

ANALYSE VAN DE SECTORALE INDELING VAN HET WELVAARTSFONDS VOLGENS HET ESR2010

INLEIDING

Het Welvaartsfonds¹, is een alternatieve instelling voor collectieve belegging² dat op 16 augustus 2021 werd opgericht³ door PMV Fund Management (PMV FM)⁴, een dochteronderneming van PMV. Dit fonds zou een antwoord moeten bieden aan de nood aan kapitaal op middellange en lange termijn bij ondernemingen in het Vlaams Gewest die geïmpacteerd zijn door de coronacrisis.

In dit ontwerpadvies analyseren we de sectorale indeling van het Welvaartsfonds volgens het ESR2010.

Voor een analyse van de sectorale indeling volgens het ESR2010 (diagram 20.1) moeten we eerst nagaan of een eenheid een institutionele eenheid is, en daarna de zeggenschap erover bepalen. Afhankelijk van de al dan niet financiële aard van de eenheid, moet vervolgens ofwel de markt-/niet-markttoets worden berekend voor niet-financiële eenheden, ofwel moet worden nagegaan of de eenheid beantwoordt aan de kenmerken van een financiële instelling in de zin van het ESR2010.

1. KENMERKEN VAN HET WELVAARTSFONDS

Volgens de informatie waarover het INR momenteel beschikt, heeft het Welvaartsfonds onder andere deze kenmerken:

- Het heeft tot doel de duurzame economie te stimuleren en Vlaamse bedrijven te ondersteunen die financieel gezond zijn en/of zich sneller willen ontwikkelen, vooral vanuit een groeistrategie die gebaseerd is op innovatie en de ontwikkeling van nieuwe markten.
- Om in aanmerking te komen moet een bedrijf aan de volgende voorwaarden voldoen: a) geïmpacteerd, getroffen of positief of negatief beïnvloed zijn (geweest) door de coronacrisis; b) een scale-up of een kleine, middelgrote of grote onderneming zijn, en geen start-up; c) zijn hoofdkantoor of belangrijke activiteiten in Vlaanderen hebben; d) i. niet in moeilijkheden verkeren, ii. geen betalingsachterstand hebben voor kredieten, belastingen of sociale bijdragen op het ogenblik van de investeringsaanvraag, iii. niet in de onmogelijkheid verkeren om zijn verplichtingen na te komen ten aanzien van de meerderheid van zijn schuldeisers in de loop van de 12 maanden voorafgaand aan zijn investeringsaanvraag bij het Welvaartsfonds, iv. niet actief zijn of investeren in de visserij-, de aquacultuur- of de landbouwsector.
- Het gaat om een gesloten fonds met een looptijd van tien jaar, die met maximaal twee jaar verlengd kan worden.

¹ Dit is het ondernemingsnummer van het Welvaartsfonds: 0772.763.960

² Consolidated version of the subscription and shareholders' agreement, 23 November 2021, p.5 point (A)

³ Publicatie in het BS op 25 augustus 2021.

⁴ Dit is het ondernemingsnummer van PMV FM: 0837.927.372

- Een tegemoetkoming van het Welvaartsfonds bedraagt minimaal 1.250.000 EUR en maximaal 10% van de middelen van het Welvaartsfonds.
- Het wordt beheerd door PMV FM, een fondsbeheerder die instaat voor het dagelijks beheer, het portefeuillebeheer (beslissing tot investering en desinvestering) en het risicobeheer ervan. De investeringsbeslissingen worden genomen door de investeringscomités, die bestaan uit onafhankelijke experts en die beslissingen nemen bij wijze van gewone meerderheid van stemmen.
- De raad van bestuur van het Welvaartsfonds bestaat uit minimaal vier tot maximaal zes bestuurders, die benoemd worden door de algemene vergadering van het Welvaartsfonds, met als taak om de beheerder PMV FM te controleren en superviseren. Eén bestuurder wordt benoemd door PMV, drie bestuurders zijn onafhankelijke bestuurders. PMV FM heeft ook het recht om een bestuurder te benoemen van wie het mandaat zal aflopen op het moment dat het beheer van het Fonds door PMV FM beëindigd wordt. De raad van bestuur heeft het recht om een of meer waarnemers toe te laten op zijn vergaderingen. Een waarnemer woont deze vergaderingen bij zonder stemrecht. Elke beslissing van de raad van bestuur wordt genomen bij eenvoudige meerderheid van de aanwezige of vertegenwoordigde bestuurders.
- Het Welvaartsfonds biedt de bedrijven drie types directe financiering aan: participaties, achtergestelde leningen en/of een hybride financiering.
- Na de oprichting werd het kapitaal van het Welvaartsfonds in twee fasen verhoogd, respectievelijk op 27 augustus 2021 en op 26 november 2021 (zie tabel hieronder).
- Het kapitaal bestaat uit aandelen van klasse A en van klasse B. Aan alle aandelenklassen zijn dezelfde rechten en voorrechten verbonden. In geval van winst wordt 80% van de opbrengst toegekend aan de houders van klasse A-aandelen en 20% aan de houders van klasse B-aandelen, tot de eersten hun aanvankelijke investering gecupereerd hebben. Vervolgens wordt 80% van de resterende winst uitgekeerd aan houders van klasse B-aandelen en 20% aan houders van klasse A-aandelen. De investeerders zijn vrij in de keuze van het type aandelen dat ze kopen. Aandelen van klasse A zijn minder risicovol en bieden een lager rendement. Aandelen van klasse B zijn risicovoller en bieden een hoger rendement. We stellen vast dat publieke en private verzekeringsondernemingen in het algemeen voor een overwicht aan aandelen van klasse A geopteerd hebben en de overheidsinstellingen (PMV en Relaunch fort he Future) en de bank BNP Paribas meer voor aandelen van klasse B.
- Er wordt een risico-rendementsverhouding geraamd in overeenstemming met de markt. Meer bepaald een Internal Rate of Return (IRR)⁵ van 6,8% en van 9,3%, evenals een Money multiple van 1,4 en van 1,8 voor respectievelijk houders van klasse A-aandelen en houders van klasse B-aandelen.
- Het voorziet in prioritaire steun (doelstelling van 80% van de middelen van het Welvaartsfonds) voor bedrijven die zich inzetten voor meer klimaatneutraliteit, energie-efficiëntie en efficiëntie van de hulpbronnen, of die bijdragen aan een vermindering van gezondheids-, veiligheids- en sociale risico's. De fondsbeheerder houdt zich in alle fasen van het investeringsproces en bij het beheer van de vennootschappen in portefeuille aan ecologische, sociale en governanceoverwegingen en -regelgeving (ESG).

⁵ Een Internal Rate of Return (IRR) is de nettowinst of het nettoverlies van een investering over een bepaalde periode, uitgedrukt in een percentage van de aanvankelijke investeringskosten.

De twee fasen van kapitaalverhoging van het Welvaartsfonds⁶ :

Investissor	Commitment letter	% A shares	% B shares
AG Insurance	20	70%	30%
KBC Bank	12	70%	30%
Ethias	25	70%	30%
Belfius Insurance	10	70%	30%
Baloise Belgium	10	70%	30%
BNP Paribas Fortis Private Equity Belgium	10	30%	70%
Total	87	65%	35%
PMV 48%	80	33%	67%
Total 1ste closing	167	50%	50%
Allianz Benelux	10	70%	30%
P&V Verzekeringen	10	70%	30%
Relaunch for the Future	18	28%	72%
Total 2nd closing	205	50%	50%
including Government ¹	48%	31%	65%
Including public sector ¹	65%	56%	77%

Opmerking: ¹ eigen berekeningen: de overheidsinstellingen omvatten PMV, Relaunch for the Future (RFF) en de publieke eenheden zijn Ethias, Belfius Insurance, PMV en RFF.

2. IS HET WELVAARTSFONDS EEN INSTITUTIONELE EENHEID?

Een institutionele eenheid is, in de zin van lid 2.12 van het ESR2010, “*een economische entiteit die wordt gekenmerkt door zelfstandige beslissingsbevoegdheid bij de uitoefening van haar hoofdfunctie. Een ingezeten eenheid wordt beschouwd als een institutionele eenheid in het economische gebied waar zij haar belangrijkste economische belangencentrum heeft wanneer zij zelfstandige beslissingsbevoegdheid bezit en een volledige boekhouding voert dan wel in staat is een volledige boekhouding op te stellen.*”

Het Welvaartsfonds moet zijn jaarrekeningen indienen bij de Balanscentrale van de Nationale Bank van België, bezit rechtspersoonlijkheid en is bevoegd om schulden aan te gaan en activa te bezitten.

Het kan bijgevolg als een afzonderlijke institutionele eenheid worden beschouwd.

3. STAAT HET WELVAARTSFONDS ONDER ZEGGENSCHAP VAN DE OVERHEID?

Het begrip 'zeggenschap' van de overheid wordt in lid 20.309 van het ESR2010 gedefinieerd als het vermogen om het algemene beleid van een eenheid te bepalen. Er worden meerdere indicatoren vermeld die het mogelijk maken te bepalen of een eenheid onder zeggenschap van de overheid staat. Namelijk:

“a) het recht om de meerderheid van functionarissen, directieleden enz. te benoemen of te ontslaan, of om hun benoeming tegen te houden, enz. Het recht om een meerderheid van het bestuur van een entiteit te benoemen of te ontslaan, of om de benoeming ervan goed te keuren of tegen te houden, volstaat om zeggenschap aan te tonen. [...]

d) eigendom van de meerderheid van de stemrechten. Dit duidt doorgaans op zeggenschap wanneer beslissingen op basis van één stem per aandeel worden genomen. De aandelen kunnen direct worden gehouden of indirect, waarbij de aandelen in het bezit zijn van alle eenheden van de publieke sector

⁶ Bron: Consolidated version of the subscription and shareholders' agreement, 23 November 2021, p.73

samen. Als beslissingen niet op basis van één stem per aandeel worden genomen, moet de situatie nader worden onderzocht om te bepalen of de publieke sector een meerderheid van stemmen heeft.”

Deze indicatoren zijn niet cumulatief en sommige ervan volstaan op zich om het bestaan van zeggenschap vast te stellen, zoals aangegeven in lid 20.310 van het ESR2010:

“Elk classificatievraagstuk moet op zijn eigen waarde worden beoordeeld en niet alle voornoemde indicatoren hoeven voor elk individueel geval van belang te zijn. Bepaalde indicatoren, zoals in punt 20.309, onder a), c) en d), zijn op zich al voldoende om zeggenschap te constateren. Voor de overige geldt dat een aantal afzonderlijke indicatoren gezamenlijk kunnen wijzen op zeggenschap.”

De tabel in punt 1 van deze nota geeft de structuur weer van het aandeelhouderschap van het Welvaartsfonds. Het kapitaal is voor 48 % in handen van PMV en Relaunch for the Future, instellingen die ingedeeld worden bij de overheidssector (S.13). 65 % van het kapitaal is overigens in handen van publieke entiteiten.

De zeggenschap van de overheid over het Welvaartsfonds is dus vastgesteld.

4. IS HET WELVAARTSFONDS EEN FINANCIËLE INSTELLING?

De financiële aard van de activiteiten van het Welvaartsfonds wordt bevestigd door de statuten, het investeringsbeleid en de aandeelhoudersovereenkomst ervan. De activiteit van het Welvaartsfonds bestaat er inderdaad in om in de vorm van participaties, achtergestelde leningen en/of hybride financiering direct in ondernemingen te investeren.

Het Welvaartsfonds is een eenheid die financiële diensten verstrekt.

4.1. BEHOORT HET WELVAARTSFONDS TOT DE SECTOR VAN DE FINANCIËLE INSTELLINGEN VOLGENS DE REGELS VAN HET ESR2010?

Lid 2.55 van het ESR 2010 stelt dat:

“de sector financiële instellingen (S.12) bestaat uit institutionele eenheden met eigen rechtspersoonlijkheid die marktproducent zijn en van wie de hoofdactiviteit bestaat in de productie van financiële diensten. Tot dergelijke institutionele eenheden behoren alle vennootschappen en quasivennootschappen die zich hoofdzakelijk bezighouden met:

- a) financiële intermediatie (financiële intermediairs), en/of*
- b) financiële hulpdiensten (financiële hulpbedrijven).*

Ook behoren daartoe institutionele eenheden die financiële diensten verstrekken en die het merendeel van hetzij hun activa hetzij hun passiva niet op open markten verhandelen.”

In het bijzonder definieert de ESR2010 (§2.56 en §2.57) financiële intermediatie als volgt:

“Onder financiële intermediatie wordt verstaan de activiteit waarbij een institutionele eenheid door het verrichten van transacties op de financiële markt voor eigen rekening financiële activa verwerft en verplichtingen aangaat. De activa en passiva van financiële intermediairs worden in het proces van financiële intermediatie getransformeerd of herverpakt wat betreft bijvoorbeeld looptijd, omvang, risico et cetera.”

“Bij financiële intermediatie worden financiële middelen overgeheveld van derden met een overschot aan middelen naar die met een tekort aan middelen. Een financiële intermediair treedt niet alleen als tussenpersoon voor andere institutionele eenheden op, maar neemt zelf risico's door voor eigen rekening financiële activa te verwerven en verplichtingen aan te gaan.”

De investeringsactiviteiten van het Welvaartsfonds vallen onder financiële intermediatie volgens het ESR2010.

Het Welvaartsfonds is immers een 'alternatieve instelling voor collectieve belegging' of 'AICB', in de zin van de wet van 19 april 2014, Wet betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging. AICB zijn instellingen voor collectieve belegging, met inbegrip van hun beleggingscompartimenten, die bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen. Het fonds opereert op de open financiële markten voor zijn activa en op de semi-open financiële markten voor zijn passiva. In het bijzonder hebben PMV en Relaunch fort he Future samen slechts 48 % van de aandelen van het Welvaartsfonds in handen. De aandeelhoudersovereenkomst bepaalt namelijk dat de gezamenlijke participatie van die twee entiteiten die limiet niet overschrijdt⁷.

Het Welvaartsfonds draagt zelf de risico's die inherent zijn aan zijn economische activiteit en kan geen beroep doen op enige garantieregeling van de overheden. De aandeelhoudersovereenkomst bepaalt echter dat in geval van winst 80 % hiervan eerst wordt toegekend aan de houders van klasse A-aandelen en 20 % aan de houders van klasse B-aandelen. Zodra de aanvankelijke investering van de houders van klasse A-aandelen gerecupereerd is, wordt de resterende winst voor 80 % toegekend aan de houders van klasse B-aandelen en voor 20 % aan de houders van klasse A-aandelen. Hoewel de winsten en dus de risico's niet gelijk tussen de aandeelhouders verdeeld worden, aangezien PMV en FPIM Relaunch samen 65 % van de klasse B-aandelen in handen hebben (zie tabel in punt 1), impliceert die verdeling niet dat de aandeelhouders die onder de overheden vallen alleen of in grote mate de risico's dragen die verbonden zijn aan de activiteit van het Welvaartsfonds⁸. Bovendien is het aanhouden van meer aandelen van klasse B dan van klasse A niet het voorrecht van de overheden, aangezien 70 % van de aandelen van de privé-investeerder, BNP Paribas, van klasse B zijn. Tot slot noopt de investeringsactiviteit van het Welvaartsfonds het er wel degelijk toe om zijn liquiditeiten en passiva te transformeren of herverpakken op basis van verschillende criteria (looptijd, omvang, risico, etc.).

4.2. IS HET WELVAARTSFONDS EEN MARKTCONFORME INSTELLING?

Enkel marktproducenten van financiële diensten behoren tot de sector van de financiële instellingen volgens de definitie van de financiële sector van het ESR2010 (§2.55 en §3.37).

Het ESR2010 verduidelijkt in de leden 1.37 en 3.19 dat de output marktoutput is wanneer deze tegen een economisch significante prijs verkocht wordt en wanneer de producent wordt gestimuleerd om het aanbod aan te passen met het doel om op lange termijn winst te maken of ten minste kapitaal- en andere kosten te dekken.

Het Welvaartsfonds raamt de Internal Rate of Return (IRR) op 6,8 % en 9,3 % voor respectievelijk de houders van klasse A-aandelen en de houders van klasse B-aandelen, en de Money multiple op respectievelijk 1,4 en 1,8. Hoewel beide types aandeelhouders de risico's die aan de activiteit van het Fonds verbonden zijn niet in gelijke mate dragen, kunnen we stellen dat het Fonds in het algemeen opereert om op lange termijn winst te maken.

⁷ Consolidated version of the subscription and shareholders' agreement, 23 November 2023, point 7.5.1

⁸ Het ESR2010 vereist van een financiële intermediair dat hij zelf de risico's draagt die verbonden zijn aan zijn economische activiteit (§2.57). Dat gegeven wordt echter niet verder ontwikkeld in het ESR2010. Het is interessant om op te merken dat de MGDD (§1.2.3.2, versie 2019) in verband met het criterium blootstelling van overheden aan het risico van instellingen zonder winstoogmerk (NPI's) het volgende onderstreept: "Risk exposure : This indicator is not developed in ESA 2010 but 2008 SNA paragraph 4.92 evokes government 'exposed to all, or a large proportion of, the financial risks associated with an NPI's activities'".

5. BESLUIT

Rekening houdend met wat voorafgaat is het INR van oordeel dat het Welvaartsfonds een financiële instelling is onder zeggenschap van gewestelijke overheden, waarvan de activiteit onder financiële intermediatie valt, in de zin van het ESR2010. Bijgevolg moet het Fonds ingedeeld worden bij de institutionele sector S12501.

25/05/2022