant une grande société industrielle ou une institution financière;
- les **sociétés captives**: ces sociétés agissent exclusivement pour le compte de leur maison mère. L'équipe de gestion forme un département ou une filiale de l'institution, et ses membres ont un statut d'employé. En Belgique, la plupart des grandes banques disposent effectivement d'une filiale spécialisée en venture capital: Synerfi/VIV et ISEP dont le capital est détenu à 100 p.c. par Fortis (anciennement filiales respectives de la Générale de Banque et de la CGER); Dexia Ventures filiale à 100 p.c. de Dexia; et Investco qui fait partie du groupe KBC;
- les **sociétés publiques**: ces sociétés lèvent tout ou partie de leur capital auprès des pouvoirs publics. Elles sont généralement mises en place pour atteindre des objectifs socio-économiques, tels que la création d'emplois ou la reconversion industrielle. L'intervention des pouvoirs publics est importante en Belgique, au travers des sociétés régionales que sont la GIMV (Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen), la SRIB (Société Régionale d'Investissement de Bruxelles) et la SRIW (Société Régionale d'Investissement de Wallonie) et ses huit invests sous-régionaux: Hoccinvest, Invest Borinage-Centre, Investsud, Nivelinvest, Meusinvest, Ostbelgieninvest, Sambrinvest et SIBS (Société d'Investissement de la Basse-Sambre). La SRIW est également partie prenante du fonds Start-It, lancé dans le courant de l'année 1999. Ce fonds, destiné au financement de sociétés en phase de démarrage dans le secteur de la haute-technologie, présente la particularité de combiner des capitaux publics et privés et d'impliquer les universités de la Communauté française.

1.2.4 Les mécanismes de sortie

Les intervenants en capital-risque escomptent réaliser une importante plus-value lors de la réalisation de leur investissement. Il existe plusieurs mécanismes de sortie. Le premier d'entre eux est la **vente de gré à gré**, qui peut se faire aux actionnaires de la société déjà en place ("management buy-back") ou, comme c'est plus souvent le cas, à une société industrielle ou de services ("trade sale"). Celle-ci peut se porter acquéreur pour des motifs financiers, mais aussi pour pouvoir accéder par exemple à une nouvelle technologie ou compléter la gamme de ses produits.

Les interventions des sociétés de capital-risque sont qualifiées de "**contractuelles**" lorsque ces sociétés prévoient des clauses de rachat, à terme, de leurs titres par l'actionnaire majoritaire de l'entreprise (rémunération endogène des capitaux). Elles sont par contre dites "**ouvertes**" lorsque l'objectif est de vendre les titres à des personnes étrangères à la société financée (rémunération exogène des capitaux).

La société de capital-risque peut également réaliser son investissement au travers d'une **offre publique de vente** (IPO) sur les marchés de valeurs mobilières. L'introduction en bourse est peut-être considérée comme la porte de sortie la plus valorisante, mais n'est pas aussi fréquente que la vente de gré à gré. La solidité du marché des offres publiques de vente constitue une des composantes les plus déterminantes de la rentabilité du venture capital. Non seulement les IPO jouent un rôle direct en tant que porte de sortie, mais peuvent également servir de référence lors de la détermination du prix de sociétés analogues pour lesquelles d'autres modes de désinvestissement seraient envisagés.

La majorité des sociétés financées par du venture capital qui s'introduisent en bourse le sont le plus souvent sur des marchés parallèles et non pas sur le marché principal. Ces marchés parallèles, aussi appelés seconds marchés, revêtent par conséquent une importance particulière. Ils feront l'objet d'une analyse plus détaillée dans la troisième partie de l'étude.

2. LE CAPITAL-RISQUE EN BELGIQUE ET A L'ETRANGER

2.1 Le capital-risque en Europe et aux Etats-Unis

Le capital-risque trouve ses fondements aux Etats-Unis. Il s'y est développé lentement depuis l'après-guerre jusqu'à la fin des années septante, mais a enregistré une très forte croissance par la suite. Celle-ci a été particulièrement vive au cours des années quatre-vingt. Les fonds récoltés annuellement par les sociétés spécialisées sont ainsi passés de 300 millions de dollars en 1978 à plus de 5 milliards de dollars en moyenne sur la période 1982-1986⁶. L'encours de capital risque serait passé de 4,5 milliards de dollars en 1980 à 36 milliards de dollars en 1990⁷. Cette expansion du marché du venture capital aux Etats-Unis est allée de pair avec le développement du marché américain des IPO⁸. Entre 1969 et 1992, plus de 900 firmes ont été introduites sur le marché boursier. La progression du marché du capital-risque s'est stabilisée au début des années nonante, et d'aucuns estiment aujourd'hui qu'il s'agit d'un marché arrivé à maturité, bien qu'une assez nette reprise de l'activité ait été enregistrée au cours des dernières années. De 1994 à 1998, 52 milliards de dollars ont été investis dans plus de 6.000 entreprises⁹.

Deux facteurs principaux ont contribué à la forte progression du marché américain du venture capital à la fin des années septante. D'une part, le "Revenue Act" de 1978 a fortement réduit le taux de taxation des plus-values et a introduit une incitation fiscale pour les investissements à long terme en actions. D'autre part, une nouvelle réglementation des placements des fonds de pension a progressivement été mise en place entre 1974 et 1980, autorisant notamment ces derniers à effectuer des placements plus risqués.

Le développement du capital-risque a été beaucoup plus lent en Europe qu'aux Etats-Unis, à l'exception toutefois du Royaume-Uni. Certes, tous les pays européens disposent aujourd'hui d'un réseau de capital-risque, mais celui-ci est dans nombre d'entre eux d'une taille sans commune mesure avec celle des marchés américain et britannique. L'un des éléments communs aux Etats-Unis et au Royaume-Uni est sans conteste qu'ils disposent de marchés boursiers particulièrement actifs.

⁶ Viala P. (1998).

⁷ OECD (1996).

⁸ La corrélation positive entre les offres publiques de vente d'entreprises ayant bénéficié de venture capital et les fonds mis à la disposition des sociétés en capital-risque est mise en évidence par Black et Gilson (1998).

⁹ Venture Economics News, 2 mars 1999.

En dépit du fait qu'il est malaisé de rapprocher les données relatives à l'Europe et aux Etats-Unis parce que les deux continents présentent des structures de marchés différentes, parce qu'ils disposent de leurs propres canaux de collecte de statistiques, ou encore parce qu'ils utilisent des définitions parfois divergentes, une comparaison sommaire du venture capital et de son environnement en Europe et aux Etats-Unis a été opérée au travers de quelques indicateurs. Il apparaît ainsi qu'en 1997, le nombre de sociétés spécialisées en capital-risque était estimé à 686 en Europe, contre 1.800 aux Etats-Unis.

Tableau 2 - Le capital-risque et son environnement en Europe et aux Etats-Unis

	Europe ¹	Etats-Unis
Nombre de sociétés spécialisées en venture capital en 1997	686	1.800
Investissements réalisés en 1999 (pourcentage du PIB) ²	0,14	0,39
"Nouveaux" marchés boursiers: capitalisation boursière fin 1999 (pourcentage du PIB)	3	56
Proportion des désinvestissements par offre publique de vente en 1997 (pourcentage du montant total des désinvestissements)	15	38
(pourcentage du nombre total de désinvestissements)	9	57
Fonds récoltés auprès des fonds de pensions et compagnies d'assurances en 1997 (pourcentage du total des fonds récoltés)	42	44

Sources: Bannock Consulting, Commission européenne, EVCA, International Federation of Stock Exchanges.

¹ Dans ce tableau, l'Europe vise les 15 pays de l'UE à l'exclusion du Luxembourg.

² A l'exclusion des opérations de rachat interne ou externe (MBO/MBI).

Si l'on exclut les opérations de rachat interne ou externe afin d'assurer la comparabilité des statistiques¹⁰, les investissements réalisés au niveau européen ont représenté 0,14 p.c. du PIB en 1999, contre 0,39 p.c. aux Etats-Unis.

Le développement très important des "nouveaux" marchés boursiers spécialisés en sociétés de croissance peut quant à lui être illustré par leur capitalisation exprimée en pourcentage du PIB. Celle-ci était de 56 p.c. aux Etats-Unis, contre seulement 3 p.c. en

¹⁰ Pour rappel, la notion de venture capital utilisée aux Etats-Unis, contrairement à celle utilisée en Europe, exclut les opérations de rachat interne ou externe (cf. section 1.2.2).

Europe. L'activité de ces marchés se reflète également au travers de la proportion des désinvestissements des sociétés de capital-risque par offre publique de vente. Pour plus de la moitié du nombre total de ces désinvestissements, les investisseurs ont choisi en 1997 la voie de l'offre publique de vente aux Etats-Unis. En Europe, cette forme de désinvestissement n'a concerné que 9 p.c. du total des désengagements.

Enfin, si le rôle joué par les fonds de pension et compagnies d'assurances dans le marché américain du venture capital est souvent souligné, il est intéressant de remarquer que la proportion des fonds récoltés auprès de ces deux catégories d'investisseurs n'est pas fondamentalement différente sur les deux continents, se chiffrant en 1997 à 42 et 44 p.c. Toutefois, il convient de préciser que le pourcentage européen est très fortement influencé par les données relatives au Royaume-Uni, où les investisseurs institutionnels sont particulièrement actifs sur le marché du capital-risque (cf. infra).

2.2 Le capital-risque en Belgique et dans quelques autres pays européens

2.2.1 Précisions méthodologiques et aperçu général

Cette partie de l'étude repose sur les statistiques annuelles élaborées par l'EVCA. Ces statistiques résultent d'une enquête menée auprès des sociétés ou fonds de capital-risque, qu'ils soient ou non membres d'une association nationale ou de l'EVCA elle-même. Afin de pallier les non-réponses, l'EVCA complète éventuellement les données obtenues par voie d'enquête au moyen de l'information publique sur l'un ou l'autre intervenant important ou de l'inférence statistique. Les statistiques de l'EVCA se veulent ainsi être les plus représentatives des marchés de capital-risque dans dix-sept pays européens. Il s'agit en fait des pays de l'Europe des quinze, à l'exclusion du Luxembourg, auxquels s'ajoutent la Norvège, la Suisse et l'Islande¹¹.

Le critère prévalant pour l'enregistrement des données est la localisation géographique de la société gestionnaire du capital-risque, que cette société récolte ses capitaux et/ou investisse sur son marché domestique ou à l'étranger. Si la collecte de fonds et/ou l'investissement est réalisé au travers d'une filiale implantée dans un autre pays, ils sont comptabilisés dans les statistiques de cet autre pays.

¹¹ Le rapport de l'EVCA présente aussi, depuis son édition de 1999, les résultats d'une enquête relative à quatre pays de l'Europe centrale et, pour la première fois dans son édition de 2000, ceux d'une enquête-pilote menée auprès de sociétés américaines qui disposent de bureaux de représentation en Europe ou de fonds spécifiquement consacrés à des investissements en Europe.

Les statistiques de l'EVCA constituent les données les plus exhaustives et les mieux harmonisées dont on puisse disposer. Il convient toutefois de garder à l'esprit que, comme dans tout exercice de ce genre, l'harmonisation n'est jamais parfaite. De plus, même si l'EVCA tente d'appréhender la totalité du marché, la couverture de ce dernier reste incomplète¹².

En ce qui concerne les données relatives à la Belgique, une trentaine de sociétés ont été contactées par l'EVCA pour l'enquête relative à l'année 1999. Le taux de réponse fut supérieur, en ce qui concerne les sociétés actives en Belgique, à la moyenne européenne qui s'est chiffrée à 73 p.c. Le nombre total de sociétés actives sur le marché du venture capital en Belgique reste incertain. Toutes ces sociétés ne sont en effet pas membres de l'EVCA ou de la BVA (Belgian Venturing Association). Certaines études évaluent ce nombre à une centaine. Il n'est pas à exclure que la représentativité des statistiques de l'EVCA concernant le marché belge du capital-risque soit relativement moins bonne que celle concernant d'autres pays. En annexe figure une liste non exhaustive de sociétés actives en Belgique, avec quelques renseignements les concernant.

Enfin, les données ne sont pas toujours parfaitement comparables d'une année à l'autre. Ainsi, les procédures de l'enquête ont été modifiées à l'occasion de la collecte des données relatives à 1998. De plus, le contenu des statistiques a été élargi à partir de cette même année afin de tenir compte des prêts, octroyés par les sociétés de venture capital, non couverts par une garantie ou un collatéral ("unsecured debt investments"). Le biais de cette extension de la définition du venture capital par l'EVCA est toutefois très limité dans la plupart des pays¹³.

L'importance du capital-risque en Belgique peut être appréciée par comparaison avec la situation observée au niveau de l'ensemble de l'Europe. Trois agrégats sont considérés à ce stade : les fonds récoltés, les investissements et les désinvestissements.

Il ressort des statistiques de l'EVCA que les **fonds récoltés** en Belgique depuis 1993 n'ont cessé de croître (sauf en 1994) passant de 0,10 milliard € à 0,77 milliard € en 1999. Leur progression a été particulièrement vive au cours des deux dernières années

¹² Cf. EVCA 1997 Yearbook, p.62 : "... it should be noted that the response rate for Switzerland and Sweden was considerably better than it was last year which accounts for at least part of the growth in these markets."

¹³ La part des prêts non couverts par une garantie ou un collatéral dans le total des investissements de 1998 est de 1,4 p.c. en Belgique, 5,9 p.c. en France, 2,4 p.c. aux Pays-Bas et 8,2 p.c. au Royaume-Uni. Faute de données, la notion de venture capital n'a pas été élargie en ce qui concerne l'Allemagne.

sous revue. En moyenne entre 1993 et 1999, ils ont représenté 2,2 p.c. des fonds collectés au niveau européen. Si l'on tient compte de la taille de l'économie, la Belgique affiche, sur l'ensemble de la période, un léger retard par rapport à l'Europe, puisque, exprimés en pourcentage du PIB, ces fonds se sont en moyenne élevés à 0,12, contre 0,16 p.c. pour l'ensemble des pays européens. Un renversement de tendance est toutefois survenu en 1999, les fonds récoltés en Belgique ayant dépassé, en proportion du PIB, ceux levés en moyenne en Europe.

Tableau 3 - Indicateurs généraux du capital-risque: comparaison Europe-Belgique¹

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1993-1999
Fonds récoltés								
<i>milliards d'euros</i>								
Europe	3,44	6,48	4,20	7,75	20,10	20,48	25,40	
Belgique	0,10	0,09	0,15	0,18	0,19	0,42	0,77	
p.m. Belgique par rapport à Europe	3,0%	1,4%	3,6%	2,3%	1,0%	2,0%	3,0%	2,2%
<i>pourcentages du PIB</i>								
Europe	0,05	0,10	0,06	0,11	0,26	0,26	0,31	0,16
Belgique	0,06	0,05	0,08	0,09	0,09	0,19	0,33	0,12
Investissements								
<i>milliards d'euros</i>								
Europe	4,13	5,35	5,30	6,61	9,70	14,56	25,12	
Belgique	0,09	0,11	0,11	0,11	0,18	0,26	0,67	
p.m. Belgique par rapport à Europe	2,3%	2,0%	2,0%	1,6%	1,9%	1,8%	2,7%	2,2%
<i>pourcentages du PIB</i>								
Europe	0,06	0,08	0,08	0,09	0,13	0,18	0,30	0,13
Belgique	0,05	0,05	0,05	0,05	0,08	0,12	0,29	0,10
Nombre d'investissements								
<i>unités</i>								
Europe	5.436	5.683	4.955	5.686	6.252	7.628	11.253	
Belgique	131	118	133	158	169	233	504	
p.m. Belgique par rapport à Europe	2,4%	2,1%	2,7%	2,8%	2,7%	3,1%	4,5%	2,6%
Désinvestissements²								
<i>milliards d'euros</i>								
Europe	3,12	3,08	2,98	3,47	5,84	7,02	8,62	
Belgique	0,08	0,04	0,06	0,08	0,03	0,11	0,07	
p.m. Belgique par rapport à Europe	2,5%	1,4%	1,9%	2,3%	0,6%	1,5%	0,9%	1,4%
<i>pourcentages du PIB</i>								
Europe	0,05	0,05	0,05	0,05	0,08	0,09	0,10	0,07
Belgique	0,04	0,02	0,03	0,04	0,02	0,05	0,03	0,03

Source: EVCA.

¹ Europe: les 15 pays de l'Union, à l'exclusion du Luxembourg, plus la Norvège, l'Islande et la Suisse.

² Évalués au coût historique de l'investissement.

Il apparaît également que le marché du capital-risque est extrêmement volatil. En 1995, l'ensemble des pays européens a récolté 2,28 milliards € de fonds en moins que l'année précédente, mais en 1996, les fonds récoltés avaient progressé de 3,55 milliards €. Les années 1997, 1998 et plus encore 1999 ont en outre été exceptionnelles puisqu'en Europe, 20 à 25 milliards € de capitaux ont été récoltés annuellement, contre moins de 8 milliards € en 1996¹⁴. Il est à noter que les fonds collectés comprennent les éventuels réinvestissements (y compris, le cas échéant, les gains en capital réalisés).

Il convient de nuancer quelque peu les statistiques relatives à la collecte de capitaux. L'EVCA applique en effet certains principes méthodologiques en la matière, qui ne sont pas sans influence sur l'évaluation du capital-risque dans chacun des pays, et probablement plus encore en Belgique. Dans le cas des sociétés captives dépendant de banques, de fonds de pension ou de compagnies d'assurances, l'EVCA fait l'hypothèse que les capitaux levés au cours d'une année correspondent aux investissements réalisés au cours de la même année. Dans le cas des sociétés semi-captives, seul l'apport de fonds des investisseurs externes à l'entreprise est pris en compte, aucun apport n'étant comptabilisé en ce qui concerne l'investisseur "interne". Dans le cas des sociétés publiques, aucun flux n'est enregistré au niveau de la collecte des fonds. Il en résulte par conséquent que les apports de capitaux émanant des autorités publiques ne sont recensés que pour autant qu'ils transitent par des sociétés indépendantes ou lorsque les pouvoirs publics agissent comme investisseur externe à une société semi-captive. Les apports de fonds sont par conséquent l'objet d'une sous-estimation, générale pour l'ensemble des pays, mais qui est peut-être plus marquée encore en Belgique, compte tenu de l'importance relative des sociétés publiques d'investissements (cf. infra).

La sous-estimation des fonds récoltés ne se reproduit pas au niveau du recensement des investissements, qui est, en principe, exhaustif. Tous les financements réalisés sont en effet recensés dans la statistique, qu'ils soient le fait d'une société indépendante, semi-captive, captive ou publique. Outre ces différences de couverture, un autre élément explique l'écart existant entre la statistique des fonds collectés et celle des investissements : c'est le décalage temporel qui existe généralement entre la collecte des fonds et la réalisation des investissements, si ce n'est, par hypothèse, dans le cas des

¹⁴ En 1997, près de 90 p.c. de la hausse des fonds récoltés a trouvé son origine au Royaume-Uni et en Allemagne. En 1998, c'est principalement en France que les capitaux collectés ont été beaucoup plus élevés que par le passé, alors qu'ils se réduisaient au Royaume-Uni. En 1999, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie ont contribué pour plus de 70 p.c. à la hausse des fonds levés.

sociétés captives (cf. supra). L'influence de cet élément a été particulièrement visible au cours de la période 1997-1998, où la forte croissance des fonds collectés s'est reflétée avec retard sur celle des investissements. On peut considérer qu'il existait, à la fin de 1999, un volume important de capital-risque disponible en Europe. La poursuite de la progression des financements aux cours des années à venir est par conséquent fort probable.

Sur l'ensemble de la période 1993-1999, le niveau des *investissements* en Belgique a représenté en moyenne 2,2 p.c. du niveau européen. Entre ces deux années, la progression des investissements a été fort rapide tant en Belgique que dans l'ensemble de l'Europe, se chiffrant respectivement à 39 et 35 p.c. en moyenne par an. La hausse a été particulièrement vive en 1999, se chiffrant respectivement à 158 et 72 p.c.

Les *désinvestissements*, qui sont comptabilisés au coût historique de l'investissement, c'est-à-dire à l'exclusion des éventuelles plus-values (ou moins-values), ont oscillé en Belgique entre 30 et 110 millions € par an, représentant en moyenne sur la période 1993-1999 1,4 p.c. du niveau global européen. Ce pourcentage est inférieur à celui enregistré pour les investissements. Au surplus, en évolution, la stagnation voire le repli des désengagements en Belgique contraste avec la progression enregistrée au niveau européen. Ceci pourrait être le reflet d'une plus grande difficulté pour les investisseurs en capital-risque à réaliser leurs placements en Belgique. Cela pourrait également refléter une stratégie différente de la part des pouvoirs publics, dont le rôle comme investisseur en venture capital est relativement important en Belgique.

Ce premier aperçu du marché du capital-risque, européen et belge en particulier, peut être complété en examinant quels sont les pays les plus actifs sur ce marché. Il ressort du tableau 4 que les sociétés de venture capital établies au Royaume-Uni occupent la première position, tant en ce qui concerne les fonds qu'elles récoltent que les investissements réalisés. Les uns et les autres ont représenté en 1999 respectivement 0,74 et 0,87 p.c. du PIB, contre une moyenne européenne de quelque 0,30 p.c. En termes absolus, parmi les 17 pays européens participant à l'enquête de l'EVCA, la Belgique se situe en septième position derrière le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suède. Le classement lui est plus favorable lorsque les volumes d'activité sont rapportés au PIB.

Tableau 4 - Principaux pays européens actifs sur le marché du capital-risque en 1999

	Fonds récoltés				Investissements			
	d'après le pays de gestion		d'après le pays d'origine des fonds ¹		d'après le pays de gestion		d'après le pays bénéficiaire ²	
	millions d'euros	pourcentages du PIB	millions d'euros	pourcentages du PIB	millions d'euros	pourcentages du PIB	millions d'euros	pourcentages du PIB
Europe	25.401	0,31	19.909	0,24	25.117	0,30	23.728	0,29
dont :								
Royaume-Uni	9.870	0,74	4.057	0,31	11.501	0,87	9.040	0,68
France	4.278	0,32	3.554	0,26	2.817	0,21	2.741	0,20
Allemagne	3.812	0,23	3.613	0,18	3.159	0,16	2.582	0,13
Italie	1.755	0,16	831	0,08	1.779	0,16	1.909	0,18
Pays-Bas	1.057	0,29	2.057	0,56	1.710	0,46	1.572	0,42
Suède	990	0,45	513	0,23	1.277	0,57	1.225	0,55
Belgique	772	0,33	740	0,32	673	0,29	617	0,27
Asie			242				96	
Canada			253				22	
Israël			5				26	
Etats-Unis			4.079				724	
Autres pays			911				520	
Total pays non-européens			5.492				1.388	
Total général			25.401				25.116	

Source : EVCA.

¹ Les fonds récoltés dans chacun des pays peuvent être gérés par des sociétés établies ou non dans le pays d'origine des fonds.

² Les investissements dont bénéficient un pays peuvent être le fait de sociétés établies ou non dans ce pays.

L'importante implication des sociétés britanniques dans le marché du capital-risque est bien connue. Il convient toutefois de remarquer que les sociétés de venture capital établies au Royaume-Uni gèrent un volume considérable de capitaux en provenance d'autres pays, très probablement en grande partie des Etats-Unis. Elles ont géré pour près de 10 milliards € de fonds en 1999, mais seulement 4 milliards des capitaux étaient d'origine britannique¹⁵. Si l'on considère l'origine des fonds consacrés au venture capital, la contribution du Royaume-Uni au marché du capital-risque se rapproche alors, en termes absolus, de celle de pays comme l'Allemagne et la France. Il est à remarquer qu'en Belgique le volume de fonds gérés n'est pas très différent de l'apport de capitaux belges au marché. A l'inverse de ce qui est observé au Royaume-Uni, l'apport de fonds par des intervenants néerlandais est près de deux fois plus important que le volume des capitaux gérés aux Pays-Bas.

Les marchés nationaux semblent plus "étanches" en ce qui concerne les investissements qu'en ce qui concerne les fonds collectés. Il semble en effet qu'en 1999, une plus grande correspondance ait été observée entre les investissements réalisés par les sociétés de venture capital localisées dans un pays et ceux dont ont effectivement bénéficié les entreprises de ce pays. Une certaine mobilité des capitaux n'est toutefois pas à exclure; les entreprises situées dans un pays pouvant bénéficier de financements en provenance de sociétés de capital-risque domestiques ou étrangères.

Dans la suite de cette étude, la situation observée en Belgique sera évaluée par comparaison, non seulement avec l'ensemble des pays européens, mais aussi avec certains d'entre eux en particulier. Outre la Belgique, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France et les Pays-Bas seront ainsi spécifiquement examinés dans la suite de l'analyse.

Les principales étapes de la mobilisation du capital-risque seront étudiées en se référant, le plus souvent, aux données enregistrées en moyenne sur l'ensemble de la période 1993-1999. Les spécificités du marché du capital-risque sont en effet fort fluctuantes d'une année à l'autre dans chacun des pays envisagés, de sorte qu'il n'est pas apparu opportun de se référer aux seules données de la dernière année disponible, de même qu'il n'a pas semblé propice de présenter des évolutions temporelles. Celles-ci ne

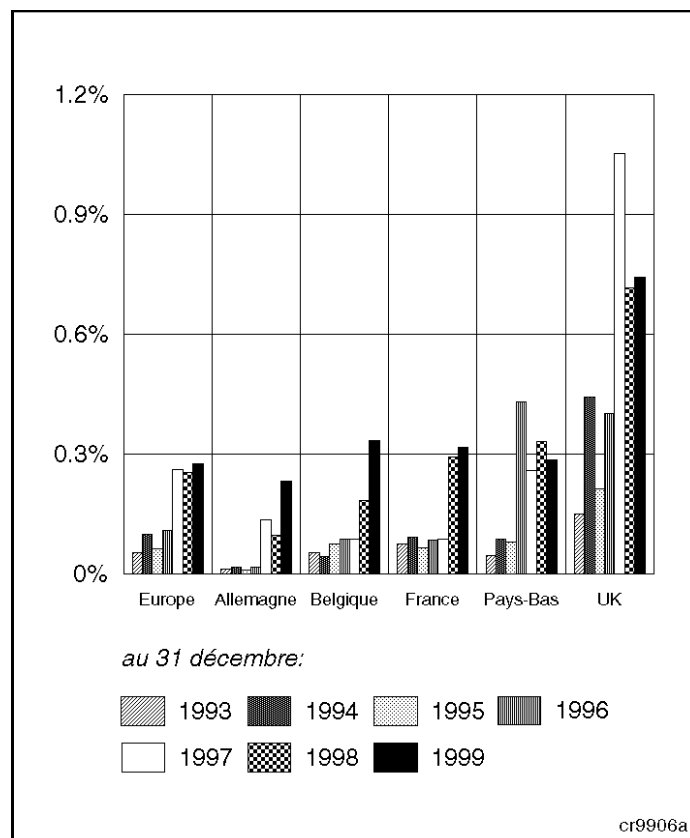
¹⁵ Ces capitaux récoltés au Royaume-Uni pouvant être gérés par des sociétés britanniques (auquel cas, ils sont repris dans les 9,9 milliards € de fonds gérés au Royaume-Uni), ou par des sociétés établies dans d'autres pays (auquel cas, ils sont comptabilisés dans un autre pays de gestion des fonds).

seront explicitement commentées que lorsqu'elles permettent de dégager une tendance claire.

2.2.2 Collecte de fonds

L'analyse par pays met en relief le degré différent de maturité des marchés nationaux. Comme cela est déjà ressorti du tableau 4, c'est clairement au Royaume-Uni que le venture capital est le plus développé (compte tenu du critère d'implantation des sociétés retenu par l'EVCA). L'expansion du marché s'y est effectuée plus tôt que dans le reste de l'Europe et les montants collectés y sont plus importants. Aux Pays-Bas, le volume des capitaux collectés chaque année a crû à partir de 1996, un mouvement comparable n'étant perceptible que un ou deux ans plus tard en Allemagne, en Belgique et en France. La Belgique s'est ainsi trouvée devancée par les Pays-Bas, alors que, dans ces deux pays, les capitaux injectés dans le venture capital étaient encore comparables en 1995. Le marché du capital-risque apparaît proportionnellement plus limité en Allemagne. Exprimés en pourcentage du PIB, les fonds récoltés annuellement y sont les moins élevés des cinq pays envisagés.

Graphique 2 - Fonds récoltés par les sociétés spécialisées en capital-risque
(pourcentages du PIB)



Source: EVCA.

Dans l'ensemble de l'Europe, ce sont les banques et les fonds de pensions qui sont les principaux pourvoyeurs de capitaux. En moyenne, de 1993 à 1999, leur apport a représenté respectivement 31 et 25 p.c. des capitaux récoltés. Cette distribution, au niveau de l'ensemble de l'Europe, est toutefois fortement influencée par le seul marché britannique, dont la prépondérance a déjà été soulignée. Or, au Royaume-Uni, les fonds de pension sont très actifs sur le marché du venture capital (37 p.c. des fonds collectés en moyenne), alors que les banques sont moins présentes (21 p.c.). Par conséquent, la distribution des fonds collectés suivant les différentes catégories d'investisseurs est tout autre au niveau de l'Europe continentale. Ainsi, 42 p.c. des fonds proviennent des banques, tandis que 12 p.c. seulement correspondent à des investissements de fonds de pension. Il s'agit d'un élément essentiel qui distingue le marché du venture capital en Europe continentale des marchés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

A première vue, les principaux pourvoyeurs de capitaux en Belgique ne sont pas fondamentalement différents de ceux présents sur l'ensemble des marchés européens à l'exclusion du Royaume-Uni. La principale différence semble être une moindre intervention des fonds de pension et des compagnies d'assurances en Belgique (9 p.c. des capitaux levés, contre 25 p.c. en Europe continentale), compensée par une présence plus importante des entreprises et des particuliers (26 p.c. contre 18 p.c.) et des pouvoirs publics (10 p.c. contre 6 p.c.). Le rôle effectif des pouvoirs publics belges est toutefois fortement sous-estimé du fait de la méthodologie appliquée par l'EVCA pour évaluer les contributions des différentes catégories d'investisseurs, qui ne prend en considération les apports publics que pour autant qu'ils transitent par les sociétés indépendantes ou semi-captives. L'intervention effective des pouvoirs publics sur le marché du venture capital sera davantage mise en relief dans les données relatives aux investissements (cf. infra).

Enfin, les entreprises, les particuliers et les institutions universitaires apportent, en général, relativement peu de fonds au marché du venture capital. C'est en Belgique que leur participation au marché du capital risque est la plus élevée des pays envisagés. Ce constat est encore plus flagrant si l'on considère la seule année 1999: ces trois secteurs réunis ont apporté 245 millions € de nouveaux capitaux sur un total de 495 millions¹⁶. Le rôle des institutions universitaires, s'il reste marginal, s'est sensiblement accru l'année dernière dans notre pays, témoignant peut-être d'une nouvelle attitude assez positive à l'égard de l'utilisation commerciale des produits de la recherche universitaire.

¹⁶ A l'exclusion des gains en capitaux réinvestis.

Tableau 5 - Ventilation des fonds récoltés suivant la catégorie d'investisseurs
(pourcentages du total¹, moyenne 1993-1999)

	Europe	Royaume-Uni	Europe hors Royaume-Uni	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas
Banques	31,2	20,5	41,8	44,7	41,1	44,9	56,6
Fonds de pension	24,6	36,9	12,3	16,6	4,1	12,1	9,9
Compagnies d'assurances	13,8	15,2	12,7	10,7	4,6	16,3	19,3
Organismes publics	4,3	2,9	5,6	7,8	9,5	2,4	0,8 ²
Entreprises	10,1	10,0	10,0	8,3	13,8	10,7	2,5 ²
Particuliers	6,2	4,4	8,1	7,7	12,6	4,5	3,4
Institutions universitaires	0,6	1,0	0,3	0,0	2,4	0,2	0,1
Autres	9,2	9,2	9,1	4,3	12,1	8,9	7,4
Total des fonds récoltés	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>p.m. gains en capitaux réinvestis</i>	(10,2)	(7,4) ³	(15,8)	(n.d.)	(37,8)	(30,9)	(19,5)

Sources: EVCA, BNB.

¹ Pour tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, les statistiques isolent le montant des gains en capitaux réalisés faisant l'objet d'un réinvestissement, sans répartir celui-ci par catégorie d'investisseur. Pour assurer une certaine comparabilité des données avec l'Allemagne, ces gains ont été réaffectés aux diverses catégories d'investisseurs au prorata de leur part respective dans le total des fonds récoltés à l'exclusion des gains réinvestis.

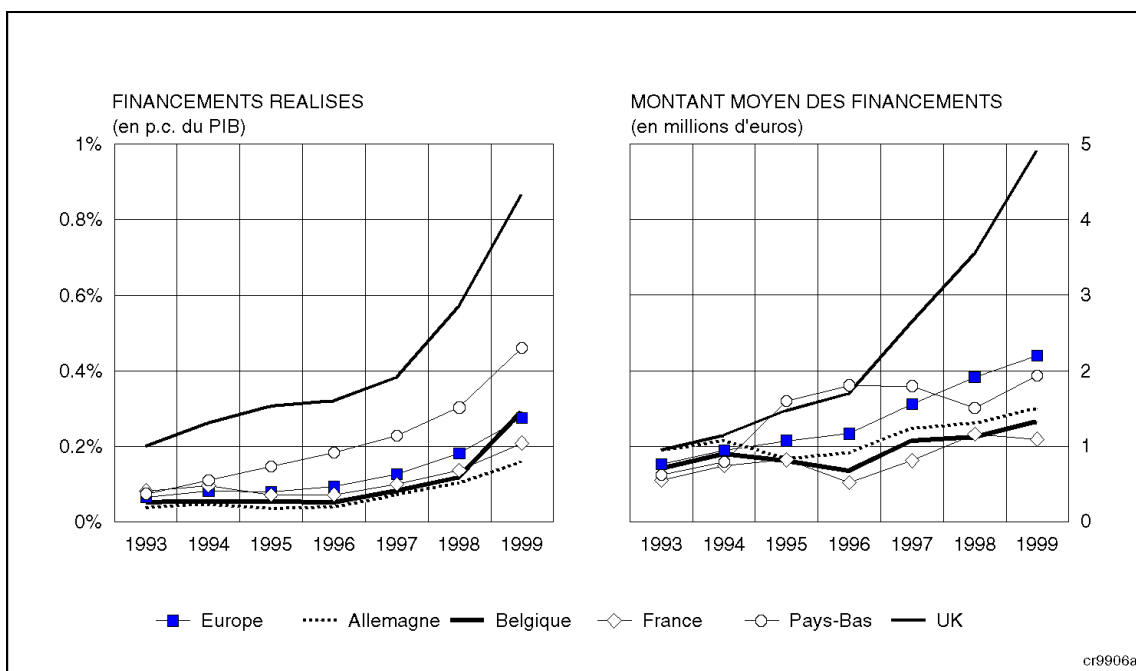
² Ces pourcentages sont indicatifs, les données étant indisponibles pour les années 1996 et 1997.

³ Moyenne 1993-1997.

2.2.3 Investissements

La hausse des investissements réalisés par les sociétés de capital-risque, exprimés en pourcentage du PIB, a été la plus forte au Royaume-Uni, où les financements en venture capital sont passés de 0,2 p.c. en 1993 à 0,87 p.c. en 1999, et aux Pays-Bas, où ils s'élevaient en 1999 à 0,46 p.c. alors qu'ils représentaient en 1993 seulement 0,08 p.c., niveau qui était alors du même ordre de grandeur que celui enregistré dans les autres pays et dans l'ensemble de l'Europe. Dans ces derniers, à l'inverse des Pays-Bas, les investissements en capital-risque ont stagné jusqu'en 1996. Ce n'est qu'à partir de 1997 qu'ils ont progressé en pourcentage du PIB, une très forte hausse étant par ailleurs survenue en 1999 en Belgique.

Graphique 3 - Investissements réalisés par les sociétés spécialisées en capital-risque



Source: EVCA.

Le montant moyen des investissements réalisés par les sociétés belges spécialisées en venture capital a oscillé, entre 1993 et 1999, entre 700.000 € et 1,3 million €. Seules les sociétés de capital-risque françaises ont tendance à investir des montants moyens légèrement plus faibles. Les financements moyens des sociétés allemandes ne sont que légèrement plus élevés que ceux des sociétés belges, mais ceux des sociétés hollandaises leur sont nettement supérieurs, de l'ordre de 1,8 million € au

cours des quatre dernières années. Une fois encore, le marché britannique se distingue, puisque le montant moyen des financements y est beaucoup plus élevé que dans les autres pays: après trois années consécutives de forte hausse, il s'est chiffré en 1999 à près de 5 millions €

Tableau 6 - Distribution des financements suivant la phase de développement de l'entreprise
(pourcentages du total général, moyenne 1993-1999)

Nombre d'investissements

	Europe	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Premiers stades						
Seed (amorçage)	3,8	11,9	4,5	1,2	2,0	0,8
Start-up (démarrage)	21,5	31,8	38,0	18,0	29,3	7,3
Total des premiers stades	25,3	43,7	42,5	19,3	31,3	8,1
Stades ultérieurs						
Expansion	48,4	47,3	44,8	49,2	45,1	48,3
Remplacement	7,2	n.d. ¹	8,9	13,0	n.d. ²	7,1
MBO/MBI (rachat interne ou externe)	19,2	8,9	3,8	18,5	23,6	36,5
Total des stades ultérieurs	74,7	56,3	57,5	80,7	68,7	91,9

Montant des investissements

	Europe	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Premiers stades						
Seed (amorçage)	1,2	4,9	4,5	0,8	0,8	0,2
Start-up (démarrage)	8,4	16,5	24,0	10,0	16,7	1,9
Total des premiers stades	9,7	21,5	28,5	10,8	17,5	2,1
Stades ultérieurs						
Expansion	34,2	52,4	57,2	39,2	42,9	22,2
Remplacement	6,5	n.d. ¹	7,8	12,7	n.d. ²	4,9
MBO/MBI (rachat interne ou externe)	49,6	26,1	6,5	37,3	39,6	70,7
Total des stades ultérieurs	90,3	78,5	71,5	89,2	82,5	97,9

Source: EVCA.

¹ Les données sur les investissements liés au "remplacement" ne sont disponibles que pour 1998 et 1999 (représentant quelque 3,5 p.c. du montant des investissements et 1,8 p.c. du nombre d'investissements). Pour le calcul de la moyenne sur la période 1993-1999, ces données ont été globalisées avec les MBO/MBI.

² Les données sur les investissements liés au "remplacement" ne sont disponibles que pour 1998 et 1999 (la moyenne pour les deux années s'élevant à quelque 20 p.c. du montant des investissements et environ 15 p.c. du nombre d'investissements). Pour le calcul de la moyenne sur la période 1993-1999, ces données ont été globalisées avec les MBO/MBI.

La nature des opérations que finance le venture capital n'est pas sans influence sur le montant moyen des investissements. Le financement des premiers stades de développement d'une entreprise, qu'il s'agisse de start-up ou de seed financing, est en effet moins lourd, en termes de volume de capitaux injectés dans un projet, que les opérations visant à assurer une expansion ou à permettre une mutation de l'actionnariat, et en particulier les opérations de rachat interne ou externe. Or il apparaît que la proportion des opérations d'expansion, de "replacement" et surtout de "management buy out/in" (MBO/MBI) est particulièrement élevée au Royaume-Uni. En moyenne, sur la période 1993-1999, plus de 9 opérations en venture capital sur 10 effectuées dans ce pays correspondaient à l'une de ces trois catégories. 37 p.c. du nombre d'investissements réalisés par les sociétés de capital-risque y ont concerné les seuls rachats internes ou externes. Compte tenu du volume relativement important des capitaux traités dans ce genre d'opérations, c'est 71 p.c. du montant total des investissements qui ont été consacrés aux MBO/MBI. Seulement 2 p.c. du total des investissements ont concerné le financement des premiers stades du développement de sociétés.

En France aussi, une faible proportion des opérations concerne le start-up et le seed financing, puisque les financements de ces stades de développement n'ont représenté en moyenne que 19 p.c. du nombre total d'investissements et 11 p.c. du montant de ceux-ci. Par contre, aux Pays-Bas, en Belgique et en Allemagne, ce sont de 31 à 44 p.c. du nombre des financements en venture capital qui ont consisté en start-up et en seed financing, représentant 18 à 29 p.c. des capitaux investis.

La proportion du nombre d'investissements consentis aux premiers stades de développement des entreprises par les différents pays a toutefois évolué en cours de période. Elle s'est sensiblement accrue en Allemagne, en Belgique et en France. En 1999, ce dernier pays avait d'ailleurs rejoint les Pays-Bas, les deux pays affichant un taux de l'ordre de 35 p.c. L'Allemagne et la Belgique continuaient d'afficher un taux assez proche, culminant à plus de 50 p.c.

On notera enfin que les opérations de MBO/MBI sont beaucoup moins élevées en Belgique que dans les autres pays en nombre et, davantage encore, en volume.

Les caractéristiques de la situation belge ressortent aussi clairement du tableau 7 où, d'une part, les financements aux diverses phases de développement sont exprimés en pourcentage du PIB et, d'autre part, les investissements destinés à financer des

modifications de l'actionnariat (remplacement et MBO/MBI) sont isolés compte tenu de leur nature particulière.

Tableau 7 - Importance relative des financements suivant la phase de développement de l'entreprise
(pourcentages du PIB, moyenne 1993-1999)

	Europe	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
1. Seed et start-up	0,012	0,015	0,028	0,011	0,037	0,009
2. Expansion	0,046	0,037	0,057	0,043	0,095	0,093
Sous-total 1+2	0,059	0,051	0,085	0,055	0,132	0,102
3. Remplacement et MBO/MBI	0,074	0,018 ¹	0,015	0,055	0,083 ¹	0,313
Total 1+2+3	0,133	0,070	0,100	0,110	0,215	0,415

Source : EVCA.

¹ Les données sont imparfaites pour ces deux pays : les statistiques ne distinguent en effet le remplacement d'actions qu'à partir de 1998, de sorte que la moyenne pour la période 1993-1999 sous-estime ce type d'investissement.

Le retard de la Belgique en matière de venture capital ne se situe pas aux stades du "seed", du "start-up" ou de l'expansion. La Belgique atteint en effet un niveau supérieur à celui de la moyenne européenne, de l'Allemagne et de la France, mais sensiblement plus bas que celui enregistré aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. C'est par conséquent par un pourcentage très inférieur des financements de remplacement ou de MBO/MBI que se distingue la Belgique. Avec 0,015 p.c. du PIB, elle affiche un retard par rapport à l'ensemble de l'Europe (0,074 p.c.), et plus encore par rapport au Royaume-Uni (0,313 p.c.).

A priori cette situation pourrait apparaître comme encourageante, la Belgique concentrant ses efforts sur des opérations de création ou d'expansion, au détriment des opérations de mutations de l'actionnariat des sociétés. A terme toutefois, une telle structure constitue sans doute un frein au développement du capital-risque. Les possibilités plus faibles de réalisation des investissements par "remplacement" ou MBO/MBI risquent de décourager les apports de fonds en phases de seed, start-up et expansion. Par ailleurs, de nombreux fonds de venture capital fonctionnent vraisemblablement comme des "going concern", consacrant les fonds obtenus suite à la réalisation de leurs investissements (y compris les éventuels gains en capital) à de nouveaux financements. En ce sens, l'absence d'un relais, qui pourrait peut-être être assimilé à une seconde phase d'intervention du "venture capitalist", limite les possibilités de roulement des fonds

consacrés à la première phase d'intervention. Simultanément, l'acquisition et le développement de compétences spécifiques en matière d'évaluation de projets, essentiels pour pouvoir intervenir durant cette première phase, se trouveront aussi freinés.

Tableau 8 - Financements suivant le type d'investisseurs
(moyenne 1993-1999)

	Europe	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Montant des investissements (pourcentages du total)						
Fonds indépendants	54,9	n.d.	14,7	45,6	46,2	65,7
Sociétés captives	22,7	n.d.	31,5	30,1	49,1	12,3
Sociétés semi-captives	17,5	n.d.	9,3	23,6	n.d. ¹	21,6
Secteur public	4,9	n.d.	44,5	0,7	4,7	0,4
Total	100,0	n.d.	100,0	100,0	100,0	100,0
Nombre d'investissements (pourcentages du total)						
Fonds indépendants	49,2	n.d.	17,7	41,8	48,4	68,4
Sociétés captives	22,9	n.d.	24,1	25,5	40,2	16,7
Sociétés semi-captives	16,9	n.d.	9,3	28,7	n.d. ¹	12,6
Secteur public	10,9	n.d.	48,9	4,0	11,4	2,4
Total	100,0	n.d.	100,0	100,0	100,0	100,0
Montant moyen des investissements (milliards d'euros)						
Fonds indépendants	1,68	n.d.	0,88	0,91	1,46	2,40
Sociétés captives	1,49	n.d.	1,38	0,98	1,86	1,73
Sociétés semi-captives	1,56	n.d.	1,05	0,68	n.d. ¹	4,24
Secteur public	0,68	n.d.	0,96	0,15	0,63	0,35
Total	1,51	n.d.	1,06	0,83	1,52	2,47

Source : EVCA.

¹ Pour les Pays-Bas, les statistiques n'isolent les investissements des sociétés semi-captives qu'à partir de 1998. Ils seraient nuls en 1998 et ne représenteraient que 2,3 p.c. du total en 1999. Par simplification, les investissements des sociétés semi-captives néerlandaises ont été regroupés avec ceux des sociétés captives pour calculer la moyenne 1993-1999.

La nature des investissements de venture capital en Belgique pourrait être influencée, comme on l'a déjà laissé entendre, par le rôle prépondérant des sociétés publiques par rapport aux autres intervenants. Il a déjà été souligné que le recensement par l'EVCA des fonds collectés sur le marché du capital-risque est incomplet et qu'il a pour conséquence de sous-estimer le rôle joué par les pouvoirs publics en la matière. La comptabilisation des investissements effectivement réalisés par les sociétés de capital-risque est, par contre, beaucoup plus fiable et exhaustive. Lorsque l'on envisage les investissements, la place réelle du secteur public dans le marché du venture capital en Belgique apparaît au grand jour : de 1993 à 1999, 45 p.c. en moyenne du montant des investissements ont été le fait de sociétés publiques. Les chiffres ne sont pas disponibles pour l'Allemagne, mais aux Pays-Bas ce pourcentage ne se chiffrait qu'à 5 p.c. et était

quasiment négligeable en France et au Royaume-Uni. Pour l'ensemble de l'Europe, la part des investissements qui sont le fait de sociétés publiques est de moins de 5 p.c. En outre, il apparaît que, contrairement aux autres pays, où les sociétés publiques ont tendance à investir en moyenne nettement moins de capitaux par projet que ne le font les autres types de sociétés de capital-risque, les sociétés publiques belges injectent en moyenne pour chacune de leurs interventions un montant très proche de celui enregistré sur l'ensemble du marché belge.

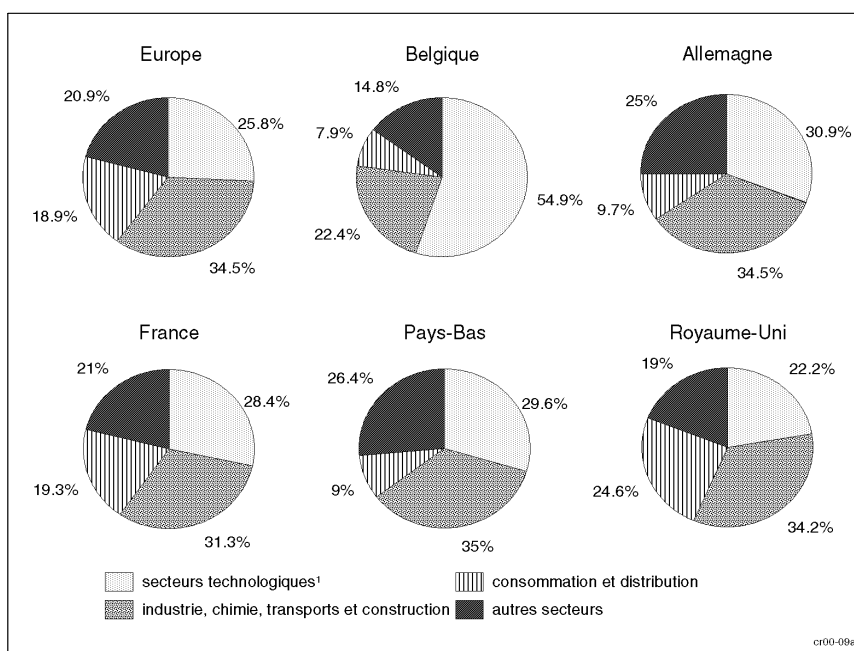
Dans l'ensemble de l'Europe, et notamment en France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, ce sont les fonds indépendants qui sont les principaux intervenants, puisqu'ils occupent près de la moitié, voire plus, du marché en termes de capitaux investis. Toutefois, aux Pays-Bas, une assez nette tendance à la baisse de l'intervention de ce type de fonds est enregistrée depuis plusieurs années au profit des sociétés captives; l'évolution contraire est par contre perceptible au Royaume-Uni. En Belgique la part des investissements réalisés par des fonds indépendants n'est que de 15 p.c. Les sociétés captives représentent quant à elles quelque 20 p.c. de l'ensemble du marché européen, et 32 p.c. en Belgique.

Les investissements des sociétés de venture capital peuvent également être analysés d'après le secteur qu'ils financent. Quatre grands secteurs sont considérés : les secteurs technologiques qui regroupe les communications, l'informatique, l'électronique, la biotechnologie et le secteur médical, les secteurs traditionnels qui englobent l'industrie, la chimie, les transports et la construction, les secteurs de la consommation et de la distribution, et les autres secteurs¹⁷.

Sur la base des statistiques de l'EVCA, les secteurs technologiques ont bénéficié de 26 p.c. du total des investissements européens en venture capital réalisés entre 1993 et 1999. Ceci apparaît faible en regard de la situation aux Etats-Unis. Même si l'on peut craindre que les classifications ne soient pas parfaitement comparables d'un continent à l'autre, les données émanant de l'association américaine de venture capital indiquent que plus de 75 p.c. des montants investis en 1998 aux Etats-Unis ont bénéficié aux seuls secteurs technologiques.

¹⁷ Ces autres secteurs sont notamment le secteur de l'énergie, les services financiers et l'agriculture. Il n'est pas à exclure que certains pays comptabilisent également dans cette rubrique des investissements dont la finalité n'est pas connue.

**Graphique 4 - Ventilation sectorielle des investissements en capital-risque
(moyenne 1993-1999)**



Source: EVCA.

¹ Communications, informatique, électronique, biotechnologie et secteur médical.

La Belgique se distingue des autres pays européens. Les secteurs technologiques sont plus nettement représentés, avec 55 p.c. des financements qui leur sont destinés. Cette situation résulte très vraisemblablement du rôle plus important du secteur public sur le marché du venture capital en Belgique. Davantage que le secteur privé, les pouvoirs publics pourraient chercher à cibler leurs interventions dans les secteurs de pointe, les retombées étant peut-être plus appréciables en termes de développement et de reconversion économique générale.

Il faut toutefois remarquer que la part des investissements dans les secteurs technologiques a tendance à fortement augmenter au fil des années dans plusieurs pays. En Allemagne, elle est passée de 9 p.c. en 1993 à 43 p.c. en 1999, en France de 16 à 44 p.c. et en Belgique de 14 à 61 p.c.

Les secteurs traditionnels attirent quelque 30 à 35 p.c. des montants investis en France, au Royaume-Uni, en Allemagne et aux Pays-Bas. Ils sont proportionnellement moins importants en Belgique (22 p.c.). Alors que le capital-risque à destination des secteurs de la consommation et de la distribution représente quelque 10 p.c. en Belgique, aux Pays-Bas et en Allemagne, il est beaucoup plus important en France et au Royaume-Uni, avec quelque 20 à 25 p.c. du total des investissements.

2.2.4 Mécanismes de sortie

Les formes de désinvestissement utilisées en Belgique sont en moyenne assez comparables à celles employées dans le reste de l'Europe. Une proportion un peu plus importante des désinvestissements (14 p.c. contre 11 p.c.) a été passée par pertes et profits, l'investisseur ayant donc perdu le capital investi. En Belgique, comme dans le reste de l'Europe, les ventes constituent le mécanisme de sortie le plus fréquent pour les investisseurs en venture capital. En moyenne, les "trade sales" (vente à une autre société) ont constitué 43 p.c. du montant des désengagements pour l'ensemble de l'Europe et 40 p.c. en Belgique

Tableau 9 - Formes de désinvestissement ¹
(pourcentages du montant total, moyenne 1993-1999)

	Europe	Allemagne ²	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
"Pertes et profits"	10,7	18,8	13,6	8,4	12,6	9,0
Trade sale	43,4	26,3	39,8	57,9	43,7	40,1
Offre publique de vente (IPO)	21,5	10,3	16,6	16,3	13,7	28,1
Autres ³	24,4	44,5	30,0	17,4	30,0	22,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source: EVCA.

¹ Les désinvestissements sont évalués sur la base du coût historique de l'investissement.

² Moyenne 1996-1999.

³ Dont les "management buy-back", les ventes à une autre société de venture capital ou à une institution financière.

Les offres publiques de vente ont représenté 17 p.c. en Belgique, soit un taux quelque peu inférieur à la moyenne européenne, laquelle est influencée par le pourcentage particulièrement élevé enregistré au Royaume-Uni, où les capitaux recouverts par cette voie ont représenté 28 p.c. du total des désengagements. Ce dernier pourcentage pourrait s'expliquer par le fait qu'une part importante du venture capital britannique est consacrée à des MBO/MBI qui, ultérieurement, pourront donner lieu à des introductions en bourse.

Une autre possibilité de sortie est la vente des actions détenues par la société de capital-risque, non pas à une autre entreprise, mais aux actionnaires déjà présents dans l'entreprise financée (MBO). Cette voie de désengagement, recensée dans la rubrique "autres" des statistiques de l'EVCA, est particulièrement utilisée en Allemagne.

3. FACTEURS INFLUENCANT LE DEVELOPPEMENT DU CAPITAL-RISQUE

De nombreux facteurs sont susceptibles d'affecter le développement du capital-risque et, en particulier, d'expliquer le degré différent de développement de cette forme de financement en Belgique et dans les pays voisins. Ces facteurs peuvent jouer tant sur la demande de fonds en provenance des entreprises que sur l'offre de capitaux par les sociétés spécialisées en venture capital.

Au stade initial, la demande, mais aussi, dans une certaine mesure, l'offre sont avant tout influencées par des facteurs tels que la disposition à supporter des risques et l'existence d'un esprit d'entreprise. Ces facteurs, difficilement mesurables, peuvent être stimulés par divers incitants qui ne se limitent pas au capital-risque, mais englobent aussi les aides à l'investissement, au développement de nouvelles technologies ou même à l'emploi. Ces aides ne sont pas couvertes par cette étude axée sur le venture capital.

Le capital-risque proprement dit pouvant être stimulé par un environnement fiscal favorable, les modalités de taxation des revenus sur actions seront le premier facteur analysé dans cette section. Les effets de cette variable pourront toutefois être renforcés par des éléments à caractère plus institutionnels, tels la création de structures d'investissements adéquates, la politique de placement des investisseurs institutionnels, les interventions publiques de soutien direct au capital-risque, la mise en place de systèmes d'intéressement ou encore l'existence de marchés boursiers spécialisés. Ces divers mécanismes feront l'objet des sections 3.2 à 3.6.

3.1 Modalités de taxation des revenus sur actions

Cette première section s'attache à décrire les principales modalités de taxation des revenus sur actions, en mettant l'accent sur les aspects susceptibles d'influencer spécifiquement le capital-risque. Les trois grands modes de taxation seront tour à tour examinés: impôt des sociétés, et taxations des gains en capital et des dividendes, ces deux dernières concernant surtout les sociétés de venture capital ou les investisseurs finals.

Le régime en vigueur en Belgique est mis en perspective en le comparant à celui appliqué dans les quatre grands pays voisins déjà examinés au chapitre précédent. En raison de la complexité de la réglementation fiscale, cette comparaison ne sera pas

totalement exhaustive. Il n'est en effet pas toujours possible de rendre compte des moindres nuances des législations et certains détails des réglementations ont parfois été volontairement éludés par souci de simplification. De plus, il n'est pas toujours aisé de s'assurer que les renseignements collectés tiennent bien compte des changements les plus récents. Ce problème est d'autant plus aigu que d'importantes réformes fiscales ont récemment été adoptées dans les pays voisins. Ces réformes, dont il sera fait mention dans la mesure du possible, impliquent généralement une baisse substantielle de la fiscalité tant des particuliers que des sociétés.

3.1.1 Impôt des sociétés

Le **taux standard** de taxation de 40,17 p.c. appliqué par la Belgique (en ce compris la cotisation complémentaire de crise) est relativement élevé en comparaison de celui en vigueur dans les pays voisins, seules les sociétés allemandes devant supporter une charge encore plus importante. En Allemagne, les taux de taxation, actuellement en vigueur, de 30 et 40 p.c. pour les bénéfices distribués et réservés, sont majorés d'un impôt de solidarité de 5,5 centimes additionnels et d'une importante taxe professionnelle dont la partie municipale est cependant déductible des revenus imposables. Suite à la réforme fiscale, les deux taux de 30 et 40 p.c. vont toutefois être réduits au taux uniforme de 25 p.c. à partir de 2001.

Les taux de base français et néerlandais sont, par contre, légèrement inférieurs au taux belge. Ils atteignent en effet 36,66 p.c.¹⁸ en France et 30 ou 35 p.c. aux Pays-Bas. La situation britannique est plus favorable encore, puisque le taux maximum n'atteint que 30 p.c.

Deux grands facteurs doivent cependant être pris en compte pour affiner cette comparaison.

Des **taux réduits** peuvent, sous certaines conditions, être substitués aux taux de base. C'est au Royaume-Uni et en France que ces réductions semblent le mieux à même de favoriser le développement de petites sociétés à potentiel de croissance. Au Royaume-Uni, une nouvelle première tranche d'imposition des bénéfices, à seulement 10 p.c., a été récemment introduite. En outre, dans ce pays, les taux réduits s'appliquent

¹⁸ En 2003, ce taux sera ramené à 33,33 p.c., par la suppression des 10 centimes additionnels prélevés depuis 1995.

Tableau 10 - Caractéristiques de l'impôt des sociétés

	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Taux facial d'imposition	<p>□ Actuellement : Bénéfices distribués: 30 p.c. Bénéfices non distribués: 40 p.c.</p> <p>□ A partir de 2001: Taux uniforme de 25 p.c. + surtaxe de solidarité : 5,5 centimes additionnels + taxe professionnelle : 5 p.c. sur le bénéfice imposable + taxe professionnelle municipale, déductible du revenu imposable</p>	<p>39 p.c. + 3 centimes additionnels (cotisation complémentaire de crise) = 40,17 p.c.</p> <p>Possibilités d'imposition aux taux réduits, sous conditions: De 0 à 1 million: 28,84 p.c. De 1 à 3,6 millions: 37,08 p.c. De 3,6 à 13 millions: 42,23 p.c. Plus de 13 millions: 40,17 p.c.</p>	<p>33,33 p.c. + 10 centimes additionnels = 36,66 p.c. Taux réduit de 20,9 p.c. pour les PME, pendant trois exercices, sous conditions + impôt "social" si chiffre d'affaire supérieur à 50 millions FRF</p> <p>Pour les entreprises nouvelles: possibilités d'exonérations d'impôts.</p>	<p>Base imposable : de 0 à 50.000 NLG: 30 p.c. supérieure à 50.000 NLG: 35 p.c.</p>	<p>Taxation à 30 p.c. si les bénéfices sont supérieurs à 1,5 million £. En cas de bénéfices inférieurs, possibilité de bénéficier de taux réduits à 10 ou 20 p.c.</p>
Sociétés soumises	<p>Seules les sociétés de capitaux sont assujetties à l'ISoc.</p>	<p>Sociétés anonymes. Sociétés en commandite par actions. Sociétés de personnes (différents types).</p>	<p>Sociétés anonymes. Sociétés par actions simplifiées Sociétés anonymes à responsabilité limitée. Sociétés en commandite par actions. Entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée à statut de société. Sociétés en nom collectif et sociétés en commandite simple: choix ISoc/IPP.</p>	<p>Sociétés anonymes (NV) et sociétés à responsabilité limitée (BV), coopératives et autres associations légales exerçant une activité commerciale.</p>	<p>Toutes les sociétés, mais les bénéfices affectés par un "partnership" à la distribution de dividendes à des particuliers actionnaires sont soumis à l'impôt sur les revenus des personnes physiques.</p>
Taux d'imposition facial moyen 1990-1996 ¹	50,05 p.c.	40,28 p.c.	34,70 p.c.	35,00 p.c.	33,35 p.c.
Taux d'imposition effectif pondéré 1990-1996 ¹	38,53 p.c.	20,99 p.c.	32,82 p.c.	31,80 p.c.	29,00 p.c.
Régime de report des pertes	<p>Pertes reportées sans limite de temps. Reports en arrière pour un montant total maximal de 2 millions DEM venant en déduction des bénéfices réalisés au cours de l'exercice précédent.</p>	<p>Pertes reportées sans limite de temps. Pas de report en arrière.</p>	<p>Pertes reportées sur les 5 années qui suivent l'exercice définitaire. Report en arrière autorisé sur trois ans (crédit d'impôt).</p>	<p>Pertes reportées sans limite de temps. Reports en arrière venant en déduction des bénéfices réalisés au cours des trois exercices précédents.</p>	<p>Pertes reportées sans limite de temps. Report en arrière d'une année au maximum.</p>

Sources: Mémento fiscal (2000).
International Bureau of Fiscal Documentation (2000).
Eura-Audit International (1998).
EVCA (1996b).

¹ cf. Buijink W. et al. (1999). Taux moyen pondéré selon l'importance de la base imposable des sociétés considérées.

pour des niveaux de bénéfices relativement élevés. En France, ils concernent spécifiquement les PME et les nouvelles entreprises. Ainsi, les PME françaises sont actuellement imposées, sous conditions, au taux de 20,9 p.c. qui sera graduellement ramené à seulement 15 p.c. pour une première tranche de bénéfices. L'Allemagne, en harmonisant la taxation des bénéfices qu'ils soient distribués ou réservés, a mis fin à un régime plutôt défavorable aux sociétés à forte croissance pour lesquelles l'on peut estimer que la part des bénéfices réservés est relativement importante. La Belgique présente un régime un peu comparable à celui des Pays-Bas: un taux réduit de quelque 30 p.c. est appliqué pour les bénéfices inférieurs à un million de francs. La taxation devient ensuite plus lourde en Belgique, surtout lorsque la tranche de 3,6 millions de francs de bénéfices est dépassée.

Par ailleurs, les taux faciaux sont généralement assortis de **déductions fiscales**, de **crédit d'impôt** ou de **régimes d'exception**. L'ampleur en est variable d'un pays à l'autre, ce qui complique les comparaisons. Afin de pallier cette difficulté, certains économistes ont calculé des taux effectifs sur la base des comptes annuels, en s'efforçant de corriger les principales divergences comptables. Cet exercice a été effectué par l'Université de Maastricht¹⁹ à partir de comptes de résultats consolidés de près de 3.000 sociétés européennes, dont 70 belges. Des taux effectifs ont pu être dégagés en rapportant les postes "corporate tax" au revenu net avant impôts. Ces taux ont ensuite été confrontés aux taux faciaux pondérés, afin de prendre la mesure de l'importance globale des déductions fiscales et des crédits d'impôt. Les chiffres annuels affichant une volatilité trop prononcée, ces calculs ont été effectués en moyenne sur la période 1990-1996. Ils ne reflètent par conséquent pas les modifications apportées à la législation fiscale au cours des dernières années, encore moins l'incidence des réformes fiscales à venir. Or, compte tenu de l'ampleur de ces dernières, il est fort probable que le taux d'imposition effectif des sociétés s'en trouvera modifié, même si souvent la réduction des barèmes de taxation est assortie d'une diminution des possibilités de déductions fiscales.

Il ressort de l'analyse entreprise par l'Université de Maastricht que les pays à faible taux d'imposition prévoient peu de dérogations au système standard, à l'inverse de pays à taux faciaux élevés comme l'Allemagne et la Belgique. Grâce à ces aménagements, le taux effectif belge, égal à 20,99 p.c., devient assez largement inférieur aux taux étrangers, même à celui du Royaume-Uni.

¹⁹ Buijink W., Janssen B. and Schols Y. (1999).

Ce résultat est confirmé par les données agrégées publiées par la Centrale des bilans. Celles-ci indiquent que le taux de taxation effectif des sociétés belges a atteint, en moyenne, 18,9 p.c. au cours de la période 1991-1996 et 19,1 p.c. durant les années plus récentes de 1994 à 1999²⁰.

Si ce taux est incontestablement favorable, il dissimule une réalité assez contrastée. Une analyse plus approfondie met en effet en évidence un écart important entre les PME, qui déposent leurs comptes annuels sous une forme abrégée, et les autres sociétés, dont les bilans et le compte de résultat sont remis dans leur version complète. Les premières subissent un taux effectif d'imposition de 31,2 p.c., alors que les secondes sont imposées à concurrence de 16,6 p.c. seulement.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette configuration particulière. En premier lieu, le tissu économique belge est caractérisé par l'importante présence de sociétés à portefeuille. Ces dernières détiennent généralement des participations en cascade, qui leur permettent de contrôler de nombreuses sociétés à partir d'une base de capital assez restreinte. Ces participations en série donnent lieu à des transferts successifs de revenus du capital, auxquels s'appliquent le régime des revenus définitivement taxés (RDT) mis en place afin d'éviter qu'un même bénéficiaire ne soit taxé à plusieurs reprises. Un système similaire s'applique aux revenus perçus par des sociétés belges sur leurs immobilisations financières à l'étranger. Or les holdings se retrouvent surtout dans l'échantillon des grandes sociétés et ce sont également ces dernières qui sont susceptibles d'exercer une part importante de leur activité au travers de filiales étrangères. Enfin, les centres de coordination, qui sont imposés sur une base notionnelle très avantageuse sont également repris, pour la plupart, dans les grandes entreprises.

En revanche, ces divers facteurs n'influencent guère le taux effectif de taxation des PME parmi lesquelles se retrouvent un grand nombre des sociétés candidates au venture capital. Le taux de 31,2 p.c. qui s'applique aux entreprises remettant un schéma abrégé, tout en restant inférieur au taux facial de 40,17 p.c., apparaît proche des taux effectifs observés jusqu'à présent au Royaume-Uni, en France et aux Pays-Bas²¹.

²⁰ Le taux effectif calculé sur la base des données de la Centrale des bilans consiste à rapporter les impôts sur le résultat aux bénéfices bruts avant impôt. Les pertes ne sont pas prises en considération, car elles ne donnent pas lieu à des versements au titre de l'ISoc.

²¹ Les taux pour les pays étrangers se rapportent évidemment à l'ensemble des sociétés, y compris les grandes. Selon l'Université de Maastricht, les régimes fiscaux étrangers se caractérisent cependant par une assez grande neutralité vis-à-vis de la taille des entreprises.

Le **régime de report de pertes** revêt une importance particulière dans le cas des sociétés novatrices dont l'activité ne devient profitable qu'après une première phase de conception et de lancement du produit génératrice de pertes.

Dans tous les pays, les pertes peuvent être reportées sur le bénéfice ultérieur (carry forward) sans limites de montant et sans limites de temps, sauf en France où le report n'est, en principe, autorisé que dans les cinq années qui suivent l'exercice comptable déficitaire.

Le report en arrière (carry back) est autorisé avec des limites de temps au Royaume-Uni (1 an), en France et aux Pays-Bas (3 ans) ou de temps et de montants en Allemagne (1 an et maximum de 2 millions de marks). Le report en arrière n'est pas autorisé en Belgique, mais cette restriction devrait surtout pénaliser les sociétés à maturité et non les nouvelles sociétés à forte croissance.

3.1.2 Taxation des plus-values

Les plus-values constituent, pour les sociétés de capital-risque, la principale source de revenus et, d'une manière plus générale, la principale motivation d'investissements en actions de sociétés de croissance. Le mode de taxation des plus-values diffère nettement entre les pays examinés et selon que ces plus-values sont engrangées par des particuliers ou des sociétés résidentes.

C'est en Belgique et aux Pays-Bas que le régime appliqué aux **particuliers** est le plus avantageux. Ainsi, un particulier belge est dispensé de taxes sur les gains en capital, sauf s'il a détenu, seul ou avec des membres de sa famille, plus de 25 p.c. du capital d'une société à un moment quelconque au cours des cinq années qui précèdent la vente d'une participation, et qu'il revend cette participation à une société étrangère. Dans ce cas, il est redevable d'un impôt de 16,995 p.c.²² sur la plus-value réalisée. Le système néerlandais est assez semblable quoique moins avantageux, puisqu'il concerne l'ensemble des reventes de participations importantes, et non les seules ventes à des firmes étrangères. En outre, le seuil de participation au-delà duquel il y a imposition y est beaucoup plus bas, se chiffrant à 5 p.c.

²² Compte tenu de la cotisation complémentaire de crise.

Tableau 11 - Régimes de taxation des plus-values sur actions

	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Plus-values réalisées par des particuliers	<p><input type="checkbox"/> Actuellement : Taxables à l'IPP si : - actions vendues dans l'année (si la plus-value excède 1.000 DEM); - le vendeur a détenu plus de 10 p.c. du capital au cours des 5 dernières années; - actions relevant de l'activité professionnelle du vendeur; - participation dans une société de personnes.</p> <p>Toutefois, traitement préférentiel (abattements et taux d'imposition réduits). Franchise fiscale de 3.000 ou 6.000 DEM à partir de 2000.</p> <p><input type="checkbox"/> A partir de 2002: 50% des plus-values soumises à l'IPP ("half-income system") dans les cas mentionnés ci-dessus (seuil de participation importante abaissé à 1 p.c.)</p>	<p>Pas de taxe, sauf si le détenteur et sa famille conjointement plus de 25 p.c. du capital d'une société belge à un moment quelconque au cours des 5 années qui précèdent la vente, et revendent cette participation à une société étrangère. Dans ce cas, taxe de 16,995 p.c. (compte complémentaire de crise).</p>	<p>Taxe égale à 19,9 p.c. (16 p.c. + une cotisation sociale de 3,9 p.c.) si le total des cessions excède 50.000 FRF.</p>	<p>Pas de taxe, sauf si participation de plus de 5 p.c. du capital. Dans ce cas, taxe sur le revenu égale à 25 p.c.</p>	<p>Plus-values supérieures à 7.100£ taxables à l'IPP au taux marginal (10 à 40 p.c.), mais dégrèvements progressifs en fonction du nombre d'années de détention de l'actif (dégrèvements pouvant aller jusqu'à 75 p.c. pour des actifs professionnels, 40 p.c. dans les autres cas).</p> <p>Nombreuses exemptions et réductions de taxation notamment exemption si gains réinvestis en actions non cotées et taxation différée si gains réinvestis en parts de Venture Capital Trusts.</p>
Plus-values réalisées par des sociétés	<p><input type="checkbox"/> Actuellement : Taxables à l'ISoc (sans traitement préférentiel) si : - plus-values spéculatives; - participation importante; - participation privée dans une société de personnes.</p> <p><input type="checkbox"/> A partir de 2002: exonération de toute plus-value.</p>	<p>Pas d'imposition des plus-values si la société émettrice est soumise à l'ISoc ou à un impôt étranger similaire.</p>	<p>19 p.c. + 10 centimes additionnels = 20,9 p.c. Ce taux réduit est applicable dans les cas suivants : - la participation est supérieure à 10 p.c. du capital ou à 150 millions FRF; - actions ou parts détenues pendant plus de 2 ans (5 ans pour la détention par des sociétés de venture capital). Les gains doivent être incorporés à une réserve constituée au passif. Egalement taux réduit en cas de transfert de brevets ou de know how. Autres cas: 33,33 p.c. + 10 cent. add. = 36,66 p.c. (taux à l'ISoc).</p>	<p>Taxation au taux ordinaire de l'ISoc, sauf si le régime d'exemption des participations s'applique. Le régime prévaut si: - la participation est supérieure à 5 p.c. du capital - gestion active des actions. Dans ce cas, exemption. Les plus-values peuvent être placées dans une réserve (ce qui diffère de l'impôt).</p>	<p>Plus-values taxables à l'ISoc. Exemption des gains couvrant l'inflation.</p>
Traitement des moins-values réalisées par des sociétés	<p><input type="checkbox"/> Actuellement : Les moins-values peuvent être déduites de la base imposable. <input type="checkbox"/> A partir de 2002: Non déductibilité des moins-values</p>	<p>Pas déductible, sauf en cas de partage de l'actif social de la société émettrice.</p>	<p>Possibilités de déduction des moins-values enregistrées sur les actifs pouvant prétendre à la taxation réduite des plus-values.</p>	<p>Les moins-values peuvent être déduites de la base imposable, sauf si elles se rapportent à des actions bénéficiant du régime d'exemption des participations. (pour les particuliers : possibilité de déduction de 25 p.c. des pertes sur des participations importantes).</p>	<p>Si au cours d'une année donnée les moins-values excèdent les gains en capital, la différence peut être reportée dans le temps sans limites, et venir en déduction du bénéfice. (pour les particuliers: déduction des pertes autorisée)</p>

Sources: Mémento fiscal (2000).
International Bureau of Fiscal Documentation (2000).
Eura-Audit International (1998).
EVCA (1996b).

En France, les gains sont imposés au taux de 19,9 p.c. si le total des cessions réalisées pendant l'année excède 50.000 francs français.

Les particuliers allemands et britanniques se voient a priori imposer une taxation plus lourde. Leurs gains sont en effet ajoutés au revenu imposable et sont de ce fait soumis à l'impôt des personnes physiques. Moyennant certaines conditions, les taux d'imposition peuvent cependant être réduits. Certaines exemptions ou dégrèvements sont également prévus. Ainsi, au Royaume-Uni, les plus-values ne sont pas taxées si elles font l'objet d'un réinvestissement en actions non cotées. En Allemagne, une franchise fiscale de 3.000 ou 6.000 marks a en outre été introduite en 2000. Suite à la réforme fiscale allemande, la taxation des plus-values réalisées par des particuliers sera allégée, puisque la moitié seulement de ces plus-values sera taxable à l'impôt des personnes physiques ("half-income system").

En ce qui concerne les gains en capital réalisés par des **sociétés résidentes**, le régime est particulièrement favorable en Belgique où les plus-values sur actions ne sont pas taxées pour autant que la société émettrice des titres soit soumise à l'impôt belge ou étranger. Aux Pays-Bas, la non-taxation est liée à une condition de participation (elle doit être supérieure à 5 p.c. du capital).

L'importante réforme fiscale initiée en Allemagne a, à ce niveau aussi, apporté un changement substantiel puisqu'elle prévoit l'exonération, à partir de 2002, de toutes les plus-values réalisées par des sociétés. Actuellement, ces plus-values sont soumises à l'impôt des sociétés moyennant certaines conditions.

C'est le cas aussi pour les plus-values réalisées par les sociétés britanniques. Elles sont soumises au principe de la globalisation. L'Etat britannique exonère toutefois la partie des plus-values qui couvre l'inflation.

La France présente quant à elle un régime mixte. Les plus-values, en principe taxées au taux de l'impôt des sociétés, peuvent bénéficier d'un taux réduit de 20,9 p.c. sous certaines conditions (participation supérieure à 10 p.c. du capital ou à 150 millions de francs français, investissement d'au moins deux ans) et moyennant une mise en réserve obligatoire des gains. Le taux préférentiel est également accordé aux gains en capital réalisés lors du transfert de brevets ou de "know-how", ce qui est particulièrement avantageux pour le secteur du capital-risque.

Enfin, le **régime de déductibilité des moins-values** est d'une grande importance pour le secteur du capital-risque, compte tenu d'un risque d'occurrence assez important dans ce secteur. Un certain mécanisme de compensation est observé ici dans la mesure où les pays ayant les systèmes les plus favorables en matière d'exemption des plus-values réalisées par des sociétés sont généralement les plus stricts concernant la déductibilité des moins-values. La déductibilité est ainsi accordée en France, au Royaume-Uni et en Allemagne. Dans ce dernier pays, elle ne sera toutefois plus autorisée comme corollaire à la suppression de la taxation des plus-values. A l'inverse, elle n'est permise en Belgique qu'en cas de liquidation de sociétés. La législation est un peu plus souple aux Pays-Bas, car elle prévoit la déductibilité des moins-values réalisées lors de la vente de parts qui ne bénéficient pas du régime d'exonération des participations.

3.1.3 Taxation des dividendes

Le régime de taxation des dividendes présente un enjeu moins important dans la mesure où peu d'entreprises à fort potentiel de croissance versent d'importants dividendes au cours de leurs premières années d'existence. Les profits éventuels sont le plus souvent mis en réserve, contribuant à générer des gains en capital (cf. section 3.1.2). Les dividendes n'en constituent pas moins une source de financement non négligeable pour les sociétés de venture capital elles-mêmes qui, souvent, réaffectent ces revenus à de nouvelles prises de participations.

La taxation des dividendes s'effectue en général en deux étapes, à savoir, d'une part, la perception d'un précompte mobilier et, d'autre part, l'assujettissement définitif à l'impôt des sociétés ou des personnes physiques.

Trois des cinq pays considérés (Allemagne, Belgique et Pays-Bas) perçoivent un **précompte mobilier** de 25 p.c., majoré de la taxe de solidarité en Allemagne. Le précompte n'est toutefois pas dû aux Pays-Bas si le régime d'exemption des participations est d'application. En Belgique, son taux est réduit à 15 p.c.:

- pour les dividendes d'actions émises après le premier janvier 1994, pour autant qu'il s'agisse d'appels publics à l'épargne, ou d'actions non cotées faisant l'objet d'une inscription nominative chez l'émetteur ou d'un dépôt à découvert auprès d'un intermédiaire financier;

Tableau 12 - Régimes de taxation des dividendes

	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
Taux du précompte	25 p.c. + 5,5 centimes additionnels au titre de surtaxe de solidarité = 26,38 p.c.	25 p.c. ou 15 p.c. si - sur actions émises après le 1er janvier 1994 (voir texte) ou - dividendes distribués par les OPC ou - actions AFV.	Les particuliers et sociétés résidents ne doivent en principe pas payer de précompte mobilier.	Précompte mobilier de 25 p.c., sauf régime d'exemption des participations.	Aucun précompte mobilier n'est retenu sur le versement de dividendes.
Traitement des dividendes perçus par des particuliers	<p>□ Actuellement :</p> <p>Le dividende brut est globalisé au revenu imposable, mais un crédit d'impôt qui couvre l'ISoc et le précompte mobilier est à faire valoir sur l'IPP.</p> <p>□ A partir de 2001 :</p> <p>suppression du système de "full imputation"; 50% des dividendes sont soumis à l'IPP ("half-income system")</p>	Précompte généralement assimilé à l'impôt définitif; sinon, imputable à l'IPP. Choix possible.	Le dividende brut est globalisé au revenu imposable, mais un crédit d'impôt égal à 50 p.c. du dividende brut est accordé afin d'éviter la double imposition (système de l'avoir fiscal).	Le dividende est taxé au taux ordinaire de l'IPP, pouvant aller jusqu'à 60 p.c. Un taux spécial de 25 p.c. peut être appliqué sur les dividendes résultant de participations d'au moins 5 p.c. Le précompte mobilier de 25 p.c. est imputable sur le revenu imposable à l'IPP.	Les dividendes bruts sont taxés au taux marginal de 10 (s'ils sont inférieurs à 28.000 £) ou de 32,5 p.c. Un crédit d'impôt égal à 1/9 des dividendes est accordé.
Pourcentage net de versement des dividendes aux particuliers selon l'OCDE ¹	50,8 p.c.	50,9 p.c.	34,0 p.c.	26,0 p.c.	51,7 p.c.
Traitement des dividendes perçus par des sociétés	Le précompte, déduit à la source, est imputable sur l'ISoc de la société qui encaisse le dividende. En outre, cette dernière bénéficie d'un crédit d'impôt afin d'éviter la double imposition.	Déductible de l'ISoc à raison de 95 p.c. si les deux conditions du régime d'exemption de participations sont réunies: - condition de taxation (5 p.c. ou 50 millions BEF). Sinon, taxation à l'ISoc avec imputation du précompte mobilier.	Le régime des sociétés mères-filiales peut être appliqué si: - la participation est supérieure à 10 p.c. du capital ou à 150 millions FRF. - elle a été détenue pendant plus de 2 ans. Dans ce cas, dans le chef de la société qui encaisse les revenus, exonération fiscale à concurrence de 95 p.c. des dividendes perçus. Dans les autres cas, taxation à l'ISoc.	Exemptés de toute taxe (y compris du précompte mobilier) si les conditions de l'exemption des participations sont réunies, notamment: - participation supérieure à 5 p.c. du capital - gestion active des actions.	Système identique à celui prévalant pour les particuliers. Le crédit d'impôt de 1/9 du dividende brut est à faire valoir sur l'ISoc.

Sources: Mémento fiscal (2000).
International Bureau of Fiscal Documentation (2000).
Eura-Audit International (1998).
EVCA (1996b).

¹ OECD (1999). Rapport entre dividende net perçu par un particulier et le bénéfice avant impôts affecté à la distribution de ce dividende. Pour la Belgique, le calcul est effectué sur la base du taux de précompte réduit de 15 p.c. Si le taux de 25 p.c. est d'application, le pourcentage net de versement des dividendes aux particuliers s'élève à 44,9 p.c.

- pour les dividendes distribués par des organismes de placement collectif;
- pour les dividendes d'actions AFV (avantages fiscaux - fiscale voordelen) cotées en bourse, pour autant que la société qui verse les revenus renonce irrévocablement à la cession des avantages de l'immunisation d'impôt des sociétés.

Ces conditions ne favorisent pas spécialement les acquisitions, par les particuliers, de parts de sociétés en croissance ou de sociétés de venture capital. Comme ces deux catégories de sociétés ne sont souvent pas cotées en bourse, elles doivent en effet émettre des actions nominatives pour bénéficier du précompte réduit. Or les particuliers belges leur préfèrent les actions au porteur, qui permettent d'éluider aisément les droits de succession ou de donation.

L'assujettissement définitif à l'impôt des sociétés ou des personnes physiques est à son tour affecté par les **modalités d'imputations du précompte** et les **crédits d'impôt** qui varient d'un pays à l'autre et entre les particuliers et les sociétés.

La Belgique se singularise en étant le seul pays offrant aux **particuliers** la possibilité d'opter entre, d'une part, l'imputation du précompte mobilier sur l'impôt définitif et, d'autre part, l'assimilation du précompte à un impôt définitif. Dans les autres pays, les dividendes perçus par les particuliers sont globalisés à l'ensemble des revenus. Un système de crédit d'impôt est cependant prévu afin d'éviter ou d'atténuer la double taxation. Ce crédit d'impôt couvre tout ou partie de l'impôt payé par la société émettrice et du précompte mobilier éventuellement perçu lors du versement des dividendes.

En Allemagne, la réforme fiscale décidée récemment va mettre fin au système d'imputation intégrale ("full imputation") qui permettait précisément d'éviter toute double imposition. A partir de 2001, la moitié des dividendes perçus par un particulier sera soumise à l'impôt sur le revenu ("half-income system").

Les différences entre les systèmes nationaux rendent difficiles les comparaisons entre pays. L'OCDE²³ a cependant procédé au calcul du rapport entre le dividende net perçu par un particulier taxé au taux marginal maximum de l'impôt sur le revenu et le bénéfice avant impôt affecté à la distribution de ce dividende. Le système du précompte

²³ OECD (1999).

libératoire permet à la Belgique, lorsque le taux réduit de 15 p.c. est d'application, d'atteindre un rapport parmi les plus favorables (50,9 p.c.). L'Allemagne et le Royaume-Uni atteignent des pourcentages quasiment identiques grâce, dans le premier pays, au système de double imputation du précompte et de l'impôt des sociétés applicable avant la réforme, dans le second, au taux d'imposition de base moins élevé que dans les autres pays. Au Royaume-Uni, le système de crédit d'impôt est, depuis l'étude réalisée par l'OCDE, devenu beaucoup moins favorable.

Pour les dividendes perçus par des **sociétés**, la plupart des pays ont introduit des mesures visant à éviter des taxations en cascade (dans le cas présent, une double taxation des dividendes au niveau d'une société de venture capital et au niveau des investisseurs finals).

Des régimes de revenus définitivement taxés (RDT) sont appliqués pour 95 p.c. des dividendes perçus par des sociétés en Belgique et en France, pour leur intégralité aux Pays-Bas. Ils ne sont d'application que si certaines conditions sont respectées. Celles-ci ont trait aux seuils minima de participation. En France et aux Pays-Bas, on retrouve ainsi les mêmes conditions que celles en vigueur pour la taxation allégée ou l'exonération des plus-values réalisées par des sociétés (cf. section 3.1.2). En Belgique, la condition de participation minimale est de 5 p.c. du capital ou 50 millions de francs.

L'absence d'un tel régime en Allemagne est en partie compensée par un système similaire à celui appliqué actuellement pour les dividendes perçus par les particuliers (double imputation, avec crédit d'impôt, pour le précompte mobilier et pour l'impôt des sociétés). Dans le cas du Royaume-Uni, le crédit d'impôt est à ce point limité depuis 1999 que l'on peut considérer qu'il n'y a pas de système d'imputation permettant d'éviter la double taxation. Ceci est en partie compensé par l'application de taux de taxation plus faibles que dans les autres pays.

3.2 Structures d'investissement

Outre les aspects fiscaux susceptibles de créer un environnement plus ou moins favorable au développement du capital-risque, des dispositions plus ciblées peuvent venir se juxtaposer au cadre fiscal d'ensemble. Un aspect important en la matière est la création de **structures ad hoc**, qui visent spécifiquement à orienter une partie de l'épargne vers les actions de petites firmes de croissance.

Ces structures ont été mises sur pied dans certains pays comme le Royaume-Uni et les Pays-Bas où, respectivement, les "venture capital trusts" et les "venture capital funds" bénéficient d'un traitement fiscal avantageux dans la mesure où ils investissent plus de 70 p.c. de leurs avoirs en engagements de petites sociétés non cotées. L'investissement en parts de tels fonds s'assortit d'une taxation beaucoup plus favorable que le régime commun. La France également s'est dotée d'un jeu de structures spécifiquement conçues pour le capital-risque bénéficiant elles-mêmes ou offrant à l'investisseur des allègements fiscaux non négligeables: le "fonds commun de placement à risque", la "société de capital-risque" ou encore le "fonds commun de placement à risques-innovation". Le statut des sociétés de participation UBG (Unternehmensbeteiligungsgesellschaft) en Allemagne semble par contre présenter des avantages beaucoup plus ténus.

En Belgique, un système de fonds spécialisés, les Pricafs et les Prifonds, a été instauré par l'arrêté royal du 18 avril 1997 relatif aux organismes de placement investissant dans des sociétés non cotées et dans des sociétés en croissance. Les Pricafs²⁴ sont apparentés aux Sicavs, et bénéficient d'ailleurs d'avantages fiscaux largement comparables. A la différence des Sicavs traditionnelles, elles participent cependant d'une volonté de stimuler le capital-risque. D'une part, elles sont appelées à apporter un "know-how", une expérience, à des petites firmes en croissance²⁵. D'autre part, elles doivent se conformer à diverses règles de placement. Ainsi, leur portefeuille doit renfermer au moins 70 p.c. d'instruments émis par des sociétés non cotées ou par des sociétés cotées sur des marchés destinés aux sociétés en croissance comme l'EASDAQ et l'Euro-NM²⁶. Elles sont en outre contraintes d'investir au moins 50 p.c. de leurs actifs en actions.

Contrairement à la situation qui prévaut dans d'autres pays, et en particulier en France, l'avantage fiscal dont bénéficient les acquéreurs de parts de Pricafs ne s'écarte guère du traitement réservé aux Sicavs traditionnelles. Jusqu'ici, les Pricafs n'ont

²⁴ Les Prifonds présentent les mêmes caractéristiques que les Pricafs, à deux exceptions près. En premier lieu, leur statut fiscal est proche de celui des fonds de placement, et non de celui des Sicavs. En second lieu, ils doivent être encadrés par une société de gestion agréée par la Bourse de Bruxelles.

²⁵ Cette dimension essentielle est d'ailleurs prise en compte dans les considérants de l'arrêté royal du 18 avril 1997, selon lequel "ces organismes de placement peuvent jouer un rôle important dans la professionnalisation des entreprises dans lesquelles ils détiennent une participation".

²⁶ Il peut également s'agir de participations dans d'autres Pricafs ou de parts de Prifonds ou d'actions échangées sur le marché interprofessionnel d'échange par blocs d'actions non cotées, le MIM.

Tableau 13 - Structures fiscalement transparentes

	Allemagne	Pays-Bas	Royaume-Uni
	GMBH en commandite	Limited Partnership	Limited Partnership
Principales caractéristiques	Partnership associant les "limited partners", dont la responsabilité est limitée, et les partenaires "complémentaires". Siège d'activité en Allemagne.	Commanditaire Venootschap (CV).	A responsabilité limitée. Peut regrouper au maximum 20 partenaires.
Principaux avantages	<ul style="list-style-type: none"> - Responsabilité limitée, flexibilité. - Transparence fiscale, sauf vis-à-vis de la taxe professionnelle. - Les moins-values peuvent venir en déduction des profits des investisseurs, sur une base prorata. - Les gains enregistrés par les particuliers et inférieurs à 30 millions DEM sont taxés à la moitié du taux normal. 	<ul style="list-style-type: none"> - Transparence fiscale. - Responsabilité limitée. - Le choix des investissements n'est que faiblement régulé. 	<ul style="list-style-type: none"> - Transparence du point de vue des dividendes et des gains en capital. - Permet à des investisseurs différents de coexister. - Réglementation souple.
Principaux inconvénients	Les investisseurs paient les taxes sur les gains en capital lorsque ces derniers sont réalisés par la société, et non quand ils sont effectivement distribués.	<ul style="list-style-type: none"> - Ne peut être coté. - Ne bénéficie pas du régime d'exemption des participations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ne peut être coté en bourse. - Les dividendes ou les gains sont taxés lorsqu'ils sont réalisés par le partnership, non quand ils sont perçus par les investisseurs. - Le partnership ne peut procéder à une émission publique de parts.

Source: EVCA (1994).

rencontré qu'un succès limité. Une seule Pricaf, Quest for Growth, figure en effet actuellement à la cote de Bruxelles, avec une capitalisation boursière de 105 millions €.

Les structures d'investissement spécifiques sont peu présentes ou assez récentes dans certains pays, comme l'Allemagne et les Pays-Bas. Les firmes de venture capital néerlandaises et allemandes ont cependant pallié cet inconvénient en recourant à des **structures fiscales transparentes** préexistantes. Ces structures permettent d'éviter une double imposition (dans le chef de la société qui perçoit les revenus et dans le chef de ses actionnaires lors de la distribution de ces mêmes revenus): les revenus des investisseurs sont taxés comme s'ils avaient été perçus directement et non par l'intermédiaire d'une société.

La société commanditaire néerlandaise présente un statut assez proche de celui du "limited partnership" britannique. Cette dernière forme juridique offre la possibilité à divers partenaires de se regrouper de façon extrêmement flexible au sein d'une même entreprise, ce qui peut s'avérer très utile dans un secteur aussi disparate que celui du capital-risque. Par ailleurs, le limited partnership est une structure fiscale transparente, même si les dividendes et les gains en capital sont taxés dans le chef des investisseurs au moment même où le partnership perçoit ces revenus, et non quand ils sont effectivement distribués. Un autre inconvénient majeur pour les investisseurs est le fait que les parts du partnership ne peuvent être cotées en bourse. Ces obstacles ne sont cependant pas rédhibitoires, comme l'atteste le succès de cette forme juridique, qui est la plus répandue au sein de l'industrie du capital-risque britannique.

Le dispositif néerlandais présente mutatis mutandis les mêmes caractéristiques. La société commanditaire semble toutefois moins répandue auprès de l'industrie néerlandaise du capital-risque que les deux formes juridiques les plus traditionnelles, à savoir la "naamloze vennootschap" (NV) et la "vennootschap met beperkte aansprakelijkheid" (BV), qui sont soumises au régime fiscal commun. Cette situation est sans doute liée à l'absence de possibilité de cotation en bourse des actions des sociétés commanditaires, mais aussi au fait que les deux autres formes plus traditionnelles de sociétés peuvent bénéficier d'un traitement fiscal favorable pour autant que les conditions du régime d'exemption des participations soient rencontrées (cf. point 3.1).

La GMBH en commandite allemande est également assimilable au partnership britannique. Elle présente cependant la particularité d'associer des partenaires à

responsabilité limitée, dont la perte maximale se limite au capital investi, à des partenaires dits complémentaires beaucoup plus exposés au risque. En outre, la transparence fiscale n'est pas totale, dans la mesure où la GMBH en commandite doit payer la taxe professionnelle, ce qui altère la neutralité du véhicule vis-à-vis des investisseurs. Cet inconvénient est cependant pallié par le traitement fiscal préférentiel dont bénéficient les actionnaires particuliers à l'occasion de la cession de leurs parts dans une GMBH.

3.3 *Rôle des investisseurs institutionnels dans le développement du capital à risque.*

La présente section va, dans un premier temps, examiner le poids respectif, au sein des économies étudiées, des investisseurs institutionnels. L'importance de leurs investissements en actions et de leurs placements par le truchement de firmes de venture capital seront ensuite successivement abordés.

3.3.1 Examen de l'importance respective des investisseurs institutionnels

La littérature financière distingue traditionnellement deux types d'organisation des marchés financiers. Il s'agit, d'une part, des systèmes où l'intermédiation bancaire reste prépondérante (structure qui prédomine en Europe continentale) et, d'autre part, des systèmes où les marchés de valeurs mobilières jouent un rôle central, en s'appuyant sur un important secteur d'investisseurs institutionnels (système qui prévaut dans les pays anglo-saxons ou, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas).

La distinction entre les deux systèmes ne ressort guère d'une comparaison des données relatives aux seuls établissements de crédit. En effet, le degré élevé d'internationalisation des marchés financiers au Royaume-Uni a pour effet que les actifs des établissements de crédit y atteignent 332 p.c. du PIB, soit un pourcentage supérieur à celui observé dans chacun des quatre pays d'Europe continentale considérés. En revanche, la distinction entre les deux types d'organisation des marchés financiers apparaît clairement à l'examen des actifs détenus par les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension et organismes de placement collectif). Au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, les investissements des investisseurs institutionnels avoisinent 200 p.c. du PIB, alors qu'ils ne sont que de l'ordre de 100 p.c. du PIB en Allemagne, en Belgique et en France.

Cette disparité est particulièrement nette pour les fonds de pension. Si ces derniers représentent respectivement 80 et 118 p.c. du PIB au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, leurs actifs n'atteignent que 6 p.c. en Belgique et moins encore en Allemagne et en France. D'une part, les pensions d'Etat assurées par un système de répartition sont proportionnellement plus faibles au Royaume-Uni qu'en Europe continentale. D'autre part, les pensions de nombreux fonctionnaires néerlandais sont prises en charge par un fonds de pension spécifique, l'ABP²⁷, dont les actifs dépassent les 30 p.c. du PIB néerlandais.

Tableau 14 - Importance relative des investisseurs institutionnels et de leurs investissements en capital à risque
(sauf mention contraire, encours en pourcentage du PIB à la fin de 1999)

	Allemagne	Belgique	France	Pays-Bas	Royaume-Uni
1. Actifs des investisseurs institutionnels ¹	79,4	96,3	117,1	211,8	192,5
Compagnies d'assurances	35,8 ³	34,2	68,7	65,6	88,6
Fonds de pension	3,3 ³	6,1	...	118,3	79,8
Organismes de placement collectif ²	40,3	55,9	48,4	28,0	24,0
<i>p.m. actifs des établissements de crédit (p.c. du PIB en 1998)</i>	<i>309,2</i>	<i>288,6</i>	<i>216,6</i>	<i>227,7</i>	<i>332,3</i>
2. Placements en actions	21,5	28,3	35,7	96,5	117,6
Compagnies d'assurances	3,3 ³	8,8	16,6	21,3	45,2
Fonds de pension	--	1,6	--	60,7	50,7
Organismes de placement collectif ²	18,2	17,9	19,1	14,5	21,7
Idem en p.c. des actifs totaux	27,1	29,4	30,5	45,6	61,1
Compagnies d'assurances	9,2 ³	25,7	24,2	32,5	51,0
Fonds de pension	--	25,9	--	51,3	63,4
Organismes de placement collectif ²	45,2	32,0	39,5	52,0	90,6
3. dont placements en actions domestiques	n.d.	12,1	n.d.	32,6	88,3
Compagnies d'assurances	n.d.	4,2	n.d.	14,6	36,3
Fonds de pension	n.d.	0,5	n.d.	14,5	38,2
Organismes de placement collectif ²	6,6	7,4	12,2	3,4	13,8
4. Apports des institutionnels aux firmes de venture capital ⁴	0,2	0,1	0,4	0,5	2,5
Compagnies d'assurances	0,1	0,1	0,3	0,3	0,7
Fonds de pension	0,1	--	0,2	0,2	1,8
<i>p.m. apports des établissements de crédit</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>

Sources : Eurostat, OCDE, Banque de France, Deutsche Bundesbank, INSEE, Nederlandsche Bank, ONS britannique et BNB.

¹ Y compris les doubles comptages qui résultent de la détention par les compagnies d'assurances et les fonds de pension de parts d'organismes de placement collectif.

² Pour le Royaume-Uni : unit trusts et investment trusts. Pour la Belgique : y compris les OPC étrangers procédant à des émissions publiques en Belgique.

³ Chiffres en 1998.

⁴ Estimation effectuée sur la base d'un cumul des flux d'apport publiés par l'EVCA. Les chiffres de l'EVCA ne permettent pas d'isoler les organismes de placement collectif comme pourvoyeurs de fonds sur le marché du venture capital.

²⁷ Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds.

Les organismes de placement collectif atténuent partiellement cette disparité. Leurs actifs, qui se chiffrent à moins de 30 p.c. au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, y sont en effet moins élevés que dans les trois autres pays où ils représentent 40 à 56 p.c. du PIB.

3.3.2 Investissements en actions des investisseurs institutionnels

L'intérêt manifesté par les investisseurs institutionnels pour les actions est un déterminant indirect, mais essentiel, de l'investissement en capital-risque. D'importantes acquisitions d'actions par ces investisseurs vont en effet accroître la liquidité du marché boursier, ce qui permet aux firmes de venture capital de gérer leurs investissements de façon plus dynamique et de les réaliser dans de bonnes conditions. Par ailleurs, l'intérêt accru pour les marchés boursiers peut également s'accompagner de la mise en place de segments spécialement dédiés aux petites sociétés présentant un potentiel élevé de croissance. Le développement de ce type particulier de marché implique l'activité d'intervenants plus spécifiquement orientés vers le venture capital, de même que l'acquisition d'un know-how en matière d'évaluation du potentiel de nouvelles entreprises, qui peuvent s'avérer utiles pour le développement du capital-risque.

L'allocation de portefeuille des investisseurs institutionnels contribue à accroître la disparité mise en lumière lors de l'examen des structures financières. Ainsi, les institutionnels britanniques et néerlandais investissent respectivement 61 et 46 p.c. de leurs actifs en actions, contre environ 30 p.c. dans les trois autres pays. Les seuls placements en actions domestiques des investisseurs institutionnels atteignent 88 p.c. du PIB au Royaume-Uni, au lieu de 12 p.c. en Belgique.

Il convient toutefois de souligner qu'en Belgique, les particuliers ont manifesté au cours des dernières années un intérêt soutenu pour les placements auprès d'OPC indiciels, qui sont assortis d'une protection du capital et dont le rendement est lié à l'évolution d'indices boursiers. Ces OPC ne sont cependant pas inclus dans les données du tableau 14 car ils n'acquièrent pas d'actions. Leurs actifs se composent en fait de dépôts ou d'obligations, assortis d'une combinaison de produits dérivés (options sur indices boursiers).

Même en tenant compte de ce facteur particulier, les portefeuilles des investisseurs institutionnels belges comprennent, proportionnellement, beaucoup moins d'actions que ceux des institutionnels britanniques ou néerlandais. Ceci vaut tant pour les OPC que pour les compagnies d'assurances et les fonds de pension. En ce qui concerne ces deux dernières catégories d'investisseurs, ce constat peut paraître, à première vue, surprenant car les placements en actions sont en principe particulièrement indiqués comme contrepartie de passifs essentiellement constitués d'engagements à long terme. La volatilité inhérente aux marchés d'actions n'est en effet guère problématique sur un tel horizon, car les variations extrêmes tendent à se compenser. Par ailleurs, les actions présentent tendanciellement un rendement plus élevé que les autres types de placements, en particulier les obligations.

Les divergences en matière de réglementation des placements peuvent contribuer à expliquer les écarts constatés. Ainsi, le Royaume-Uni et les Pays-Bas bénéficient, sur ce plan, d'un régime très flexible, basé sur le "prudent man concept", qui revient simplement à recommander aux compagnies d'assurances et fonds de pension une gestion prudente et une bonne diversification de leurs actifs. Aucune limite formelle n'est donc imposée à la détention d'actions.

En Belgique, les placements des compagnies d'assurances et les fonds de pension sont réglementés et ne bénéficient par conséquent pas d'une telle souplesse. En ce qui concerne les placements autorisés en actions, la réglementation en vigueur n'apparaît toutefois pas particulièrement contraignante. Il n'existe en effet aucune limitation en ce qui concerne le portefeuille en actions cotées. Par contre, les actions non cotées ne peuvent représenter que maximum 10 p.c. du total des actifs tant des compagnies d'assurances que des fonds de pension. Il est à remarquer que, pour ces derniers, le plafond était, avant le 1^{er} janvier 1999, de 30 p.c., de sorte que la modification de la réglementation n'a pas été dans un sens favorable à l'essor du capital-risque. Les restrictions sont plus importantes en France où l'ensemble des actions ne peut dépasser 65 p.c. des actifs, la part autorisée des actions non cotées étant quant à elle très faible. En Allemagne, les règles sont plus strictes encore: les compagnies d'assurances ne peuvent investir que maximum 30 p.c. en actions cotées et 10 p.c. en actions non cotées. L'ensemble des actions en portefeuille des fonds de pension allemands ne peut dépasser 25 p.c. De plus, il existe en Allemagne des restrictions quant à la détention d'actions étrangères.

Certaines législations contraignent les investissements en actions des fonds de pension par un autre biais, en imposant des minima pour certains actifs. A titre d'exemple, les régimes complémentaires français, l'ARRCO et l'ARGIC, imposent un plancher très élevé pour les placements en obligations publiques, correspondant à 50 p.c. des investissements. En Belgique, les compagnies d'assurances et fonds de pension ont longtemps été soumis à l'obligation de détenir un minimum de 15 p.c. de leurs réserves techniques en fonds d'Etat ou titres assimilés. Cette obligation a été abrogée, pour les compagnies d'assurances, par l'arrêté royal du 12 août 1994 modifiant la loi du 9 juillet 1975 relative au contrôle des entreprises d'assurances et, pour les fonds de pension, par l'arrêté royal du 18 janvier 1999 relatif aux institutions privées de prévoyance.

3.3.3 Apport des investisseurs institutionnels au financement des firmes de venture capital

Les statistiques de l'EVCA, déjà exploitées au chapitre 2, permettent d'identifier l'apport de nouveaux fonds aux compagnies de capital-risque, d'après les catégories d'investisseurs. Ainsi, l'apport des banques, des compagnies d'assurances et des fonds de pension peut être isolé. Il n'en est malheureusement pas de même des organismes de placement collectif, mais ces derniers ne jouent encore qu'un rôle limité en tant qu'investisseurs finals en capital-risque²⁸.

L'intense activité des investisseurs institutionnels britanniques sur le marché des actions se reflète aussi dans leur rôle sur le marché du venture capital. L'encours de leurs placements en la matière s'élevait à 2,5 p.c. du PIB à la fin de 1999. Les Pays-Bas affichent un niveau nettement moins élevé, avec 0,5 p.c. du PIB, mais qui reste néanmoins sensiblement supérieur à celui observé en Allemagne et en Belgique (respectivement 0,2 et 0,1 p.c.). Alors que le retard affiché par l'Allemagne est directement lié à l'étroitesse du marché du venture capital dans l'économie de ce pays, celui enregistré en Belgique est plus précisément attribuable à la faible implication des investisseurs institutionnels sur ce marché. En France, par contre, alors qu'ils sont moins présents sur le marché des actions qu'aux Pays-Bas, les investisseurs institutionnels rivalisent avec leurs homologues néerlandais sur le marché du venture capital puisque l'encours de leurs placements s'élève à 0,4 p.c. du PIB.

²⁸ En fait, les statistiques d'apport de l'EVCA ne font l'objet d'une ventilation par type d'investisseurs que dans leur version "flux", les encours correspondants n'apparaissant jusqu'en 1997 que sur une base agrégée. Des calculs propres ont été nécessaires pour inférer de ces deux types de données des encours d'investissements par catégorie d'institutionnels.

3.4 *Rôle des pouvoirs publics*

Les pouvoirs publics peuvent apporter un soutien indirect au venture capital au travers de la fiscalité, mais ils peuvent aussi agir de manière beaucoup plus directe, soit en agissant eux-mêmes comme investisseur en capital-risque, soit en se portant garant lors de l'apport de venture capital d'origine privée.

Le débat existe quant à la réelle opportunité de l'intervention directe. Elle se justifie dans la mesure où la naissance et la croissance des PME seraient effectivement entravées par des contraintes financières, liées à la difficulté que ces sociétés rencontreraient à se financer sur le marché des capitaux. A l'opposé, si le faible développement du venture capital en Europe s'explique par l'insuffisance des projets entrepreneuriaux de qualité, l'interventionnisme public entraînerait des distorsions et pourrait conduire à des surinvestissements en capital-risque.

Le rôle joué par l'Etat comme apporteur direct de venture capital est, on l'a déjà souligné à plusieurs reprises, particulièrement marquant en Belgique. Cette section dresse un bref aperçu des sociétés publiques d'investissements, avant d'évoquer succinctement les éventuels mécanismes de garantie existant.

3.4.1 *Sociétés publiques d'investissement*

Parmi les entreprises publiques actives en Belgique, la **GIMV** est l'un des principaux pourvoyeurs de capital-risque. Son action, soit directe soit indirecte par l'intermédiaire de ses filiales, est concentrée dans la partie néerlandophone du pays, mais s'étend également à l'étranger. La GIMV a été créée en 1980. Société cotée en bourse depuis 1997, avec pour principal actionnaire la Communauté flamande à raison de 70 p.c., son total bilantaire s'élevait à la fin de 1999 à plus de 900 millions €, ses fonds propres se chiffrant à quelque 800 millions €. Elle fournit du capital-risque à une très large gamme de sociétés, tant du point de vue des secteurs d'activité que des phases de développement. Fin 1999, son portefeuille comprenait des investissements dans 263 sociétés pour une valeur comptable de plus de 600 millions €²⁹.

Kamofin, filiale à 100 p.c. de la GIMV, est spécifiquement orientée vers le financement des PME flamandes à fort potentiel de croissance. Depuis sa création en

²⁹ La GIMV investit également dans des sociétés cotées, ce qui écarte la définition utilisée ici, de celle retenue par l'EVCA.

1984, elle a soutenu plus de 200 entreprises, auxquelles elle a apporté des capitaux pour un total de quelque 80 millions €. La GIMV a également créé en 1993 le Take Off Fonds, spécialisé dans le financement de starters des secteurs traditionnels.

En Wallonie, les sociétés publiques sont la **SRIW** et ses **huit invests sous-régionaux**³⁰. La SRIW a été constituée en 1979 et est à 98,5 p.c. la propriété de la Région wallonne. Seules des institutions financières d'intérêt public peuvent se porter actionnaires de la SRIW. Au 31 mars 2000, son total bilantaire s'élevait à plus de 820 millions €, les fonds propres se chiffrant à quelque 730 millions, ce qui fait de la SRIW un acteur de poids à l'échelle de l'économie wallonne. A la même date, elle détenait des participations et créances dans 110 sociétés, les actions en portefeuille représentant un total de 563 millions €. La SRIW s'est constituée directement, ou au travers de ses filiales, un portefeuille diversifié. Elle est ainsi présente dans les secteurs d'activités traditionnels du tissu industriel wallon et intervient également dans des secteurs plus pointus technologiquement. Ainsi, l'une de ses filiales, CD Technicom, est spécialisée dans l'octroi du capital-risque à des entreprises du secteur de l'informatique et des télécommunications.

A côté de la SRIW, dont le champ d'action couvre l'ensemble de la Wallonie, il existe également huit invests, créés entre 1982 et 1989, dans lesquels la participation de la Région wallonne est variable selon l'invest envisagé. Chacun de ces invests, qui combinent des capitaux publics et privés, a pour mission de promouvoir, par des apports de fonds à des PME n'étant pas en difficulté, le développement économique dans une zone géographique qui lui est réservée. Les PME concernées doivent être actives dans l'un des secteurs pouvant bénéficier d'aides dans le cadre des lois d'expansion économique. Au total, en 1997, les moyens disponibles des invests wallons étaient d'environ 300 millions €, qu'ils s'agissent de fonds propres ou de droits de tirage octroyés par la Région wallonne. La moitié environ était investie sous forme d'immobilisations financières. Plus de 750 entreprises ont bénéficié d'interventions des invests wallons depuis qu'ils ont été créés. A noter que les politiques d'interventions peuvent être diversifiées: certains invests interviennent majoritairement sous la forme de participations en capital, d'autres préfèrent partager leurs interventions entre l'apport en capital et les prêts, d'autres encore privilégient les prêts.

³⁰ Cf. Henrotte J. et Installe M. (1998).

Enfin, notons que certains invests ont eux aussi créé l'une ou l'autre filiale spécialisée. Les invests, situés dans les zones reconnues par certains programmes européens, ont ainsi mis sur pied des entités dans le cadre de l'utilisation de fonds européens plus spécifiquement affectés au démarrage d'entreprises.

La **SRIB**, créée en 1984, contribue quant à elle à la création et au développement des PME en région bruxelloise. Son capital s'élevait à 74 millions € fin 1999, majoritairement détenu par la Région de Bruxelles-Capitale. Elle détenait alors pour près de 56 millions d'immobilisations financières dans une quarantaine de sociétés ou groupes de sociétés. Parmi les filiales de la SRIB, Brustart, créée en 1992, est un fonds d'amorçage à destination des nouvelles PME bruxelloises. Depuis sa création, elle est intervenue dans le financement de 56 sociétés, à raison de 5,6 millions € au total. La filiale Bruficom, créée en 1996 et dont le capital s'élevait fin 1999 à 23 millions €, est quant à elle spécialisée dans le secteur des télécommunications et du multimédia. Elle repose sur un partenariat avec des banques et des compagnies d'assurances.

3.4.2 Octroi de garantie

Les pouvoirs publics peuvent également contribuer au développement du capital-risque par la mise en place de systèmes de garantie.

Dans très peu de pays, ces systèmes concernent le capital-risque. Le rôle des pouvoirs publics se limite souvent à offrir, sous certaines conditions, une garantie supplétive lorsqu'une PME sollicite un crédit bancaire. En Belgique, toutes les régions proposent un tel système (Fonds de garantie de la Région de Bruxelles-Capitale, Société de garantie régionale wallonne et Vlaams waarborgfonds).

La Communauté flamande a franchi un pas supplémentaire en 1997 en introduisant un système de garantie supplémentaire, plus spécifiquement dédié au venture capital. Les investisseurs privés et les filiales d'établissements de crédit spécialisées en capital-risque disposent d'un filet de sécurité à l'occasion de prises de participation ou d'octroi de crédits subordonnés à des PME de moins de 100 personnes puisque, moyennant conditions, le Vlaams waarborgfonds leur garantit qu'en cas de pertes, ils peuvent récupérer au maximum la moitié de leur investissement.

En France, les pouvoirs publics prennent également en charge une partie de la couverture du risque lié aux financements en fonds propres ou en crédits bancaires.

L'étendue de cette garantie est généralement variable selon le type d'investissement. Un système plus spécifique a été instauré en 1995 pour renforcer l'action des organismes de capital-risque. Ce système permet aux sociétés spécialisées dans l'apport de fonds propres aux PME innovantes de bénéficier d'une garantie globale sur leur portefeuille sans limite unitaire par dossier, mais avec un plafonnement global de l'indemnisation.

Aux Pays-Bas, un système de garantie gouvernemental fut introduit dès 1981. Sous certaines conditions, il permettait aux sociétés de venture capital de récupérer jusqu'à la moitié de leur investissement en cas de perte. Ce système connut un très grand succès. Il fut supprimé pour les investissements réalisés à partir de 1995, compte tenu du fait que le marché du capital-risque était jugé être arrivé à maturité.

3.5 Régimes d'intéressement

De nombreux pays ont mis en place divers dispositifs susceptibles d'encourager la participation des travailleurs, en premier lieu les cadres qualifiés. Ils peuvent revêtir trois formes, à savoir la participation aux bénéfices (ou "profit sharing"), qui se traduit par le versement de primes en fonction de l'évolution des profits de l'entreprise, la participation directe des travailleurs au capital de l'entreprise et enfin l'octroi de stock options. Ce dernier système est d'un grand intérêt pour le secteur du capital-risque, comme le montre l'impact favorable de cette forme de rémunération sur le secteur américain des nouvelles technologies.

3.5.1 Systeme belge des stock options

Les stock options sont généralement attribuées par une entreprise à ses collaborateurs les plus qualifiés, afin de s'assurer leur fidélité tout en stimulant leur motivation. Une stock option s'apparente à une option d'achat classique (ou "option call"). Elle confère en effet à son titulaire le droit, et non l'obligation, d'acheter à un moment quelconque au cours d'une période déterminée un certain nombre d'actions (actif sous-jacent) à un prix fixé au moment de l'attribution, le prix d'exercice. Si la valeur des actions dépasse, au cours de la période, le prix d'exercice des options, les détenteurs de stock options exerceront ces dernières, engrangeant de la sorte une plus-value. Dans le cas contraire, ils s'abstiendront d'exercer l'option et ne bénéficieront donc d'aucun avantage.

Si les stock options sont susceptibles d'être utilisées par de nombreux secteurs d'activité, elles sont particulièrement adaptées au profil des sociétés en croissance. Ces

dernières emploient en effet un personnel hautement qualifié, qu'il importe de fidéliser. En outre, les stock options répondent bien aux besoins d'un personnel jeune, qui peut espérer par ce biais se constituer de façon précoce un capital pouvant être affecté à l'achat d'un logement. Ces objectifs ne pourraient être rencontrés par des modes de rémunérations plus traditionnels, qui exigeraient de la part de firmes en croissance la mobilisation immédiate de ressources financières importantes. En permettant la distribution d'avantages gagés sur la valeur potentielle des sociétés, les stock options offrent un moyen de pallier l'insuffisance de fonds dont souffrent traditionnellement les firmes en croissance au cours de leurs premières années d'activité.

Les stock options présentent cependant un inconvénient à première vue rédhibitoire pour ces entreprises: leurs actions sont habituellement non cotées, du moins dans un premier stade. La valeur intrinsèque d'une option peut certes être calculée à partir de l'actif net comptable d'une société, mais il n'est guère concevable que l'actif net puisse être cédé en tout ou en partie aux employés en cas d'exercice de l'option. Pour contourner ce type d'obstacle, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont introduit le mécanisme des "cash-settled options", qui permet à l'entreprise d'honorer ses engagements en versant un montant en espèce lors de l'exercice de l'option.³¹

Jusqu'il y a peu, la législation belge n'était guère favorable au développement des stock options en raison d'une loi de 1984, qui limitait le nombre d'actions pouvant servir de support à un plan de stock options et qui, de surcroît, entretenait un certain flou sur le plan fiscal et parafiscal.

La loi du 25 mars 1999 sur les stock options a radicalement transformé ce contexte. Elle introduit un nouveau mécanisme de taxation forfaitaire d'application très aisée, tout en permettant de distribuer un nombre illimité d'options à l'ensemble du personnel soumis à l'impôt des personnes physiques. De surcroît, la loi exonère les stock options de cotisations sociales.

La taxation forfaitaire revient à taxer l'option dès sa distribution³², sans attendre la réalisation d'une plus-value. En vertu de la nouvelle loi, la base taxable n'est pas égale à la valeur théorique des options, pouvant résulter par exemple de l'utilisation de la formule

³¹ Il s'agit d'options dont l'exercice se traduit uniquement par un versement en espèces, ce dernier étant égal au bénéfice théorique qu'entraînerait une acquisition de l'action (suite à l'exercice d'une option classique) suivie de sa revente immédiate.

³² Plus exactement, dans les soixante jours qui suivent la distribution des options.

de Black et Scholes. Elle se chiffre en effet simplement à 15 p.c. de la valeur des actions sous-jacentes si l'option est exercée endéans 5 ans, ce pourcentage s'accroissant d'un p.c. par année de détention supplémentaire. Une base réduite, égale à 7,5 p.c.³³ de la valeur sous-jacente, est cependant d'application si les conditions suivantes sont respectées :

- les options distribuées doivent être exercées entre la troisième et la dixième année qui suit l'offre, ce qui permet d'instaurer une relation de long terme entre le titulaire de l'option et son entreprise;
- dans la même perspective, les options sont incessibles;
- le risque de réduction de valeur de l'action sous-jacente n'est pas couvert (par exemple par un système de garantie de groupe);
- les options doivent se rapporter à des actions de l'employeur, ou d'une entreprise présentant un lien de participation avec ce dernier.

Ces conditions paraissent peu contraignantes. En outre, le taux de taxation correspondant est normalement assez limité. La base définie de façon forfaitaire est en effet soumise au taux marginal de l'IPP. Si celui-ci est de 55 p.c. le taux de taxation sera égal à 4,125 p.c. de l'actif sous-jacent en cas de détention pendant 5 ans d'une option répondant aux critères de taxation sur une base réduite. Le taux de taxation effectif d'une plus-value de 40 p.c.³⁴ par rapport au prix d'exercice se limitera dès lors à 10,3125 p.c. seulement {soit $(100 \times 7,5 \text{ p.c.} \times 55 \text{ p.c.}) / 40$ }. Ce taux est extrêmement faible, car il doit être comparé à la taxation moyenne, cotisations de sécurité sociale comprises, des autres formes de rémunération salariale.

Ce système est par contre très désavantageux en cas de diminution ou de stagnation des actifs sous-jacents dans la mesure où le coût associé à la taxation forfaitaire est définitivement perdu si l'option n'est pas exercée. Or l'évolution de la valeur intrinsèque des petites sociétés en croissance est généralement très volatile, de sorte que ce cas de figure est susceptible de se manifester assez fréquemment. C'est afin d'éviter

³³ Ce pourcentage s'accroît de 0,5 p.c. par année de détention de l'option qui excède la durée de 5 ans. Ainsi, la base de taxation d'une option exercée 10 ans après l'offre est égale à 10 p.c. de la valeur sous-jacente.

³⁴ Une telle plus-value exige un accroissement moyen de 7 p.c. des cours des actions sous-jacentes au cours des 5 années qui précèdent l'exercice. Un tel accroissement se situe approximativement dans le prolongement de l'évolution des cours de bourse enregistrée en Belgique entre 1960 et 1998 (+6,8 p.c. en moyenne pour l'indice des cours).

de pénaliser les secteurs présentant un degré de risque élevé que le législateur néerlandais a offert aux sociétés la possibilité d'opter soit pour une taxation forfaitaire à l'origine, soit pour une taxation lors de la réalisation de la plus-value.

Outre cet inconvénient, le nouveau système belge ignore la notion de "cash-settled options", qui facilite l'octroi d'options par les sociétés non cotées.

3.5.2 Participation des travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise

A la fin de l'année 2000, le gouvernement a adopté un projet de loi visant à favoriser la participation de l'ensemble des travailleurs aux performances de leur entreprise. Contrairement au système des stock options, le nouveau régime, qui devrait être mis en place dans les prochains mois, prévoit des dispositions spécifiques pour les PME.

Le projet de loi prévoit que les plans de participation des travailleurs doivent être instaurés par le biais d'une convention collective de travail spécifique c'est-à-dire être le résultat d'une concertation entre employeurs et représentants des travailleurs. Pour les entreprises n'ayant pas de délégation syndicale, les plans sont instaurés par acte d'adhésion. Le montant total des allocations - lesquelles ne peuvent remplacer une rémunération existante - ne peut dépasser 10 p.c. de la masse salariale brute totale de l'entreprise ou 20 p.c. des bénéfices.

Les montants représentatifs de la participation des travailleurs sont prélevés, à l'instar des dividendes, sur les bénéfices de l'entreprise après application de l'impôt des sociétés. Ils ne sont par conséquent pas fiscalement déductibles pour l'entreprise. Toutefois, ils ne sont pas soumis à la cotisation sociale des employeurs. Après le prélèvement de l'impôt des sociétés, les sommes affectées à la participation des travailleurs peuvent, au choix de ces derniers, leur être allouées en espèces (participation aux bénéfices) ou en actions de la société (participation au capital). Dans le premier cas, l'employeur doit retenir une cotisation de solidarité de 13,07 p.c. et une taxe libératoire de 25 p.c., assimilée à l'impôt sur le revenu. Le total des prélèvements, en ce compris l'impôt des sociétés de 40,17 p.c., s'élève à 61 p.c.³⁵ Dans le deuxième cas, aucune cotisation sociale personnelle n'est due; seule une taxe de 15 p.c. est retenue à la source. Le total

³⁵ Sur un montant de 100 consacré par une entreprise au régime de participation des travailleurs, il reste dans le chef de ces derniers, après taxation: $100 - 40,17(\text{ISoc}) = 59,83 - 13,07\% = 52,01 - 25\% = 39,01$.

des prélèvements est dans ce cas de 49 p.c.³⁶ En cas de participation au capital, les actions doivent être conservées durant une période de 2 à 5 ans. Une taxe additionnelle de 10 p.c. est prévue en cas de non-respect de cette condition d'indisponibilité. Compte tenu de l'exemption de la cotisation sociale des employeurs, les deux formes de participation bénéficient donc d'un statut fiscal et parafiscal préférentiel par rapport à celui s'appliquant à une rémunération ordinaire, lequel est plus favorable encore pour les distributions d'actions que pour celles de bénéfices.

Les PME, le plus souvent familiales, pourraient ne pas être tentées d'accorder la possibilité aux travailleurs de participer au capital de l'entreprise dans la mesure où une telle participation impliquerait une dilution des pouvoirs de décision, compte tenu du droit de vote attaché aux actions. Le projet de loi donne la possibilité pour les PME de remplacer la participation au capital par une participation aux bénéfices, tout en maintenant le bénéfice de la taxation plus avantageuse prévue en cas de participation au capital. Pour ce faire, il faut que les sommes allouées aux travailleurs soient immédiatement remises à la disposition de l'entreprise dans le cadre d'un prêt non subordonné à taux d'intérêt convenu, l'entreprise devant consacrer ces moyens à des investissements en immobilisations. Ce mécanisme, spécifiquement destiné aux PME, est dénommé "plan d'épargne d'investissement".

3.6 Nouveaux marchés boursiers destinés aux sociétés à fort potentiel de croissance

Ces dernières années, un grand nombre de pays européens ont cherché à développer de nouveaux compartiments des marchés boursiers spécifiquement conçus pour faciliter l'introduction à la cote de sociétés à fort potentiel de croissance.

Les premières tentatives en ce sens datent en fait des années quatre-vingt, la Belgique, en particulier, ayant créé en 1984 un "second marché". Celui-ci n'a cependant pas rencontré le succès escompté. D'une part, la crise boursière de 1987, survenue en pleine phase de décollage de ce marché a constitué un lourd handicap pour le développement de cette initiative. D'autre part, ce second marché ne se distinguait pas suffisamment, dans ses modalités, du premier marché. A l'heure actuelle, le second marché existe toujours, mais est surtout spécialisé dans la cotation de certificats immobiliers, ne répondant ainsi plus vraiment à son objectif d'origine.

³⁶ Sur un montant de 100 consacré par une entreprise au régime de participation des travailleurs, il reste dans le chef de ces derniers, après taxation: $100 - 40,17(\text{ISoc}) = 59,83 - 15\% = 50,86$.

Le succès rencontré par le NASDAQ aux Etats-Unis a cependant incité à effectuer de nouvelles tentatives au milieu des années nonante. Le marché EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation), créé en Belgique en 1996, a ainsi été conçu comme le pendant européen du NASDAQ américain. Parallèlement, une autre structure, Euro-NM (Euro New Market) a été mise en place, fruit d'initiatives prises conjointement par les bourses de Francfort, Paris, Amsterdam et Bruxelles. La bourse de Milan a par la suite rejoint cette association.

Les marchés français, néerlandais et belge d'Euro-NM vont toutefois être supprimés dans le courant de 2001. Les entreprises qui étaient alors cotées sur ces marchés vont être réintégrées dans Euronext, nouvelle place boursière commune à la France, aux Pays-Bas et à la Belgique. Le marché Euro-NM mérite toutefois d'être analysé, car il s'agit d'un marché spécifiquement créé, comme l'EASDAQ, afin de favoriser l'introduction en bourse et la cotation de jeunes sociétés à perspective de forte croissance. A ce titre, de tels marchés spécialisés constituent un soutien évident aux activités des sociétés de venture capital en offrant une possibilité de cession des participations.

Le marché EASDAQ est quant à lui en pleine évolution. Ses statuts ont récemment été modifiés afin de lever les restrictions qui pesaient sur la composition de son actionnariat (jusqu'alors tout actionnaire ne pouvait détenir plus de 20 p.c. des droits de vote) et, en corollaire, une possible augmentation substantielle de la participation du NASDAQ dans l'EASDAQ a fait l'objet de commentaires dans la presse spécialisée³⁷.

Tableau 15 - Principales caractéristiques des marchés EASDAQ et Euro-NM

	EASDAQ	Euro-NM
Structure	Marché centralisé régi par un seul système légal et supervisé par une seule autorité de marché	Regroupement décentralisé de marchés nationaux avec "common minimum standard"
Système de cotation	Cotation par les prix	Double système (cotation par les prix et par les ordres)
Organisation des introductions	Un sponsor pour préparer l'introduction et deux market-makers pour tenir le marché	Un sponsor et un market-maker
Publications comptables	Rapports trimestriels suivant les normes comptables en vigueur aux USA	Rapports annuels et semestriels
Capitalisation moyenne par société (fin juin 2000, millions d'euros)		
Ensemble du marché	782,8	513,3
Belgique	755,2	31,0

Sources: Blumberg et al. (1997), EASDAQ, Euro-NM.

³⁷ Actuellement, la participation du NASDAQ dans l'EASDAQ est de 1 p.c.

Euro-NM et EASDAQ présentent toutefois des caractéristiques différentes en termes

- de structure: EASDAQ est un marché centralisé avec un système de cotation par les prix alors qu'Euro-NM est un marché décentralisé, mais s'appuyant sur des "common minimum standard", où les cotations s'effectuent selon le double système des prix et des ordres;
- d'exigences: pour être introduites sur EASDAQ, les sociétés candidates doivent s'adjoindre un sponsor et deux market makers et publier des rapports trimestriels en conformité avec les normes comptables américaines. Sur Euro-NM, un sponsor-market maker est suffisant et les rapports, à établir selon les normes nationales, ne doivent avoir qu'une fréquence semestrielle.

Les sociétés cotées sur EASDAQ ont, en moyenne, une taille plus grande que celles cotées sur Euro-NM. Ainsi, à la fin de juin 2000, la capitalisation boursière moyenne par société était de 782,8 millions € sur EASDAQ, contre 513,3 millions sur Euro-NM. Les sociétés belges actives sur EASDAQ étaient, en moyenne, un peu plus petites que leurs homologues étrangères. L'écart était par contre particulièrement important en ce qui concerne la capitalisation des sociétés actives sur Euro-NM (moyenne de 31 millions € en Belgique et 513 millions sur l'ensemble du marché).

Tableau 16 - Sociétés cotées sur EASDAQ et Euro-NM

Données à la fin de juin 2000

	Nombre de sociétés cotées	Capitalisation boursière totale (millions d'euros)	Capitalisation boursière moyenne (millions d'euros)
EASDAQ			
Actions belges	14	10.573	755,2
<u>Actions étrangères</u>	<u>50</u>	<u>39.525</u>	<u>790,5</u>
Total	64	50.098	782,8
Actions belges en p.c. du total	21,9	21,1	96,5
Euro-NM			
Bruxelles	16	495	31,0
Francfort	281	190.541	678,1
Paris	140	26.844	191,7
Amsterdam	15	1.733	115,5
<u>Milan</u>	<u>15</u>	<u>20.101</u>	<u>1.340,1</u>
Total	467	239.713	513,3
Bruxelles en p.c. du total	3,4	0,2	6,0
p.m. total pour EASDAQ en p.c. du total pour Euro-NM	13,7	20,9	1,5

Sources: EASDAQ, Euro-NM.

Ceci est sans doute le reflet d'une différence d'implantation des deux marchés en Belgique et à l'étranger. Globalement, Euro-NM a rencontré plus de succès qu'EASDAQ, avec 467 entreprises cotées au 30 juin 2000, contre 64. Les marchés allemand et français ont fortement contribué à ce succès. Qui plus est, la capitalisation boursière moyenne est relativement élevée sur la place de Francfort, et bien plus encore sur la place de Milan. Toutefois, pour la Belgique seule, EASDAQ apparaît proportionnellement plus important. L'implantation de ce marché à Bruxelles n'est sans doute pas étrangère à cette situation. Il en résulte que les actions belges représentaient au 30 juin 2000 une fraction significative de l'EASDAQ (plus de 20 p.c.) mais restaient assez marginales sur l'Euro-NM.

L'activité des entreprises belges sur l'EASDAQ ressort également des statistiques relatives au marché secondaire. Les transactions sur actions belges restent proportionnellement importantes, même si leur part dans le total a tendance à diminuer. Ainsi, au cours des six premiers mois de l'année 2000, elles ont représenté 26 p.c. du total en volume et 35 p.c. en nombre. Ces pourcentages étaient sensiblement plus élevés par le passé, se chiffrant respectivement à 68 et 72 p.c. en 1998. Il semble que le marché EASDAQ ait atteint assez rapidement une certaine maturité en ce qui concerne la cotation des entreprises belges, et que son développement futur repose davantage que par le passé sur la cotation d'entreprises d'autres pays. Il n'en reste pas moins que les 4 milliards € de transactions sur valeurs belges enregistrés au cours des six premiers mois de 2000 représentent près du cinquième du volume observé en Bourse de Bruxelles sur la même période. Qui plus est, le taux de rotation (volume de transaction exprimé en pourcentage de la capitalisation boursière) des actions belges cotées sur l'EASDAQ est sensiblement supérieur à celui observé en Bourse de Bruxelles, ce qui traduit une forte activité sur ce marché.

Tableau 17 - EASDAQ

	Ensemble des valeurs					Valeurs belges				
	1996	1997	1998	1999	6 mois 2000	1996	1997	1998	1999	6 mois 2000
Nombre d'entreprises cotées (fin de période) <i>p.m. nombre d'entreprises cotées à la bourse de Bruxelles</i>	4	23	39	56	64	2	6	9	11	14 (169)
Marché primaire : Fonds récoltés à l'admission (millions d'euros) en p.c. du total des entreprises	228	561	1.032	1.171	468	121 53,2%	216 38,4%	80 7,8%	44 3,8%	112 23,9%
Nombre d'émissions selon la monnaie dollar américain monnaies européennes ¹	4 0	11 8	10 8	9 10	6 3	2 0	4 0	2 1	0 2	2 1
Marché secondaire : Capitalisation boursière (millions d'euros, fin de période) en p.c. du total des entreprises <i>p.m. capitalisation des entreprises cotées à la bourse de Bruxelles</i>	714	4.229	13.090	42.915	50.098	347 48,6% (94.348)	1.893 44,8% (126.475)	3.378 25,8% (208.419)	5.026 11,7% (184.509)	10.573 21,1% (178.880)
Nombre de transactions en p.c. du total des entreprises	1.329	22.575	160.589	157.273	264.008	1.262 95,0%	15.751 69,8%	116.007 72,2%	84.576 53,8%	93.306 35,3%
Volume de transactions (millions d'euros) en p.c. du total des entreprises <i>p.m. volume de transactions à la bourse de Bruxelles</i>	46	904	3.895	4.458	15.175	45 98,0% (17.236)	536 59,3% (26.378)	2.657 68,2% (50.782)	1.619 36,3% (50.951)	4.009 26,4% (20.707)
Taux mensuel de rotation ² <i>p.m. taux mensuel de rotation à la bourse de Bruxelles</i>	3,7%	3,0%	3,0%	1,6%	4,3%	7,6% (1,7%)	4,6% (1,9%)	5,4% (2,4%)	3,4% (2,4%)	6,8% (2,1%)

Source : EASDAQ.

¹ Emissions en euro à partir de 1999.

² Moyenne annuelle des volumes mensuels de transactions exprimés en pourcentage de la capitalisation boursière à la fin du mois.

CONCLUSION

L'importance stratégique du capital-risque ne peut à l'évidence être appréciée sur la seule base des sommes mobilisées, qui restent faibles en termes macro-économiques. Le capital-risque joue avant tout un rôle de catalyseur car il est investi dans des sociétés à fort potentiel; il constitue, de ce fait, une source importante de croissance et de renouveau économique.

Grâce à une forte expansion en 1999, les montants investis sous la forme de capital-risque en Belgique ont atteint, en pourcentage du PIB, un niveau comparable à celui du reste de l'Europe, soit 0,3 p.c. Il est évidemment souhaitable que ce réalignement puisse se consolider dans les années à venir sur un marché qui reste marqué par deux grandes spécificités. Le venture capital en Belgique est, d'une part, largement dominé par le secteur public qui intervient, en particulier, au travers des sociétés publiques d'investissements. Il est, d'autre part, surtout spécialisé dans les financements de création et d'expansion, au détriment des financements liés au "replacement", des MBO ou MBI.

En d'autres termes, le premier stade d'intervention du venture capital, qui s'appuie assez largement sur l'initiative publique en Belgique, ne semble encore trouver qu'un relais insuffisant au second stade d'intervention qui concerne les modifications de l'actionariat. Ceci pourrait à terme freiner le développement même du premier stade, surtout sous la forme d'initiative privée, en réduisant les possibilités de sorties, en empêchant un roulement plus rapide des sociétés en portefeuille et en limitant les expériences d'évaluation de nouveaux dossiers.

Un environnement fiscal et institutionnel adapté ne pourra être que bénéfique aux deux stades d'intervention du venture capital.

Première variable à prendre en compte, le régime d'imposition des sociétés n'apparaît pas plus lourd en Belgique que dans les pays voisins. Certes, le taux facial de 40 p.c. est plus élevé qu'au Royaume-Uni, en France et aux Pays-Bas (30 à 35 p.c.), tout en étant inférieur au taux pratiqué en Allemagne avant son abaissement en 2001. Toutefois, les déductions fiscales, crédits d'impôts ou régimes d'exception permettent de gommer cet écart. Ceux-ci semblent cependant bénéficier bien davantage aux grandes sociétés qu'aux petites entreprises, parmi lesquelles se retrouvent les candidates potentielles au venture capital. En revanche, certaines dispositions ont été prises dans

des pays voisins afin de permettre aux plus petites entreprises de bénéficier de conditions de taxation plus favorables.

La taxation des dividendes ne constitue pas une source de handicap. Dans le cas des particuliers, l'assimilation du précompte mobilier à un impôt définitif permet d'amener le rapport entre dividende net et bénéfice avant impôt à environ 50 p.c., pourcentage comparable à celui qui prévaut au Royaume-Uni et largement supérieur au pourcentage enregistré en France et aux Pays-Bas.

Toutefois, de par la nature même du capital-risque, les investisseurs potentiels seront davantage sensibles au système de taxation des plus-values qu'à celui des dividendes. Sur ce plan, les régimes belge et hollandais sont les plus favorables, puisqu'ils prévoient une exemption quasi générale des plus-values. Au Royaume-Uni et en Allemagne, ces exemptions sont soumises à des conditions sensiblement plus strictes, qui, dans ce dernier pays, devraient être prochainement levées.

Il y a toutefois une contrepartie. Les moins-values sont quasi entièrement déductibles au Royaume-Uni et en France. Elles ne le sont pratiquement pas en Belgique, ce qui sera aussi le cas en Allemagne suite à la réforme fiscale.

En résumé, le régime standard de taxation des revenus sur actions en Belgique se compare favorablement aux régimes en vigueur dans les autres pays, mais ne semble toutefois pas particulièrement ciblé sur le capital-risque.

Le même constat prévaut pour les structures d'investissements spécifiques, en particulier les organismes de placement collectif, ou encore pour les stock options. Dans le premier cas, l'exemption des plus-values sur les parts d'OPC pratiquant le régime de la capitalisation a engendré un grand attrait pour ce type de placement. Celui-ci ne s'est toutefois pas étendu aux organismes spécialisés en venture capital, ces derniers présentant des risques beaucoup plus élevés sans avantages fiscaux supplémentaires. Dans le second cas, la taxation forfaitaire lors de la distribution de l'option présente des inconvénients pour le venture capital, dans la mesure où le risque d'être taxé sur un avantage qui ne se matérialisera pas est plus grand. Le "plan d'épargne d'investissement", qui devrait être introduit dans le courant de l'année 2001 et qui est spécifiquement destiné aux PME, pourrait s'avérer une voie prometteuse afin d'offrir une nouvelle source de financement aux sociétés de taille réduite, même s'il ne s'agit pas à

strictement parler d'une mesure permettant de stimuler l'implication d'investisseurs externes dans les sociétés non cotées.

Le succès des fonds à cliquets semble indiquer que l'attrait des placements en actions auprès des investisseurs finals est fortement renforcé par l'existence d'une protection. Ce désir de protection devrait a fortiori exister dans le cadre du venture capital, car celui-ci associe des possibilités de gains plus élevés à des risques plus lourds. L'absence de marchés d'options pour des actions non cotées ne rend toutefois guère possible la création de fonds de venture capital à cliquets.

La mise en place de systèmes permettant aux "venture capitalists" de se couvrir contre le risque de pertes est certainement profitable à l'expansion du marché du capital-risque. Le développement de systèmes de garantie qui permettent une indemnisation partielle des pertes subies, moyennant paiement d'une commission à un organisme assureur, voire intéressement de celui-ci aux plus-values, constitue une piste en la matière.

Favoriser l'intervention, entre les fonds de venture capital et les particuliers, de gros investisseurs institutionnels mieux à même de gérer professionnellement les risques liés à ce type de placement pourrait également être bénéfique à l'essor du capital-risque. Ce n'est sans doute pas un hasard si, parmi les cinq pays passés en revue dans cette étude, c'est au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, pays où les investisseurs institutionnels sont particulièrement actifs, que le capital-risque se développe le plus rapidement.

ANNEXE

SOCIETES DE CAPITAL A RISQUE EN BELGIQUE¹

	CRITERES DE SELECTION					INFOS SUR LA SOCIETE					
	Montant (mln BEF)		Phases	Préférence sectorielle	Préférence géographique	Actionnariat	Nb d'entrepr. finan.	Rendement espéré %	Participation		Membre EVCA ou BVA
	Min.	Max.							Moy %	Max %	
Capricorn Venture Partners	10	100	Seed Start-up Expansion	Technologie Informatique	Belgique Pays-Bas France nord Allemagne	Privé					X
Degroof Investments	50	200	Expansion MBO/I	Aucune	Belgique essentiellement Pays voisins	Privé/ Banque	13 (déb. 98)	20-25	5	20	X
Dexia Ventures	5	50	Start-up Expansion	Aucune	Principalement Europe	Banque	± 25			Minoritaire	X
E-Capital	20	60	Expansion	Electronique Informatique. Commun. Environn. Services	Wallonie Régions limitrophes	Privé	4				
Euroventures Benelux	10	200	Start-up Expansion Repl	Aucune	Benelux Europe	Privé	15 (déb. 98)	15-20	20	Minoritaire	X
GIMV	5	5.000	Toutes	Aucune	Belgique Europe USA Asie	Public	245 (fin 98)				X
Halder Invest	100	500	Expansion Repl MBO/I	Industrie Commerce Services	Benelux Allemagne France	Privé	3 (déb. 99)	25	35	100	X
Hocinvest + Socaris + SDT		25	Start-up Expansion Repl MBO/I	Conforme lois expansion écon. Wall.	Hainaut occidental	Privé/ Public(RW)	70		25	Minoritaire	
IBEL	100	300	Expansion Repl MBO/I	Aucune	Flandres Pays-Bas France nord	Privé/ Banque	15 (mars 99)		25	40	
Indas	5	50	Seed Start-up Expansion MBO/I	Industrie	Belgique	Privé	5		25	100	
Innovi Euroventures	2	15	Start-up	Santé Télécom Nouv. Matériel	Benelux France nord	Privé	10	12	30	50	
Invest Borinage-Centre + IMBC		25 ou 50	Toutes	Conforme lois expansion écon. Wall.	Mons Borinage Centre	Privé/ Public(RW)	106	Taux 5 ans- 0,5 %	28	Minoritaire	
Investco	10	300	Expansion Repl MBO/I	Aucune	Flandre essentiellement	Banque	± 70	15		Minoritaire	
Investsud	4	150	(Seed, Start-up) Expansion Repl MBO/I	Conforme lois expansion écon. Wall.	Provinces Liège-Namur-Luxembourg	Privé/ Public(RW)	75 (déb. 99)	Prime rate + 3 à 4 p.c.	30	Minoritaire	X
ISEP	10	200	Seed Start-up Expansion MBO/I	Aucune	Belgique Europe	Banque (90 %)	± 20 (fin 97)	15		Minoritaire	X
IT Partners	30	300	Start-up (80%) Expansion (20 %)	Informatique Télécomm.	Benelux Europe USA	Privé/ Banque/ Public	5	25-30	20-25	Minoritaire	X
Lessius	15	300	Seed Expansion MBO/I	Aucune	Belgique France nord	Privé	5	15-20	25	75	X
LPM-Limburgse Participatiemaatschappij	10	300	Seed Start-up Expansion MBO/I	Aucune	Belgique	Public					X
Meusinvest	1		Expansion Repl MBO/I	Conforme lois expansion écon. Wall.	Province de Liège	Public (RW) à 97,5 %	68		30	45	
FAIR (Meusinvest)	1	7,5	Seed Start-up	Conforme lois expansion écon. Wall.	Province de Liège	Public/ Banque	19	15-20	25	Minoritaire	

Working paper13 annexe.doc

	CRITERES DE SELECTION					INFOS SUR LA SOCIETE					
	Montant (mln BEF)		Phases	Préférence sectorielle	Préférence géographique	Actionnariat	Nb d'entrepr finan.	Rendement espéré %	Participation		Membre EVCA ou BVA
	Min.	Max.							Moy %	Max %	
Mosane	100	500	Expansion Repl MBO/I	Aucune	Wal, France G-D de Lux	Privé/ Banque	±15	20-25	25	50	
Nivelinvest + SDO + Start Up		10 ou 50	Start-up Expansion	Conforme lois expansion écon. Wall.	Brabant Wallon	Privé/ Public (RW)	46		26	Minoritaire	
Ostbelgieninvest	0,5	15	Expansion Repl MBO/I	Conforme lois expansion écon. Wall.	Est de la Belgique	Privé/ Public (RW-Com. germ.)	16	10-12	30	47	
Parnib Belgium	50	500	Expansion Repl MBO/I	Aucune	Benelux France UK Allemagne Pays scand.	Banque (NL)	27 (déb. 99)			Minoritaire	X
Profinpar	5	200	(Start-up) Expansion Repl MBO/I	Aucune	Benelux France	Privé/ Banque	6	15			
Sambrinvest		5-25 ou 50	Seed Start-up Expansion MBO/I	Conforme lois expansion écon. Wall.	Bassin Charleroi	Privé/ Public (RW)	±100	>7	30	Minoritaire	X
SIBS + Namur Invest + NADIR		25	Expansion	Conforme lois expansion écon. Wall.	Province de Namur	Public	24	7,5	25	Minoritaire	
Sofindev	20	200	Expansion Repl MBO/I	Aucune	Belgique	Privé	8 (déb. 98)	15			X
Sopartec	0,25	10	Seed Start-up	Biotechn. Informatique Télécomm.	Louvain-la-Neuve	Privé	4	25			
SRIB			Expansion MBO/I	Communic. Biotech. Industriel	Région de Bruxelles-capitale	Public (RB)/ Banque	76		25	Minoritaire	X
Bruficom (SRIB)			Seed Expansion	Télécomm. Multimedia	Région de Bruxelles-capitale	Public (RB)/ Banque	11 (fin 97)				
Brustart (SRIB)	0,5	10	Seed Start-up	Aucune sauf commerce détail et import-export	Région de Bruxelles-capitale	Public (RB)/ Banque	29			Minoritaire	
SRIW			Toutes	Aucune	Wallonie	Public (RW) à 98,5 %	> 150			Minoritaire	
C.D. Technicom (SRIW)	5	50	Start-up Expansion	Informatique Electronique Télécomm.	Wallonie	Public (RW)	17		25	Minoritaire	X
Synerfi	10	100	Seed Expansion Repl MBO/I	Aucune sauf horeca, immobilier et distribution	Belgique francophone France nord Allemagne limitrophe	Banque	26	20-25		Minoritaire	X
TrustCapital Partners	5	1.000 et plus	Toutes	Aucune	Belgique Surtout Flandre	Privé	36 (fin 98)	20			
VIV	10	200	Toutes	Aucune sauf distribution et horeca	Belgique néerland. Europe	Banque	57 (déb. 99)	15	25	47	X

Sources: Dembour M. (1998), Wiertz E. et al. (2000), Peffer S. et Marotte E. (1996).

¹ La liste des sociétés ne doit pas être considérée comme exhaustive. Les renseignements figurant dans ce tableau ont été récoltés début 1999. Ils ont, dans de nombreux cas, été obtenus directement auprès des sociétés concernées ou ont éventuellement été tirés des derniers rapports annuels. Pour certaines sociétés qui n'ont pas répondu à notre demande d'informations, les renseignements les concernant ont été repris d'une enquête réalisée en 1996 par S. Peffer et E. Marotte ou de dossiers sur le capital à risque parus en 1998 et en 2000 dans la revue Dynamisme Wallon. Le rendement espéré et le pourcentage de prise de participation sont, dans la plupart des cas, repris de l'enquête susmentionnée.

BIBLIOGRAPHIE

Black B. S. and Gilson R. J. (1998) , " Venture capital and the structure of capital markets : banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, No. 47, pp. 243-277.

Blumberg J.-P., De Bauw F., Sunt C., Vanhulle H., Macq V., Van Lancker J., Lhoest T. and Ponnet E. (1997), "EASDAQ and EURO-NM Belgium", Gent, 140 p.

Bovaird C. (1990), "Introduction to Venture Capital Finance", London, 280 p.

Buijink W., Janssen B. and Schols Y. (1999), "Belastingconcurrentie om ondernemingen in de Europese Unie", *Economisch Statistische Berichten*, No. 4225 (oktober), pp. 754-756.

Commission of the European Communities (2000), "Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Progress report on the risk capital action plan", Brussels, 36 p.

Dembour M. (1998), "Bourse et capital à risque (dossier)", *Dynamisme wallon*, No. 105 (mars), pp. 7-28.

Eura-Audit International (1998), "Les impôts en Europe 1998", 6ème édition, Paris, 144 p.

European Private Equity & Venture Capital Association, Yearbook, diverses éditions.

European Private Equity & Venture Capital Association (1994), "Venture Capital Fund Structures in Europe", Zaventem, 88 p.

European Private Equity & Venture Capital Association (1996a), "The Economic Impact of Venture Capital in Europe", Zaventem, 8 p.

European Private Equity & Venture Capital Association (1996b), "Legal and Tax Issues arising from Cross Border Dealings on EASDAQ", Zaventem, 40 p.

European Private Equity & Venture Capital Association (1997), "Venture Capital Incentives in Europe", Zaventem, 28 p.

Henrotte J. et Installe M. (1998), "L'apport public wallon de capital à risque aux entreprises", *Wallonie*, No. 56 (décembre), pp. 25-36.

Hilgers J. (1998), "Quelles mesures fédérales pour promouvoir le capital à risque et l'accès au marché boursier?", *La Revue Politique*, No.3, pp.5-26.

International Bureau of Fiscal Documentation (2000), "European Tax Handbook 2000", Amsterdam, 642 p.

International Federation of Stock Exchanges (2000), Annual Report 1999.

Leleux B., Surlemont B. and Wacquier H. (1999), "State Private Venture Capital : Cross-spawning or Crowding out? A Pan-european Analysis", Université de Liège, 14 p.

Mémento Fiscal (2000), édition Kluwer, No. 2000-1, Bruxelles, 360 p.

OECD (1996), "Special Features : Venture Capital in OECD Countries", *Financial Market Trends*, No. 63 (February), pp. 15-39.

OECD (1999), "The OECD Tax Data Base 1998 (Final version)", Working Party n° 2 on Tax Policy Analysis and Tax Statistics, 89 p.

OECD (2000), "Institutional Investors - Statistical Yearbook", 2000 edition, Paris, 286 p.

Peffer S. et Marotte E. (1996), "Le capital à risque. Techniques et partenaires potentiels en Belgique", Bruxelles, 283 p.

Sauvé A. (1999), "Le financement de l'innovation", *Bulletin de la Banque de France*, No. 65 (mai), pp. 59-77.

Van Sebroeck H. (2000), "Financiering van innovatie met risicokapitaal", Federaal Planbureau, Working Paper 9-00 (November), 57 p.

Viala P. (1998), "Financing young and innovative enterprises in Europe : Supporting the venture capital industry", *EIB Papers*, volume 3, No.1, pp. 127-143.

Wiertz E., Straus A.-M. et Noël G. (2000), "Capital à risque (dossier)", *Dynamisme wallon*, No. 131 (juillet-août), pp. I-XXVII.

Zider B. (1998), "How Venture Capital Works", *Harvard Business Review* (November-December), pp. 131-139.

NATIONAL BANK OF BELGIUM - WORKING PAPERS SERIES

1. "Model-based inflation forecasts and monetary policy rules" by M. Dombrecht and R. Wouters, *Research Series*, February 2000
2. "The use of robust estimators as measures of core inflation" by L. Aucremanne, *Research Series*, February 2000
3. "Performances économiques des Etats-Unis dans les années nonante" by A. Nyssens, P. Butzen, P. Biasciari, *Document Series*, March 2000.
4. "A model with explicit expectations for Belgium" by P. Jeanfils, *Research Series*, March 2000.
5. "Growth in an open economy: some recent developments" by S. Turnovsky, *Research Series*, May 2000.
6. "Knowledge, technology and economic growth: an OECD perspective" by I. Visco, *Research Series*, May 2000.
7. "Fiscal policy and growth in the context of European integration" by P. Masson, *Research Series*, May 2000.
8. "Economic growth and the labor market: Europe's challenge" by C. Wyplosz, *Research Series*, May 2000.
9. "The role of the exchange rate in economic growth: a euro-zone perspective" by R. MacDonald, *Research Series*, May 2000.
10. "Monetary union and economic growth" by J. Vickers, *Research Series*, May 2000.
11. "Politique monétaire et prix des actifs: le cas des Etats-Unis" by Q. Wibaut, *Document Series*, August 2000.

12. "The Belgian industrial confidence indicator: leading indicator of economic activity in the euro area?" by J.J. Vanhaelen, L. Dresse, J. De Mulder, *Document Series*, November 2000.

13. "Le financement des entreprises par capital-risque" by C. Rigo, *Document Series*, February 2001.