

Financiering van de ondernemingen in België: analyse op basis van de tabellen van middelen en bestedingen

Xavier Deville

Inleiding

Een onderneming kan voor de financiering van haar activiteit uit haar interne middelen putten, maar ze kan tevens een beroep doen op externe bronnen in de vorm van, met name, een kapitaalverhoging of een lening bij een kredietinstelling. De financiering van de ondernemingen, en meer bepaald van de kmo's, is een thema dat systematisch terugkeert in de actualiteit en in verschillende studies; de problematiek is nog scherper voelbaar sinds het losbarsten van de recente financiële crisis. Deze laatste heeft een zware impact gehad op de financiering van de ondernemingen, en ze heeft die trouwens nog steeds. Het is op die impact dat in dit artikel nader wordt ingegaan. De analyse is gespreid over een periode van twaalf jaar (van 2000 tot 2011) teneinde een zekere afstand te kunnen inbouwen bij de vergelijking met de periode vóór de crisis. Bovendien is deze tijdshorizon ook bedoeld om na te gaan wat de effecten zijn, op de financiering van de ondernemingen, van de in 2006 ingevoerde belastingaftrek voor risicokapitaal (beter bekend als de notionele interesten). Dit artikel biedt, met andere woorden, een zicht op het verloop van de financieringswijze van de Belgische ondernemingen tijdens het afgelopen decennium.

De verschillende financieringsvormen van de ondernemingen komen tot uiting in hun jaarrekeningen. Het ondernemingsdossier dat door de Balanscentrale van de Nationale Bank van België⁽¹⁾ werd ontwikkeld, verschaft de analist heel wat informatie over de individuele ondernemingen. Tot dusver worden deze gegevens samengebracht in een zogenoemde 'Tabel van middelen en bestedingen'. Deze

tabel zal eerlang worden vervangen door een ander soort van tabel, namelijk de 'kasstroomtabel' (*cash-flow table*). Om methodologische redenen is dit artikel evenwel gebaseerd op de huidige tabel van middelen en bestedingen (zie hieronder)⁽²⁾.

Na enkele verklaringen van methodologische aard, worden in dit artikel de kenmerken beschreven van de ondernemingen die aan het einde van het boekjaar een financieringsbehoefte lieten optekenen; ook de oorsprong van die behoefte wordt toegelicht. De cijfers zijn ingedeeld naar ondernemingsgrootte, bedrijfstak en gewest. Vervolgens wordt nagegaan welke externe middelen werden ingezet om in deze financieringsbehoefte te voorzien. De analyse wordt aangevuld met verschillende statistieken afkomstig van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen en van recente kwalitatieve enquêtes.

1. Methodologie en beschrijving van de bestudeerde populatie

In dit artikel wordt gebruik gemaakt van de begrippen 'financieringstekort' en 'te financieren totaal' (ook 'totaal financieringstekort' genoemd) zoals die worden gedefinieerd in het ondernemingsdossier van de Balanscentrale; deze begrippen sluiten nauw aan bij die welke worden

(1) Het ondernemingsdossier is een document aan de hand waarvan de financiële situatie van een onderneming kan worden vergeleken met die van de sector waarin deze onderneming actief is. Het kan op eenvoudig verzoek worden verkregen bij de Balanscentrale. Cf. <http://www.nbb.be> > Balanscentrale > Producten van de Balanscentrale > Ondernemingsdossier.

(2) De Bank heeft zich reeds enkele jaren geleden gebogen over de kwestie van de financiering van de ondernemingen (zie Baugnet en Zachary, 2007). Ofschoon de huidige analyse aansluit bij de vorige studie, onderscheidt ze zich ervan doordat ze met name het recente conjunctuurverloop in aanmerking neemt en doordat ze gebruik maakt van de tabellen van middelen en bestedingen.

gebruikt in de nationale rekeningen. Tabel 1 bevat, in de vorm van een schema, de verschillende componenten van de tabel van middelen en bestedingen uit het ondernemingsdossier waarin deze financieringsbegrippen worden berekend⁽¹⁾.

De tabel geeft een beeld van de (interne en externe) middelen die de onderneming in de loop van het boekjaar heeft verkregen alsook van de bestemming die eraan is gegeven. Zo bevat ze de verschillende investeringen die tijdens de periode plaatsvonden alsook de financieringswijze ervan. Uitgaande van de toegevoegde waarde, stelt de tabel de verschillende baten en lasten voor die leiden tot de vorming van de intern beschikbare middelen, dat wil zeggen tot de berekening van de beschikbare zelf-financiering. Door deze interne middelen te vergelijken met de materiële en immateriële investeringen, enerzijds, en met de wijziging in de nettobedrijfsactiva, anderzijds, geeft deze tabel de financieringsbehoefte of het financieringsvermogen aan die het gevolg zijn van de activiteiten tijdens het verslagjaar. De wijziging in de nettobedrijfsactiva geeft het verschil weer tussen de kortlopende niet-financiële activa en passiva. De niet-financiële activa omvatten de voorraden en de commerciële vorderingen, terwijl de niet-financiële passiva bestaan uit kortlopende niet-financiële schulden zoals de handelsschulden, de fiscale schulden en de schulden met betrekking tot lonen en sociale lasten. Voegt men daar de financiële investeringen aan toe, dan verkrijgt men het totaal financieringstekort (of het totale financieringsoverschot). Tot slot toont de tabel het verloop van de verschillende externe bronnen die de tegenhanger zijn van deze totale financieringsbehoefte of van dit totale financieringsoverschot.

Uit deze tabel blijkt dus, enerzijds, de financiële positie van een onderneming (financiële behoefte of financieel overschot) voor een bepaald boekjaar en, anderzijds, de oorsprong van deze situatie en de middelen die ervoor werden ingezet. Wordt deze tabel op een geaggregeerd niveau⁽²⁾ gehanteerd, dan kan worden nagegaan wat de invloed is van bepaalde kenmerken van de niet-financiële ondernemingen (branche, grootte, enz.) op hun financieringsgedrag. De tabel van middelen en bestedingen is de tabel die zich het best leent voor een dergelijke analyse van aggregaten (zie OESO, 2007, hoofdstuk 3).

Dit artikel is gefocust op het gedeelte van de tabel dat loopt van het saldo van de intern beschikbare middelen tot de externe bronnen.

De Belgische vennootschappen (of die welke in België een bijkantoor hebben) zijn verplicht ieder jaar hun jaarrekeningen neer te leggen bij de Balanscentrale⁽³⁾ die aldus, ten behoeve van de analyse, over een vrijwel exhaustieve

TABEL 1 SCHEMATISCHE VOORSTELLING VAN DE TABEL VAN MIDDELEN EN BESTEDINGEN

Toegevoegde waarde	
–	Personeelskosten
–	Andere bedrijfskosten
Saldo: Brutobedrijfsresultaat	
+	Financiële opbrengsten
+	Andere uitzonderlijke opbrengsten
+	Tussenkost van vennoten in het verlies
–	Financiële kosten
–	Andere uitzonderlijke kosten
–	Belastingen op het resultaat
–	Uit te keren winst
Saldo: Intern beschikbare middelen	
+	Ontvangen kapitaalsubsidies
–	Netto-investeringen in materiële en immateriële vaste activa
±	Verandering van de nettobedrijfsactiva
Saldo: Financieringsoverschot (+) of financieringstekort (–)	
–	Financiële investeringen op lange termijn
±	Verandering van de geldbeleggingen en de liquide middelen
Saldo: Te financieren totaal (–) of totaal overschot (+)	
Externe middelen:	
±	Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies
±	Verandering van de schulden op lange termijn
±	Verandering van de financiële schulden op korte termijn
Totaal van de externe financiële middelen	

Bron: NBB (2008 a).

gegevensbank kan beschikken. Om methodologische redenen dient, in het kader van dit artikel, de bestudeerde populatie enigszins te worden gereduceerd. Een eerste selectie gebeurt na uitsluiting van de ondernemingen waarvan de jaarrekeningen de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Vervolgens wordt dit artikel toegespitst op de vennootschappen; daarbij wordt dus geen rekening gehouden met verenigingen en andere groeperingen. Doordat men zich beperkt tot de niet-financiële vennootschappen, worden bovendien de financiële vennootschappen per definitie

(1) Voor de gedetailleerde berekeningen met de verwijzingen naar de verschillende rubrieken van de nationale rekeningen, zie bijlage I.

(2) Er zij echter opgemerkt dat bepaalde verschillen tussen de ondernemingen die wél zouden blijken uit de afzonderlijke tabellen, door het aggregeren van de gegevens kunnen worden verhuld.

(3) Sommige ondernemingen zijn hier niet toe verplicht, meer bepaald die waarin de vennoten onbeperkt aansprakelijk zijn. Voor meer informatie over enkele uitzonderingen, zie <http://www.nbb.be> > Balanscentrale > Jaarrekeningen neerleggen > Wie moet neerleggen?

TABEL 2 INDELING VAN DE BESTUDEERDE ONDERNEMINGSPOPULATIE
(gemiddelden 2000-2011, in %)

	Aantal ondernemingen	Toegevoegde waarde	Werkgelegenheid
Representativiteit van de selectie t.o.v. het geheel van de Belgische niet-financiële vennootschappen	85,3	92,9	93,0
Indeling van de selectie:			
Naar grootte			
Kmo's	93,4	23,2	29,2
Grote ondernemingen	6,6	76,8	70,8
Naar bedrijfstak			
Verwerkende nijverheid	8,1	30,9	29,0
waarvan:			
Landbouw- en voedingsnijverheid	1,4	4,2	4,1
Textiel, kleding en schoeisel	0,7	1,3	2,0
Hout, papier en drukkerijen	1,5	2,2	2,4
Chemische en farmaceutische nijverheid	0,3	7,6	3,9
Ijzer- en staalnijverheid	1,6	4,6	5,1
Metaalverwerkende nijverheid	0,9	6,1	6,5
Niet-verwerkende bedrijfstakken	91,9	69,1	71,0
waarvan:			
Handel	28,3	21,2	21,2
Vervoer en opslag	3,7	8,9	11,5
Verblijfsaccomodaties en restaurants	5,8	1,7	3,1
Informatie en communicatie	4,2	7,3	4,8
Exploitatie van en handel in onroerend goed	10,4	2,6	0,7
Andere diensten	19,5	11,6	14,6
Energie, water en afval	0,4	5,7	2,3
Bouwnijverheid	12,1	6,9	9,7

Bron: NBB (Balanscentrale).

uitgesloten, namelijk vooral de sectoren van de banken, de verzekeringsondernemingen en de holdingactiviteiten. Worden in het kader van dit artikel evenmin in aanmerking genomen, de vennootschappen die behoren tot de branche 'activiteiten van hoofdkantoren'. Deze branche, die de vroegere coördinatiecentra omvat, bestaat voornamelijk uit financieringsvennootschappen die binnen een ondernemingsgroep als intern bankier fungeren (Vivet, 2012, 72). Deze vennootschappen worden hier dus geassimileerd met financiële vennootschappen. Uit dit artikel worden, ten slotte, ook de non-profitsectoren geweerd, bijvoorbeeld het onderwijs, de gezondheidszorg of de overheidsadministratie⁽¹⁾. Dankzij deze eerste reeks selectiecriteria kan de zogenoemde populatie van de Belgische niet-financiële vennootschappen worden afgebakend.

Er dienden evenwel supplementaire criteria te worden toegepast, criteria die inherent zijn aan de berekeningen van de gebruikte boekhoudrubrieken. Zodoende werden enkel de ondernemingen in aanmerking genomen waarvan de rekeningen betrekking hebben op een boekjaar van twaalf maanden. Aangezien de tabel van middelen en bestedingen het verloop weergeeft van de boekhoudposten van het ene jaar op het andere, is bovendien voor een jaar N enkel rekening gehouden met de ondernemingen die hun jaarrekeningen voor de boekjaren N en N-1 volgens hetzelfde (volledig of verkort) schema hebben neergelegd, aangezien de geaggregeerde resultaten

(1) De NACE-BEL-codes 2008 van de gedekte bedrijfstakken worden in de bijlage gedetailleerd toegelicht.

verkregen zijn door globalisering van de individuele resultaten. Door deze supplementaire selectiecriteria wordt het bestudeerde onderzoeksstaal teruggebracht tot 85 % van de populatie van de niet-financiële vennootschappen zoals die hierboven is gedefinieerd. Deze verhouding stijgt evenwel tot 93 % als men, in plaats van met het aantal ondernemingen, rekening houdt met de toegevoegde waarde of de werkgelegenheid, zoals blijkt uit tabel 2, waarin de bestudeerde ondernemingen overigens worden ingedeeld volgens grootte en bedrijfstak. Het criterium volgens hetwelk in dit artikel de grootte van een onderneming wordt bepaald, is het type schema dat deze onderneming gebruikt om haar jaarrekeningen neer te leggen. Conform het Wetboek van vennootschappen worden de ondernemingen die een volledig schema invullen, als groot beschouwd, terwijl die welke het verkort schema invullen, gelijkgesteld worden met kmo's⁽¹⁾. Het sector-specifieke onderscheid is gebaseerd op de nomenclatuur NACE-BEL 2008 (zie bijlage II).

Dit artikel heeft betrekking op de periode 2000-2011, zodat rekening kan worden gehouden met de invoering, sedert 2006, van de fiscale bepaling betreffende de aftrek voor risicokapitaal (of het mechanisme van de 'notionele interesten')⁽²⁾ alsook met de wereldwijde financiële crisis, waarvan de gevolgen zich in België vanaf 2008 deden

gevoelen. Alle vermelde bedragen luiden in lopende euro's. Er is dus voorzichtigheid geboden bij het vergelijken van absolute bedragen over verschillende jaren.

Over de periode 2000-2011 in haar geheel beschouwd, bleek de grote meerderheid (93,4 %) van de bestudeerde ondernemingen kmo's te zijn. In termen van toegevoegde waarde en werkgelegenheid, maken deze ondernemingen evenwel respectievelijk minder dan een kwart (23,2 %) en minder dan een derde (29,2 %) van de selectie uit. Net als het onderscheid naar grootte, vertoont de indeling van de ondernemingen naar bedrijfstak een duidelijke wanverhouding, vermits bijna 92 % van de ondernemingen actief is in de dienstenbranches, waarvan meer dan een vierde (28,3 %) in de handel. Deze niet-verwerkende

(1) Volgens het Wetboek van de vennootschappen mogen de niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen het verkort schema invullen, terwijl de beursgenoteerde grote en kleine ondernemingen verplicht zijn het volledig schema in te vullen. Het Wetboek van de vennootschappen beschouwt als kleine vennootschappen die welke, in de loop van de laatste twee afgesloten boekjaren, niet meer dan één van de volgende grenzen overschrijden: 50 werknemers in voltijdse equivalenten en als jaargemiddelde, een omzet (excl. btw) van € 7 300 000, een balanstotaal van € 3 650 000, behalve indien het aantal werknemers in voltijdse equivalenten en als jaargemiddelde meer dan 100 bedraagt; in dit laatste geval wordt de onderneming onmiddellijk als groot beschouwd. Voor de gelieerde vennootschappen worden de criteria inzake omzet en balanstotaal berekend op een geconsolideerde basis en het aantal werknemers in elk van de vennootschappen wordt opgeteld.

(2) Deze krachtens de wet van 22 juni 2005 ingestelde maatregel die sedert het aanslagjaar 2007 van kracht is, biedt de vennootschappen de mogelijkheid van hun belastinggrondslag een bedrag fictieve ('notionele') interesten af te trekken die berekend worden op hun 'gecorrigeerde' eigen middelen. Voor meer informatie, zie Vivet (2012).

TABEL 3 VERLOOP VAN HET FINANCIERINGSOverschOT OF DE FINANCIERINGSBEHOEFTE VAN DE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-41,2	-22,9	-30,0	-32,5	-25,8	-12,5	-32,8	-41,4	-48,4	-1,7	-38,5	-28,7
Intern beschikbare middelen	22,4	19,7	18,5	19,6	25,3	24,7	33,9	27,6	26,1	26,0	35,2	35,9
Ontvangen kapitaalsubsidies	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	1,8	1,8	2,5	8,9	4,4	3,1	3,2
Netto-investeringen in materiële en immateriële vaste activa	19,9	20,2	19,5	15,7	24,1	7,0	22,0	22,0	41,9	26,4	38,6	34,4
Aankopen	32,1	32,9	31,2	32,1	32,9	36,9	39,0	41,4	52,5	45,3	51,2	49,8
Verkopen	12,2	12,7	11,7	16,3	8,8	29,9	17,0	19,4	10,6	18,9	12,6	15,4
Verandering van de nettobedrijfsactiva	0,3	-4,8	-5,6	1,3	2,6	8,5	12,0	-3,8	5,1	7,4	-4,7	12,3
<i>Financieringsoverschot of -behoefte</i>	2,8	4,9	5,3	3,3	-0,5	11,0	1,7	11,9	-12,0	-3,3	4,3	-7,5
Financiële investeringen op lange termijn	42,3	16,0	31,8	25,2	21,4	11,8	27,9	44,9	34,0	-2,8	29,2	25,0
Verandering van de geldbeleggingen en de liquide middelen	1,7	11,8	3,5	10,7	3,9	11,7	6,6	8,4	2,4	1,1	13,7	-3,8
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	188	192	198	209	223	235	243	252	256	265	272	281

Bron: NBB (Balanscentrale).

bedrijfstakken tekenen voor 69,1% van de toegevoegde waarde en stellen 71% van de werknemers te werk; en in termen van zowel toegevoegde waarde als werkgelegenheid behoort een op vijf ondernemingen tot de handel. In de verwerkende nijverheid is de sector die het grootste aantal ondernemingen telt de ijzer- en staalnijverheid (1,6%), terwijl de belangrijkste in termen van toegevoegde waarde en werkgelegenheid respectievelijk de chemische en farmaceutische nijverheid (7,6%) en de metaalverwerkende nijverheid (6,5%) zijn.

2. Financieringssaldo

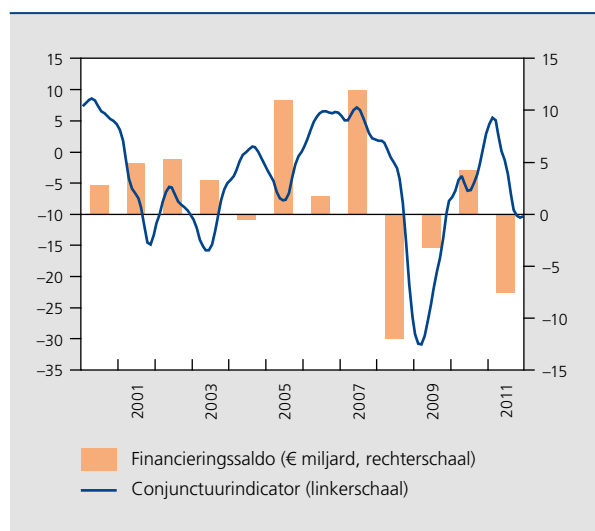
Tabel 3 hieronder geeft een gedetailleerd overzicht van het verloop van het financieringssaldo van de Belgische niet-financiële vennootschappen en van de determinanten van deze laatste tijdens de periode 2000-2011 op basis van het in tabel 1 weergegeven schema. Deze globaliseerde cijfers, uitgedrukt in miljarden euro's tegen lopende prijzen, zijn berekend voor alle niet-financiële vennootschappen. Om deze cijfers opnieuw in hun macro-economische context te plaatsen, geeft grafiek 1 het verloop weer van de conjunctuurindicator gedurende dezelfde periode, gekoppeld aan dat van het financieringssaldo van de ondernemingen.

Uit grafiek 1 blijkt dat het conjunctuurklimaat een invloed heeft op het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen. Zo doen de periodes waarin de

ondernemingen bijzonder grote financieringsbehoeften vertonen (in 2008 en 2011) zich voor bij een conjuncturomslag. Dit kan worden toegeschreven aan een combinatie van twee factoren. Enerzijds plannen de ondernemingen meer investeringen in een periode van hoogconjunctuur, waardoor hun financieringsbehoefte toeneemt. Hierbij zij opgemerkt dat de gemiddelde investeringsuitgaven in de periode 2006-2011 beduidend hoger lagen dan in de periode 2001-2005. Deze investeringen hebben evenwel met enige vertraging plaats ten opzichte van de conjuncturele situatie. Anderzijds slinken de intern beschikbare middelen van de ondernemingen bij een verslechterende conjunctuur en daardoor neemt ook hun financieringsbehoefte toe. Dit was meer bepaald het geval in 2008 en 2009, toen de intern beschikbare middelen van de ondernemingen terugliepen tot respectievelijk € 26,1 en € 26 miljard. Hun winsten kwamen immers onder druk te staan door de oplopende invoerkosten van goederen en diensten als gevolg van de forse stijging, in de eerste helft van 2008, van de grondstoffenprijzen in het algemeen en van de verzwakking van de finale vraag, die vanaf eind 2008 werd opgetekend en die in 2009 aanhield, hoofdzakelijk als gevolg van de ineenstorting van de buitenlandse handel.

De investeringen in materiële en immateriële vaste activa bleven in 2008 echter groeien. Pas aan het einde van het jaar versomberden de afzetvooruitzichten en bleek dat de economische vertraging niet van korte duur zou zijn. Eind 2008 werd een scherpe daling van de bezettingsgraad van het productievermogen opgetekend, die in de eerste helft van 2009 aanhield (zie grafiek 2). Er zij op gewezen dat 2008 ook werd gekenmerkt door de overdracht van

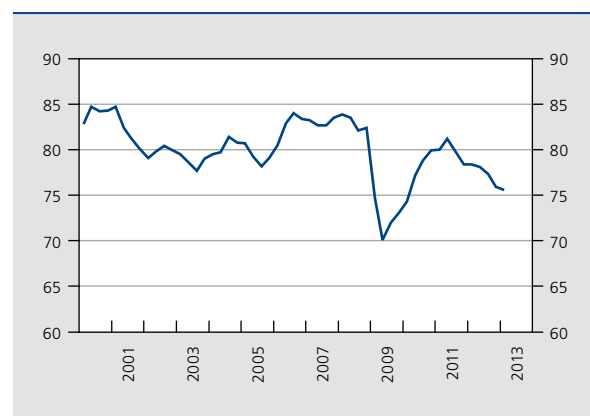
GRAFIEK 1 FINANCIERINGSSALDO EN CONJUNCTUURINDICATOR



Bron: NBB.

(1) De conjunctuurindicator is het saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête. Afgevlakte en seizoengezuiverde reeks.

GRAFIEK 2 BEZETTINGSGRAAD VAN HET PRODUCTIEVERMAGEN IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID
(in %, seizoengezuiverde reeks)



Bron: NBB kwartaalenquête naar het productievermogen.

de activa van het Fonds voor Spoorweginfrastructuur aan Infrabel ten bedrage van meer dan € 6 miljard, wat leidde tot een sterke toename van de materiële vaste activa en een daaruit voortvloeiende verhoging van de ontvangen kapitaalsubsidies⁽¹⁾.

In combinatie met de stijging van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa zorgde de inkrimping van de intern beschikbare middelen in 2008 voor de grootste financieringsbehoefte van de beschouwde periode (€ 12 miljard). Deze laatste werd ook in de hand gewerkt door de verhoging van de nettobedrijfsactiva, namelijk het verschil tussen de voorraden en de kortetermijnvorderingen, enerzijds, en de niet-financiële kortetermijnschulden, anderzijds.

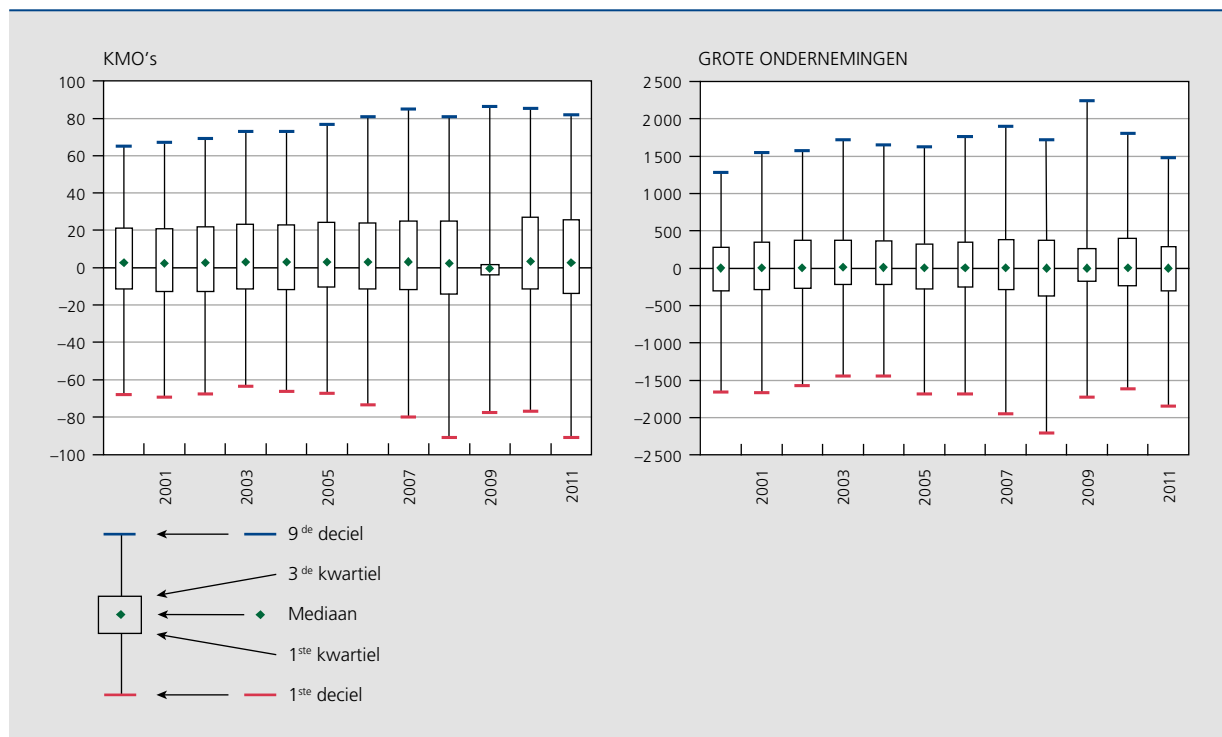
In 2010 werd de economische situatie weer gunstiger, met een bbp-groei die opnieuw het peil van vóór de crisis bereikte en een sterk toenemende conjunctuurindicator die aan het einde van het jaar opnieuw positief werd. Deze conjunctuuropleving kwam ook tot uiting in de tabel van het financieringssaldo van de ondernemingen. Dankzij het herstel van de wereldhandel en de daaruit voortvloeiende stijging van de verkoop, lieten de Belgische niet-financiële vennootschappen een forse toename van hun intern beschikbare middelen optekenen

die in 2010 € 35,2 miljard bedroegen (+35%). Dankzij de gunstiger afzetvooruitzichten en een aanzienlijke verbetering van de bezettingsgraad van het productievermogen, ging deze toename van de interne middelen gepaard met een opleving van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa. Deze investeringen, ten belope van € 38,6 miljard in 2010, groeiden ten opzichte van 2009 met 46%. Er zij evenwel opgemerkt dat ze werden beïnvloed door omvangrijke fusies en overnames in de informatie- en communicatiesector. Deze herstructureringen hadden eveneens een aanzienlijke impact op de daling van de nettobedrijfsactiva (net zoals bepaalde intragroeptransacties bij Electrabel).

De financiële investeringen op lange termijn namen gedurende vrijwel de hele beschouwde periode toe. Daarbij zij echter vermeld dat de in 2007 opgetekende piek in de financiële investeringen sterk werd beïnvloed door de aankoop, door Electrabel, van de participatie van Suez in Suez-Tractebel voor een bedrag van € 18,2 miljard. Deze financiële investeringen lieten in 2009, op het hoogtepunt van de financiële crisis, evenwel een inkrimping in absolute waarde optekenen (€ -2,8 miljard). Ze werden

(1) Zie Deville X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

GRAFIEK 3 STATISTISCHE SPREIDING VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE ONDERNEMINGEN NAAR OMVANG
(in € duizend)



Bron: NBB (Balanscentrale).

ook beïnvloed door intragroeptransacties bij Belgacom en Electrabel, waardoor de financiële vaste activa met respectievelijk € 3,9 en € 4,5 miljard verminderden.

In 2008 en 2009 zagen de ondernemingen ook de groei van hun geldbeleggingen en liquide middelen vertragen: deze daalden van € 8,4 miljard in 2007 tot € 2,4 miljard in 2008 en vervolgens tot € 1,1 miljard in 2009. Deze geldbeleggingen en liquide middelen omvatten de geldbeleggingen in de vorm van eigen aandelen of in andere vormen (termijnrekeningen, aandelen verworven binnen de twaalf maanden, enz.) en de beschikbare waarden (kasvoorraad, tegoeden op zichtrekeningen, enz.). Het betreft dus onmiddellijk beschikbare liquiditeiten die de ondernemingen hadden aangelegd om de toegenomen financieringsbehoefte op te vangen. Deze groeivertraging van de geldbeleggingen en liquide middelen droeg er, in combinatie met de vermindering van de financiële investeringen, toe bij dat in 2009 het laagste te financieren totaal van de beschouwde periode werd opgetekend, namelijk € -1,7 miljard.

Aangezien de investeringen in materiële en immateriële vaste activa forsler waren toegenomen dan de interne middelen, kon het in 2010 geboekte financieringsoverschot van € 4,3 miljard hoofdzakelijk worden verklaard door de vermindering van de nettobedrijfsactiva. De opleving van de conjunctuur viel ook samen met een toename van de financiële investeringen op lange termijn en van de geldbeleggingen en liquide middelen. Er zij op gewezen dat deze ontwikkelingen eveneens werden beïnvloed door, respectievelijk, de eerder vermelde herstructurering van de Electrabel-groep en de verkoop van bepaalde participaties door de Solvay-groep die hierdoor zijn geldbeleggingen en liquide middelen zag stijgen. Deze bijzondere transacties hebben echter alleen maar kracht bijgezet aan een reeds reële opwaartse tendens. Bijgevolg werd het totale financieringssaldo van de niet-financiële vennootschappen in 2010, met een bedrag van € 38,5 miljard, opnieuw fors negatief.

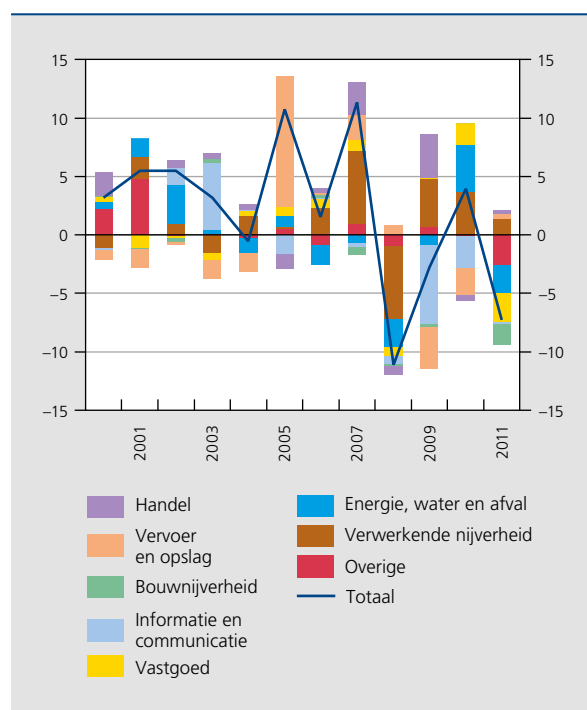
In 2011 hield het in 2010 opgetekende herstel van de vraag aan, maar in de tweede helft van het jaar verzwakte het enigszins. De vertraging van de buitenlandse vraag werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door de groei van de verkoop op de Belgische markt. De intern beschikbare middelen van de Belgische niet-financiële vennootschappen bleven, met € 35,9 miljard, stabiel. De investeringen in materiële en immateriële vaste activa liepen licht terug (-11 %) als gevolg van de versombering van de afzetvooruitzichten in de tweede helft van het jaar. Deze tendens was trouwens merkbaar in de in grafiek 1 weergegeven conjunctuurindicator, die in de tweede helft van het jaar negatief werd. De nettobedrijfsactiva gingen

opnieuw in stijgende lijn nadat ze in 2009 fors waren gedaald als gevolg van bepaalde eenmalige transacties (zie hierboven), wat leidde tot een verkleining van het financieringssaldo dat opnieuw negatief werd (€ -7,5 miljard).

Net als de investeringen in materiële en immateriële vaste activa namen ook de financiële investeringen af, tot € 25 miljard (-14 %), terwijl de geldbeleggingen en liquide middelen een aanzienlijke daling lieten optekenen als gevolg van de grootschalige transacties bij Solvay en Electrabel. Dit had een invloed op het te financieren totaal dat, hoewel het negatief bleef, terugliep tot € -28,7 miljard.

De statistische spreiding van het financieringssaldo van de ondernemingen (grafiek 3) wijst, wat de crisis van 2008 betreft, op een enigszins grotere conjunctuurgevoeligheid van de grote ondernemingen. In 2009 deed zich voor de grote ondernemingen immers een ietwat ruimere opwaartse verschuiving van de verdeling voor dan voor de kmo's. In 2008 liet het eerste deciel van de grote ondernemingen met de zwaarste financieringsbehoefte telkens een financieringsbehoefte van meer dan € 2,2 miljoen optekenen. In 2009 liep deze drempel terug tot € 1,7 miljoen, een daling met meer dan 20 %. Voor de kmo's

GRAFIEK 4 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

bedroeg deze daling 15%. Daarnaast toont de statistische spreiding aan dat de kmo's met een financieringsoverschot (de ondernemingen boven de mediaan) ietwat conjunctuurbestendiger bleken. Daarentegen waren het eerste deciel en, in mindere mate, het eerste kwartiel blijkbaar volatieler. Bij de grote ondernemingen vertoonden zowel de boven- als de onderkant van de verdeling in 2009 een opwaartse verschuiving, gevolgd door een neerwaartse verschuiving in 2010 en 2011. Dit wijst erop dat de grote ondernemingen met een financieel overschot in 2009 geneigd waren dit overschot te laten toenemen, terwijl de ondernemingen met een financieringsbehoefte deze behoefte verkleinden. Vervolgens sloegen deze effecten om.

Het is ook interessant het verloop van het financieringssaldo naar bedrijfstak te bestuderen. Zo bieden de grafieken 4 en 5 een gedetailleerd overzicht van de bijdrage van de belangrijkste bedrijfstakken tot de veranderingen van het financieringssaldo van respectievelijk de grote ondernemingen en de kmo's.

Bij de grote ondernemingen laat de verwerkende nijverheid, onder impuls van de chemische en farmaceutische nijverheid, sinds 2004 een positief financieringssaldo optekenen (behalve in 2008). De informatie- en communicatiesector, daarentegen, had meestal een financieringsbehoefte,

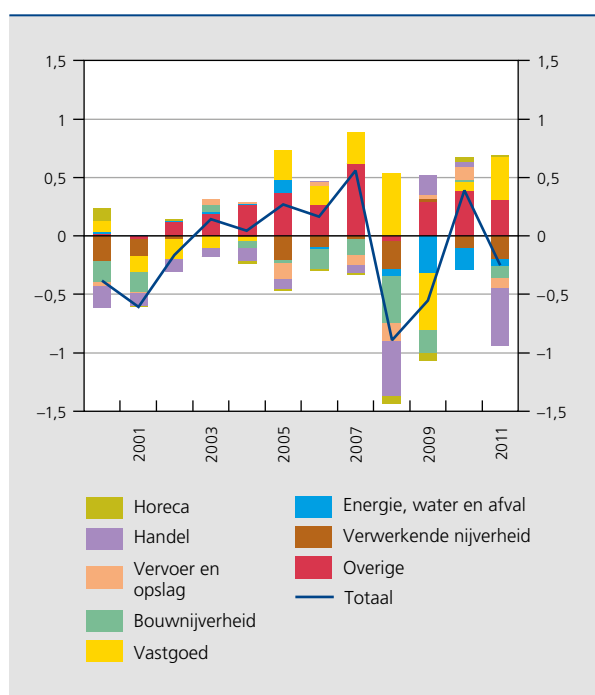
die voornamelijk toe te schrijven was aan Belgacom en Telenet. De financieringssaldi van de overige sectoren lieten grotere schommelingen optekenen. Opvallend in 2005 was het grote financieringsoverschot (meer dan € 11 miljard) dat de transportsector boekte als gevolg van de opsplitsing van de NMBS in drie entiteiten en de overdracht van de spoorweginfrastructuur aan het Fonds voor Spoorweginfrastructuur, wat in de rekeningen tot uiting kwam in een aanzienlijke vermindering van de materiële vaste activa van de NMBS-groep⁽¹⁾.

Bij de kmo's ziet de situatie er anders uit. De vastgoedsector laat sinds 2004 ieder jaar (behalve in 2009) een financieringsoverschot optekenen dankzij intern beschikbare middelen die vaak omvangrijker zijn dan de netto-investeringen. In 2008 was de sector zelfs de enige die in dit geval verkeerde. De vastgoedsector telt verhoudingsgewijs ook het geringste aantal kmo's met een financieringsbehoefte (37%, grafiek 6). De overige belangrijke sectoren, zoals de handel, de verwerkende nijverheid en de bouwnijverheid, laten over het algemeen een financieringsbehoefte optekenen. In deze laatste sector is het percentage ondernemingen met een financieringsbehoefte overigens het hoogst, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen.

(1) Zie Deville X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and The Netherlands*, NBB Working Paper No. 221.

GRAFIEK 5 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE KMO'S

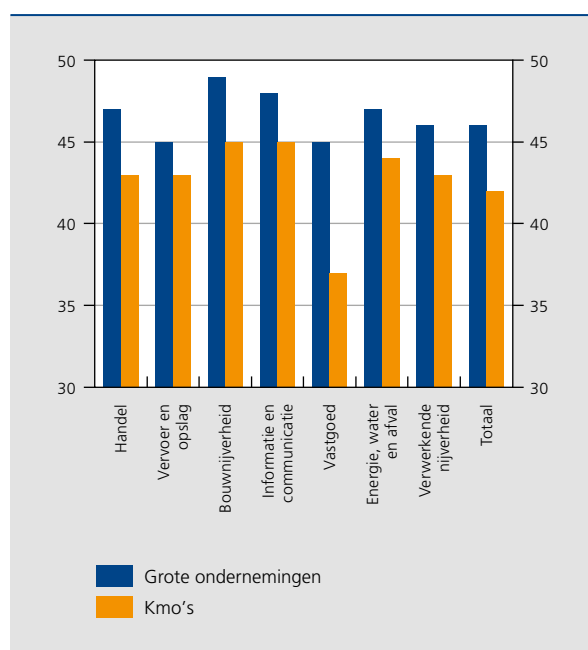
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

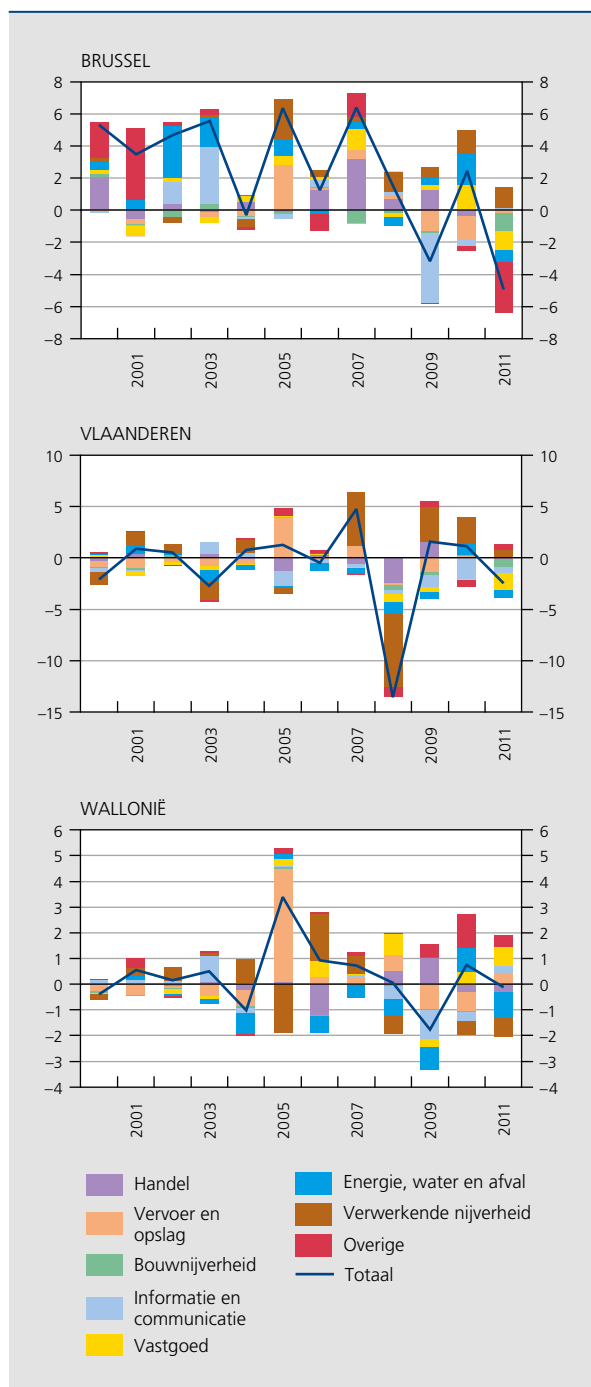
GRAFIEK 6 PERCENTAGE ONDERNEMINGEN MET EEN FINANCIERINGSBEHOEFTE

(gemiddelde 2000-2011, in %)



Bron: NBB (Balanscentrale).

GRAFIEK 7 OPSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE ONDERNEMINGEN NAAR GEWEST (in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

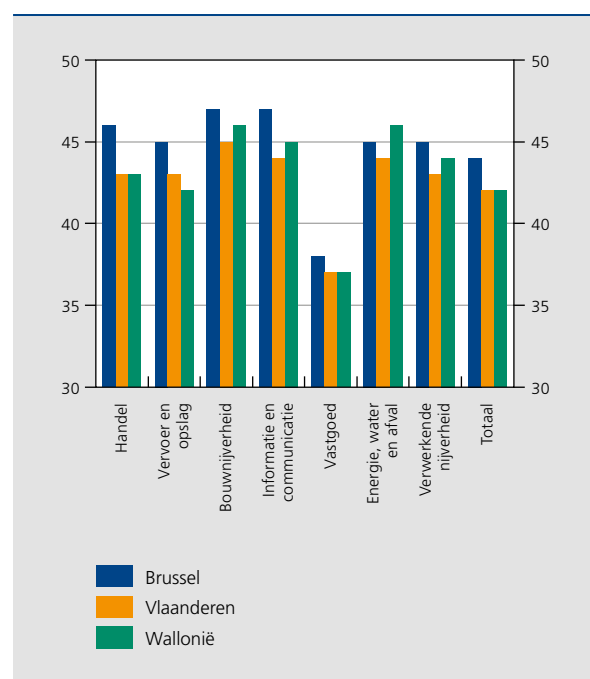
grafiek 7 geeft, op regionaal niveau⁽¹⁾, het verloop weer van het financieringssaldo per bedrijfstak. Elk gewest liet in 2005 een positief financieringssaldo optekenen, dat het daaropvolgende jaar verkleinde. Als gevolg van de crisis liet de toename van de financieringsbehoefte

evenwel een vertraging optekenen. In Vlaanderen deed deze vertraging zich voor vanaf 2008, het jaar waarin alle sectoren een financieringsbehoefte hadden van in totaal € 13,5 miljard. In Wallonië en Brussel was het financieringssaldo van de ondernemingen in 2008 al met al nog positief; in 2009 werd het echter negatief, zij het met geringere bedragen dan die welke in 2008 in Vlaanderen werden opgetekend. In 2010 lieten de ondernemingen in de drie gewesten een financieringsoverschot optekenen; in 2011 volgde een financieringsbehoefte.

Wat de sectoren betreft die de meeste invloed uitoefenen op het algemene verloop van de financieringssaldi van de ondernemingen in de verschillende gewesten, worden enkele discrepanties vastgesteld. In Brussel is de handel de belangrijkste branche die doorgaans een financieringsoverschot boekt. In 2009 en 2011 werden de grootste financieringsbehoeften vastgesteld in respectievelijk de informatie- en communicatiesector (vooral Belgacom) en de overige bedrijfstakken, voornamelijk die van de overige diensten (met inbegrip van de ondersteunende activiteiten

(1) De regionale opsplitsing van de jaarrekeningen steunt op de gegevens van het Instituut voor de nationale rekeningen. Voor de ondernemingen die in verschillende gewesten gevestigd zijn, worden de rubrieken van de jaarrekeningen opgesplitst in verhouding tot het aantal arbeidsplaatsen in elk gewest. Voor meer informatie, zie Vivet (2011).

GRAFIEK 8 REGIONALE OPSPLITSING VAN HET PERCENTAGE ONDERNEMINGEN MET EEN FINANCIERINGSBEOEFTE (gemiddelde 2000-2011, in %)

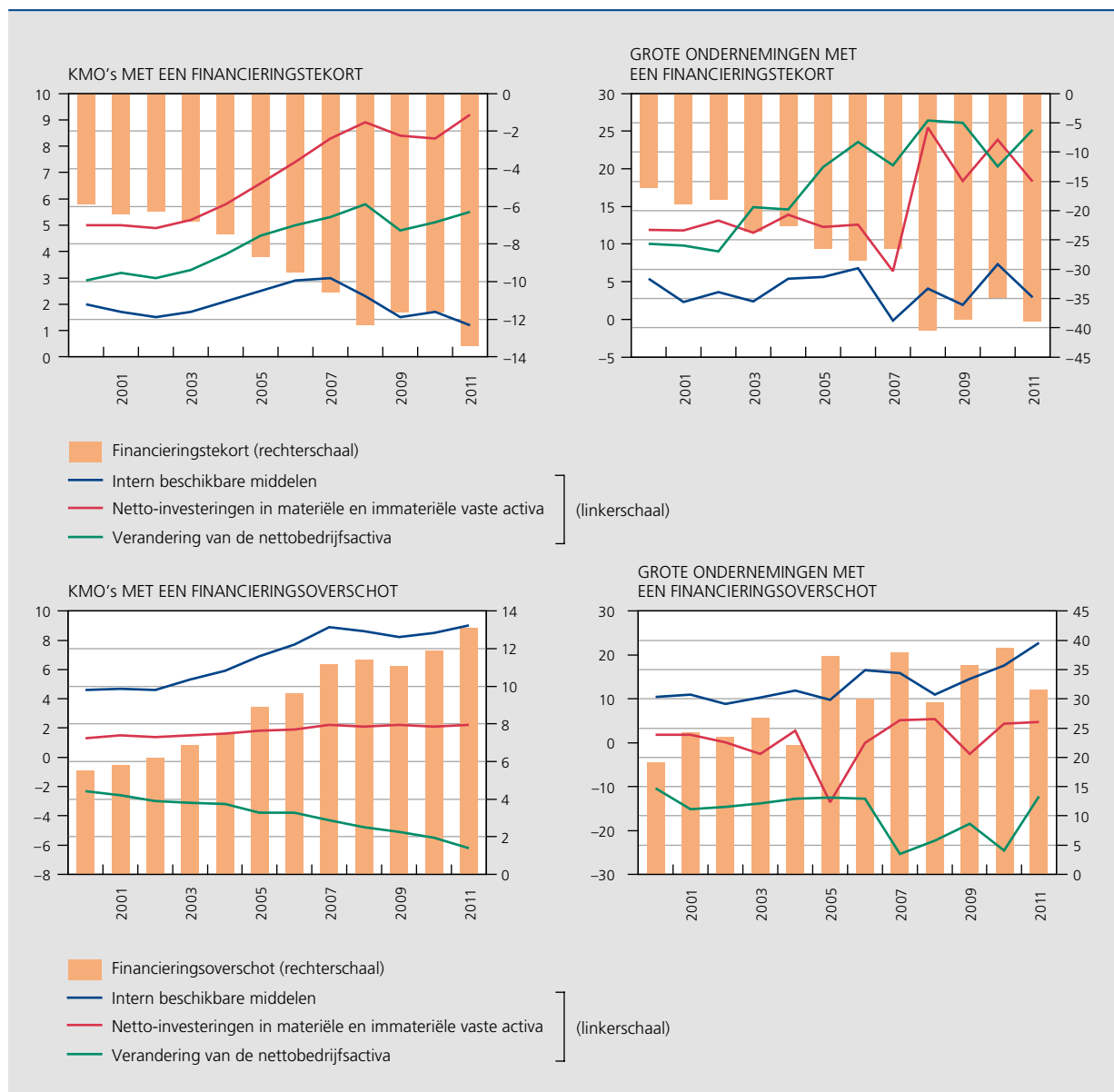


Bron: NBB (Balanscentrale).

voor de financiële dienstverlening). In Vlaanderen droeg het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen het stempel van, enerzijds, de verwerkende nijverheid, meer in het bijzonder de chemische en farmaceutische nijverheid en, anderzijds, de metaalverwerkende nijverheid, een sector die de vervaardiging en assemblage van auto's omvat. De chemische en farmaceutische nijverheid oefenden eveneens een sterke invloed uit op het financieringssaldo van de ondernemingen in Wallonië, net als de vervoer- en opslagsector en de sector van energie, water en afval die vrijwel ieder jaar een negatief financieringssaldo hadden.

Wat het percentage ondernemingen met een financieringsbehoefte betreft (grafiek 8), verschilt Brussel enigszins van de twee andere gewesten. Over de periode 2000-2011 had 44% van de ondernemingen er een financieringsbehoefte, tegen 42% in Vlaanderen en in Wallonië. Deze oververtegenwoordiging in Brussel van ondernemingen met een financieringsbehoefte, en dit in vrijwel alle bedrijfstakken, wordt in hoofdzaak verklaard door een bedrijfstakgrootte-effect. Brussel telt immers relatief meer grote ondernemingen dan de twee andere gewesten (9% tegen 6% in Vlaanderen en 5% in Wallonië) en, zoals blijkt uit grafiek 6, treft men in de groep van

GRAFIEK 9 FINANCIERINGSSALDO EN BELANGRIJKSTE DETERMINANTEN, NAAR BEDRIJFSGROOTTE
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

grote ondernemingen een hoger percentage bedrijven met een financieringsbehoefte aan.

Om het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen nader te verklaren, is het nuttig de groepsindelingen van de ondernemingen naar de omvang ervan te verfijnen door een extra onderscheid te hanteren tussen, enerzijds, de ondernemingen met een financieringsoverschot en, anderzijds, die met een financieringstekort. Zo worden in grafiek 9 de voornaamste determinanten belicht van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen, naar hun omvang en situatie. Een eerste belangrijke vaststelling is dat zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's de eigen middelen een belangrijke rol spelen in de financieringsbehoeften.

Voor de grote ondernemingen kunnen door de schommelingen van de verschillende variabelen moeilijk tendensen worden afgeleid. Bij de ondernemingen met een financieringsbehoefte wordt vanaf 2008 evenwel een duidelijke toename van deze behoefte vastgesteld, dit als gevolg van hogere investeringen in materiële en immateriële vaste activa.

Het peil van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa van de kmo's met een financieringsoverschot bleef mettertijd constant, op ongeveer € 2 miljard. Het verloop van hun financieringsoverschot, dat over de beschouwde periode trendmatig toenam, houdt veelverband met de steeds sterkere daling van hun

nettobedrijfsactiva en ook met de vermeerdering van hun intern beschikbare middelen. Terwijl de nettobedrijfsactiva in 2000 met € 2,3 miljard waren gedaald, namen ze in 2011 met € 6,2 miljard af, een inkrimping met 176 %. De intern beschikbare middelen beliepen in 2011 € 9 miljard, een stijging met 98 % sinds 2000. De meeste dienstenbranches vertoonden dezelfde kenmerken. In de verwerkende nijverheid was de stijging van het financieringsoverschot van de kmo's minder uitgesproken en uitsluitend toe te schrijven aan de steeds sterkere daling van de nettobedrijfsactiva, terwijl de intern beschikbare middelen stabiel bleven.

Bij de kmo's met een financieringsbehoefte was de toename van de nettobedrijfsactiva en van de investeringen in materiële en immateriële vaste activa oorzaak van het almaar verslechterende financieringssaldo, aangezien de intern beschikbare middelen niet hetzelfde verloop volgden.

De analyse op regionaal niveau bevestigt de hierboven beschreven tendensen, waarbij de drie gewesten over het algemeen een gelijklopende ontwikkeling laten optekenen.

In dit eerste gedeelte werd het verband aangetoond tussen het financieringssaldo van de ondernemingen en de conjunctuur. Het financieringssaldo van de grote ondernemingen in hun geheel werd ook beïnvloed door bepaalde grootschalige transacties van enkele grote Belgische ondernemingen die de statistieken van hun respectieve bedrijfstak sterk beïnvloeden (Belgacom, Telenet, NMBS, enz.). De analyse op regionaal niveau heeft het

TABEL 4 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-41,2	-22,9	-30,0	-32,5	-25,8	-12,5	-32,8	-41,4	-48,4	-1,7	-38,5	-28,7
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	20,4	13,5	12,4	15,6	7,0	7,2	20,6	12,5	22,4	9,3	14,8	16,3
Verandering van de schulden op lange termijn	7,3	2,9	6,5	20,8	13,6	-0,7	7,0	26,1	8,5	0,4	33,3	8,2
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,6	0,5	-0,8	17,3	10,0	2,1	5,4	5,7	4,5	-3,1	7,3	0,4
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	13,5	6,5	11,1	-3,8	5,2	6,0	5,4	3,7	17,8	-7,3	-8,4	4,5
waarvan verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	2,1	2,7	-0,2	4,6	-1,7	4,9	5,6	-0,9	10,3	-8,1	-7,5	2,0
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	188	192	198	209	223	235	243	252	256	265	272	281

Bron: NBB (Balanscentrale).

belang aangetoond van de verwerkende nijverheid in het financieringssaldo van de ondernemingen in Vlaanderen, vooral van de chemische en farmaceutische nijverheid en van de metaalverwerkende nijverheid. De chemische en farmaceutische nijverheid hadden ook een invloed op het financieringssaldo van de ondernemingen in Wallonië, terwijl in Brussel de verwerkende nijverheid en de handel het zwaarst wogen op het financieringssaldo van de niet-financiële vennootschappen. Tot slot heeft de analyse aangetoond dat de kmo's met een financieringsbehoefte over het algemeen een verhoging van hun nettobedrijfsactiva en investeringen lieten optekenen, terwijl hun intern beschikbare middelen vrij stabiel bleven.

In het volgende gedeelte wordt nagegaan welke middelen de ondernemingen hebben ingezet om in die financieringsbehoeften te voorzien.

3. Financieringsbronnen

Tabel 4 verschaft informatie over de financieringsbronnen die de niet-financiële vennootschappen in België aanwenden om te voorzien in hun financieringsbehoeften in de ruime zin, dus met inbegrip van de financieringsbehoeften die ontstaan door de financiële beleggingen op lange termijn en door de schommeling van de geldbeleggingen en liquide middelen. Over het geheel van de beschouwde periode vormden de financiële verplichtingen de eerste financieringsbron van de ondernemingen, ten belope van

€ 188 miljard (waarvan € 65 miljard schulden tegenover banken), vóór de verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies (via de uitgifte van al dan niet genoteerde aandelen) die € 172 miljard bedroeg. Er zij aan herinnerd dat in deze analyse de ondernemingen met activiteiten van hoofdkantoren (NACE 70100) niet werden opgenomen.

De financiering via kapitaalverhoging liet in 2006 een forse stijging optekenen, tot € 20,6 miljard (+186%), onder de gezamenlijke invloed van, ten eerste, een daling van de aan de financiering via aandelen verbonden kosten ten opzichte van de schulden jegens banken en, ten tweede, de invoering dat jaar van de belastingaftrek voor risicokapitaal (notionele interestaftrek) die de financiering via eigen vermogen aantrekkelijker maakt. De toename van de financiering via aandelen vloeide grotendeels voort uit een stijging van grootschalige operaties bij grote ondernemingen (tabel 5), wat het argument lijkt te schragen dat deze ondernemingen de structuur van hun kapitaal na de invoering van de notionele interestaftrek zijn beginnen te wijzigen. De daaropvolgende jaren bleven de kapitaalwijzigingen groot, met een piek van € 22,4 miljard in 2008, voornamelijk als gevolg van grote transacties in de chemische en in de energiesector (met meer bepaald een kapitaalverhoging van Electrabel ten bedrage van € 4 miljard).

Ook bij de kmo's wordt de financiering via kapitaalverhoging belangrijker (tabel 6). In 2005 bedroeg de verandering van het kapitaal een derde van de verandering van de externe financiële middelen (€ 1,1 miljard op

TABEL 5 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN
(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-38,9	-20,7	-28,6	-31,0	-23,9	-9,2	-29,2	-37,1	-42,1	2,2	-34,7	-24,2
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	19,4	12,4	11,5	14,7	6,1	6,1	19,2	10,6	19,0	7,0	12,4	13,6
Verandering van de schulden op lange termijn	6,6	2,3	6,3	20,4	13,0	-2,2	5,6	24,5	6,5	-0,5	32,3	7,0
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,2	0,3	-0,9	17,2	9,7	1,4	4,6	4,5	3,1	-3,5	7,0	-0,1
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	12,8	6,0	10,8	-4,1	4,8	5,3	4,4	2,7	16,6	-8,0	-9,2	3,6
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	1,8	2,4	-0,4	4,6	-1,9	4,5	4,9	-1,5	9,5	-8,4	-8,0	1,7
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	13	13	13	14	14	14	14	14	15	16	16	17

Bron: NBB (Balanscentrale).

TABEL 6 VERLOOP VAN DE EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE KMO'S

(geglobaliseerde cijfers, in € miljard)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Totaal financieringssaldo	-2,3	-2,2	-1,4	-1,6	-1,9	-3,3	-3,6	-4,3	-6,4	-3,8	-3,9	-4,5
Verandering van het kapitaal en van de uitgiftepremies	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1	1,3	1,9	3,4	2,4	2,4	2,7
Verandering van de schulden op lange termijn	0,6	0,6	0,2	0,4	0,7	1,5	1,3	1,6	1,9	1,0	0,9	1,2
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,7	0,9	1,3	1,3	0,4	0,3	0,5
Verandering van de financiële schulden op korte termijn	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,7	1,0	1,0	1,2	0,7	0,8	0,9
waarvan: verandering van de schulden ten aanzien van de kredietinstellingen	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,8	0,3	0,5	0,4
Aantal ondernemingen (duizendtallen)	175	179	185	195	210	221	229	237	241	250	256	264

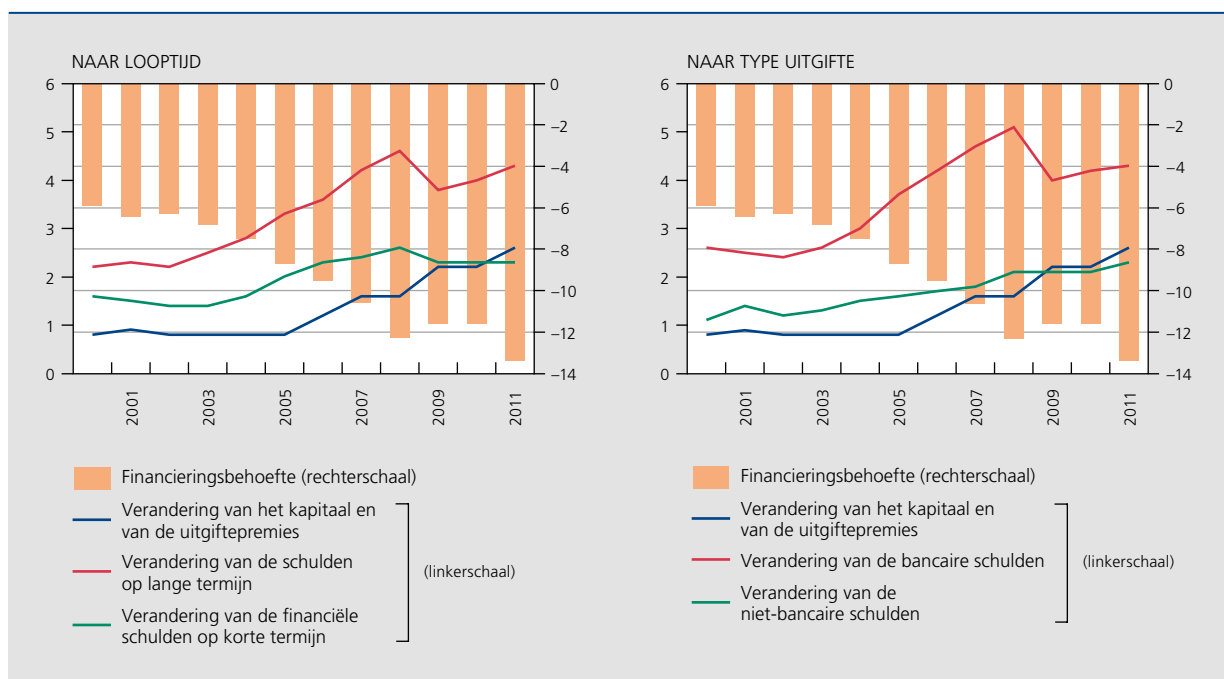
Bron: NBB (Balanscentrale).

€ 3,3 miljard), maar sinds 2006 is dat aandeel steeds toegenomen; in 2011 beliep het zelfs 56%. Dat jaar lieten de kmo's kapitaalverhogingen optekenen ten belope van in totaal € 2,7 miljard. Over de twaalf jaar van de beschouwde periode was de stijging van de financiering

via kapitaal evenwel minder uitgesproken. Van 2000 tot 2005 vertegenwoordigden de kapitaalverhogingen gemiddeld 46% van de externe financieringsbronnen van de kmo's, tegen 51% in de periode 2006-2011, dat wil zeggen vanaf de invoering van de notionele interestaftrek.

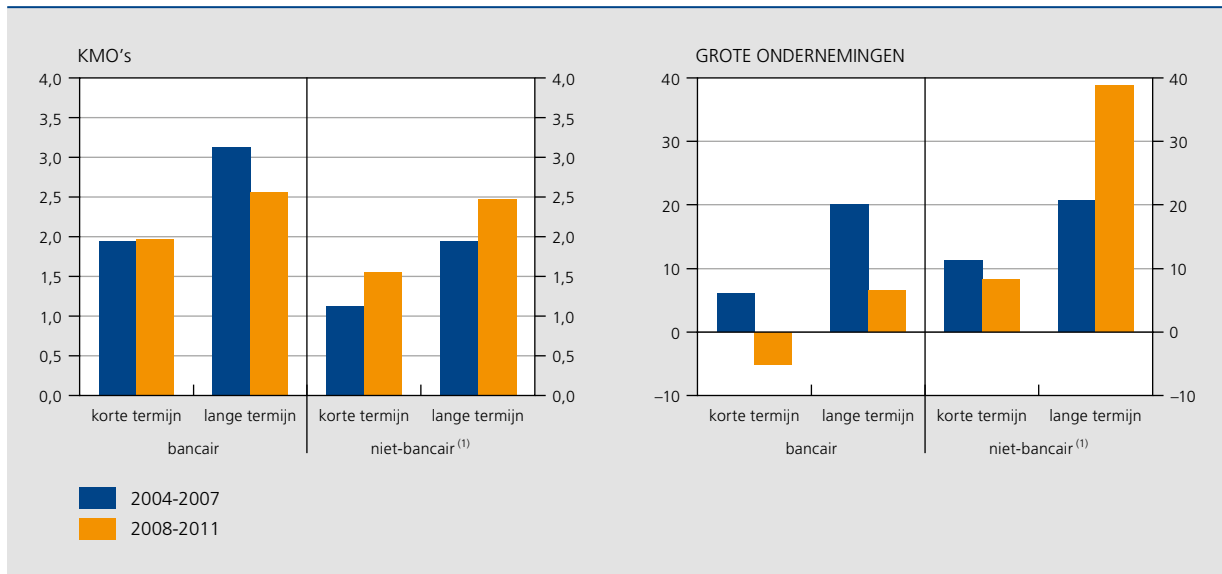
GRAFIEK 10 FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE KMO'S MET EEN FINANCIERINGSBEHOEFTE

(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

GRAFIEK 11 VERANDERING VAN DE VERSCHILLENDE SCHULDTYPESEN VÓÓR EN NA DE CRISIS
(in € miljard)



Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) In de niet-bancaire schulden zijn ook de intragroep leningen opgenomen.

De stijging van de financiering via kapitaal is bijzonder opmerkelijk in de subgroep van de kmo's met een financieringsbehoefte (grafiek 10) waar vanaf 2006 een duidelijke stijging van de kapitaalverandering werd vastgesteld (+47 % ten opzichte van 2005). De financiering via kapitaal lag in 2011 voor het eerst hoger dan de financiering via kortlopende schulden (€ 2,6 miljard tegen € 2,3 miljard), die sinds 2009 stabiel bleven (linkergeedeelte van de grafiek), terwijl de financiering via kapitaal sinds 2009 de financiering via niet-bancaire schulden overstijgt (rechtgeredeelte).

Dit toenemende belang van de financiering via kapitaal bij de kmo's met een financieringsbehoefte werd opgetekend in de drie gewesten van het land, maar het was bijzonder uitgesproken in Vlaanderen. In 2005 bedroegen de kapitaalverhogingen bij de kmo's in Vlaanderen immers € 0,5 miljard; in 2011 was dat € 1,9 miljard, een stijging met 252 %.

Voor de kmo's met een financieringsbehoefte tekende deze tendens zich hoofdzakelijk af in de handel, de vastgoedsector, de bouwnijverheid en de verwerkende nijverheid. Ook in de informatie- en communicatiesector namen de kapitaalverhogingen toe, zonder dat de andere financieringsbronnen er evenwel op achteruitgingen.

Dit verloop is niet alleen beïnvloed door de in 2006 ingevoerde notionele interestaftrek, maar ook door de op

de kredietmarkt geldende voorwaarden, die vanaf 2007 verslechterden als gevolg van de financiële crisis. Tussen 2008 en 2011 verleenden de banken de ondernemingen kredieten voor een bedrag van € 6 miljard (alle termijnen samen), tegen € 31 miljard tussen 2004 en 2007⁽¹⁾.

Deze tendens doet zich voor bij zowel de grote ondernemingen als de kmo's en ze is meer uitgesproken voor de langlopende kredieten (grafiek 11). Tijdens de periode 2008-2011 veranderden de verbintenissen jegens kredietinstellingen minder sterk dan vóór het uitbreken van de crisis, terwijl zich bij de niet-bancaire kredieten (hoofdzakelijk leningen tussen ondernemingen maar onder meer ook langlopende handelsschulden en obligatieleningen) het tegenovergestelde voordeed. Er is dus een duidelijke tendens dat ondernemingen voor hun financiering niet bij de banken aankloppen, maar wel tot een kapitaalverhoging besluiten of niet-bancaire schulden aangaan.

Dit verloop kan worden beïnvloed door factoren die verband houden met de vraag naar kredieten (cf. supra), maar ook door een wijziging in de kredietverleningsvoorwaarden.

(1) Er zij opgemerkt dat, in het geval van de grote ondernemingen, de cijfers worden beïnvloed door enkele grote transacties. Zo werd, in 2007, de aankoop door Electrabel van de deelnemingen in Suez-Tractebel (cf. supra) gedeeltelijk gefinancierd via schulden, wat de forse stijging van de niet-bancaire schulden in dat jaar verklaart. Bovendien voerde Electrabel in 2010 een grondige herstructurering van zijn financiële schulden door, waarbij kortetermijnschulden werden vervangen door langetermijnschulden, die met bijna € 6 miljard toenamen.

De kwalitatieve enquêtes waarin wordt nagegaan hoe banken en ondernemingen de kredietmarkt percipiëren, verschaffen in dit opzicht enige informatie.

De perceptie van de banken blijkt uit de enquête naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey – BLS), een enquête die de centrale banken van het Eurosysteem om de drie maanden op nationaal niveau organiseren bij de belangrijkste kredietinstellingen. In België vertolkt deze enquête het standpunt van de vier grootste banken van het land (waarvan de kredieten aan de private sector ongeveer 70 % vertegenwoordigen van de kredieten die door alle Belgische kredietinstellingen worden toegekend) met betrekking tot het verloop van de kredietverleningsvoorwaarden en de vraag naar krediet. De resultaten

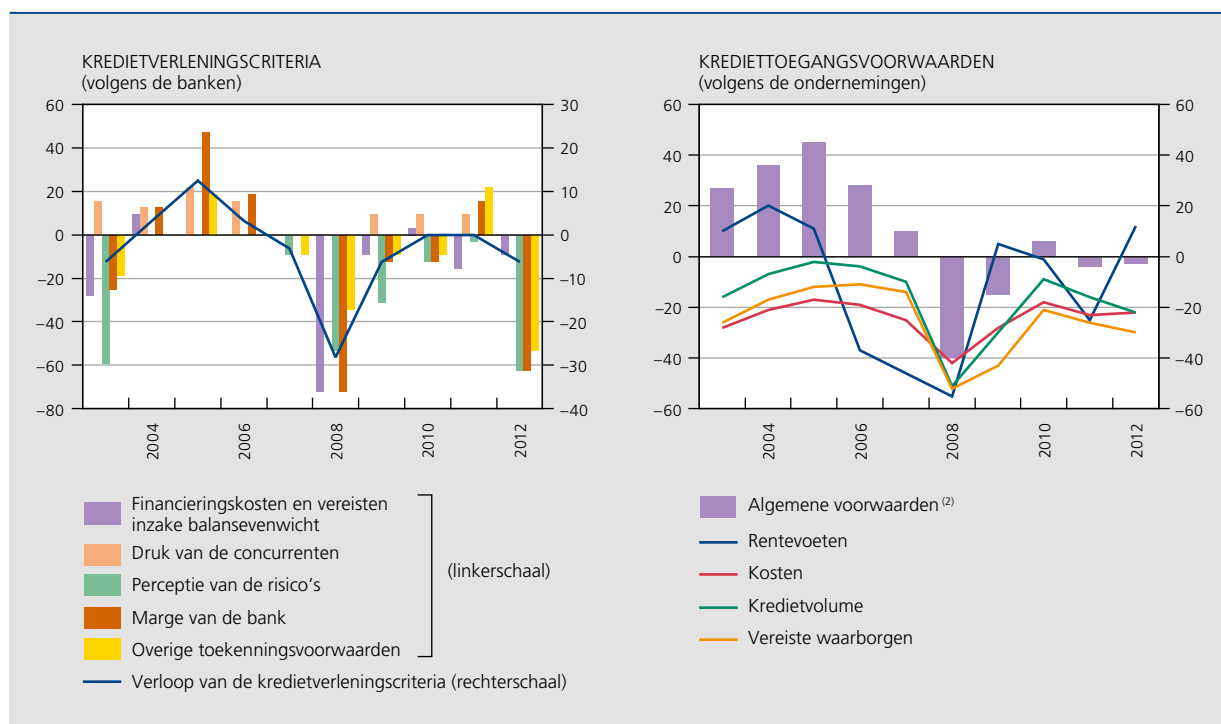
worden uitgedrukt in een nettoprocentage, namelijk het verschil tussen het percentage antwoorden dat een verloop in een welbepaalde richting aangeeft en het percentage antwoorden dat een verloop in de omgekeerde richting aangeeft; die antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het 'neutrale' antwoord. De mogelijke waarden van deze indicator schommelen tussen –100 % (aanzienlijke verstrakking of verzwakking voor alle respondenten) en +100 % (aanzienlijke versoepeling of toename voor alle respondenten)⁽¹⁾.

De NBB peilt eveneens de mening van de bedrijfsleiders via een enquête naar hun perceptie van het verloop van de kredietvoorwaarden⁽²⁾. Aanvankelijk gebeurde die peiling in het kader van een andere enquête die om het jaar werd gehouden, maar sinds 2009 maken deze vragen het onderwerp uit van een afzonderlijke, driemaandelijksse enquête⁽³⁾. De resultaten daarvan worden uitgedrukt in een nettoprocentage, namelijk het saldo tussen het percentage positieve en het percentage negatieve antwoorden⁽⁴⁾.

Grafiek 12 bevat een opsomming van de voornaamste verklarende factoren van het verloop van de op de markt voor bankkredieten geldende voorwaarden. Vanaf de

(1) Voor meer informatie over de methodologie, zie <http://www.nbb.be> > Statistieken > Opinie-enquêtes > Bank Lending Survey > Methodologie.
 (2) Er zij opgemerkt dat de in deze enquête beschouwde kredieten de kredieten zijn die rechtstreeks de vastekapitaalvorming betreffen, bijgevolg ongerekend de voor fusies of overnames toegekende kredieten. Voor meer informatie over de methodologie, zie http://www.nbb.be/DOC/DQ/kredObs/nl/KO_home.htm > Statistische reeksen > Tarieven en andere kredietvoorwaarden > NBB enquête (beoordeling door ondernemingen).
 (3) In dit artikel werden de resultaten van na 2009 op jaarbasis berekend, door het gemiddelde van de driemaandelijksse resultaten te berekenen.
 (4) Een saldo van +10 wil bijvoorbeeld zeggen dat er 10 % meer positieve dan negatieve antwoorden zijn.

GRAFIEK 12 BEOORDELING VAN DE VOORWAARDEN VAN DE KREDIETMARKT DOOR DE BANKEN EN DE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾
 (verloop uitgedrukt als nettoprocentage)



Bron: NBB (enquête naar de bancaire kredietverlening en enquête naar de krediettoegangsvoorwaarden bij de bedrijfsleiders).

(1) Gegevens berekend op jaarbasis aan de hand van het gemiddelde van de driemaandelijksse resultaten.

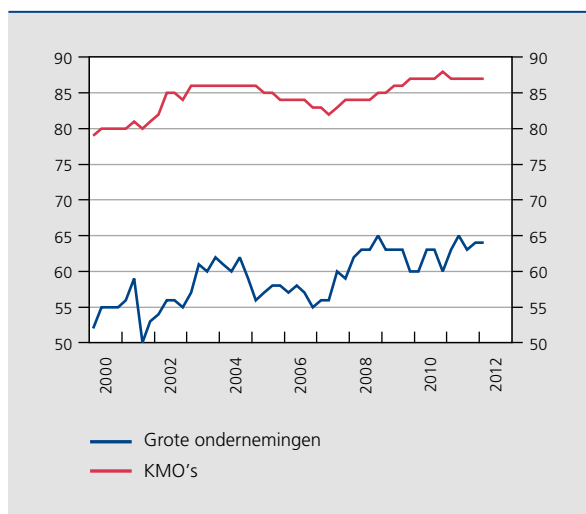
(2) Wat de krediettoegangsvoorwaarden betreft, hebben de algemene voorwaarden betrekking op het moment zelf van de overeenkomst, terwijl de andere criteria het verloop dat geldt op het ogenblik van de enquête vergelijken ten opzichte van de criteria die, tot in 2008, zes maanden eerder werden gehanteerd, en die, sinds 2009, drie maanden eerder werden gehanteerd.

zomer van 2007 waren er spanningen op de financiële markten als gevolg van de subprimecrisis. Dat jaar gaven de banken te kennen dat hun perceptie van de risico's mee ten grondslag lag aan de verscherping van de kredietverleningsvoorwaarden. In 2008 dijde de crisis uit en kwamen banken in de problemen met hun balans, doordat ze in hun activaportefeuille een waardeverlies moesten incasseren en ze hun eigen vermogen zagen inkrimpen door de verslechtering van de risico's. Deze balansproblemen zetten de banken ertoe aan hun kredietverleningsvoorwaarden te verstrengen, vooral via een verruiming van hun marge.

Deze perceptie wordt gedeeld door de bedrijfsleiders, die van oordeel zijn dat het rentepeil de factor is die in 2008 het sterkst verslechterde, gevolgd door de vereiste waarborgen en door het volume van de kredieten. De algemene kredietvoorwaarden werden door de ondernemingen in 2009 iets minder negatief ingeschat vooral als gevolg van een gunstiger rentepeil. Dit laatste was echter van korte duur waardoor de algemene beoordeling vanaf 2011 terug negatief werd. De banken versoepelden inderdaad geenszins de kredietverleningscriteria, die in 2009 nog werden aangescherpt en vervolgens, in 2010 en 2011, onveranderd bleven onder invloed van met name de besmetting van de banksector door de overheidsschuldencrisis, waardoor de liquiditeit en de solvabiliteit van de kredietinstellingen werd gedrukt. De banken bleven vanwege hun oplopende kosten en vanwege de vereisten inzake balansevenwicht waaraan ze moeten voldoen, strenge voorwaarden hanteren bij de kredietverlening aan ondernemingen. Deze laatste zijn van oordeel dat die voorwaarden in 2011 zelfs nog strenger werden. In 2012 verklaarden de banken dat ze hun kredietverleningscriteria hadden aangescherpt onder invloed van een toegenomen risicoperceptie, waarbij ze vooral hun marge vergrootten. Deze verstrenging wordt bevestigd door de bedrijfsleiders, die vaststellen dat de algemene voorwaarden voor de toegang tot bankkrediet verslechteren, ondanks een versoepeling van de rentevoeten.

Het verloop van de voorwaarden op de markt van de bancaire kredietverlening wordt tot op zekere hoogte weerspiegeld in de cijfers van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen, die de kredieten van meer dan € 25 000 aan niet-financiële vennootschappen registreert⁽¹⁾. Van de gepubliceerde statistieken is de aanwendingsgraad van de verleende kredieten een indicator van de op de kredietmarkt geldende voorwaarden. Deze aanwendingsgraad drukt de (procentuele) verhouding uit tussen het werkelijk aangewende bedrag en het totale bedrag van de door de financiële instelling verleende kredieten en illustreert op die manier hoe intensief de ondernemingen gebruik maken van hun kredietlijnen. Deze verhouding blijkt uit

GRAFIEK 13 AANWENDINGSGRAAD VAN DE VERLENDE KREDIETEN, VOLGENS DE GROOTTE VAN DE ONDERNEMINGEN
(in %)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen)⁽¹⁾.

(1) De gegevens zijn gebaseerd op de databank CKO1. De Centrale beschikt inmiddels over een hervormde databank, maar door een gewijzigde methodologie is een lange historische tijdreeks niet mogelijk.

grafiek 13 waarin een onderscheid wordt gemaakt volgens de grootte van de ondernemingen⁽²⁾. Opmerkelijk is de structureel hogere aanwendingsgraad bij de kmo's, die traditioneel afhankelijker zijn van bancaire krediet dan de grote ondernemingen, die over meer alternatieve financieringsmogelijkheden beschikken.

Vanaf 2007 gaf de aanwendingsgraad van de kredieten een opleving te zien, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen. In 2005-2006 bedroeg hij gemiddeld 84% voor de kmo's en 57% voor de grote ondernemingen. In de loop van de periode 2007-2011 steeg deze aanwendingsgraad evenwel tot 85% en 62% voor respectievelijk de kmo's en de grote ondernemingen. Alle grootten en sectoren door elkaar genomen, nam de aanwendingsgraad van de kredieten door de niet-financiële vennootschappen tussen 2006 en 2011 met 10% toe. Dit verloop lijkt erop te wijzen dat de ondernemingen, gelet op de moeite om nieuwe kredieten te verkrijgen, hun bestaande kredietmogelijkheden maximaal hebben trachten te benutten.

(1) De gebruikte gegevens eindigen op 31 maart 2012. Nadien was, in de nieuwe Centrale voor kredieten de drempel van € 25 000 niet langer van toepassing.

(2) Het onderscheid volgens grootte van onderneming is gebaseerd op het type van schema dat wordt gebruikt om de jaarrekening in te dienen (verkort schema = kmo, volledig schema = grote onderneming). Hier worden alleen de ondernemingen in aanmerking genomen die hun jaarrekening in de loop van de afgelopen 60 maanden ten minste één keer bij de Balanscentrale hebben ingediend.

De moeite die de kmo's na het uitbreken van de crisis ondervonden om zich toegang te verschaffen tot bancaire krediet blijkt ook uit de enquête die het Kenniscentrum voor Financiering van KMO (KeFiK, 2013) organiseerde naar de financiering van de kmo's. Daarin werd immers vastgesteld dat in 2009 17% van de kmo's die bancaire krediet aanvraag, geweigerd werd. Dat was aanzienlijk meer dan in 2008 (9%). In 2010 en 2011 nam dat percentage weigeringen opnieuw af tot respectievelijk 15% en 13%, wat nog steeds meer was dan vóór het uitbreken van de crisis. In 2012 bedroeg dat percentage 16%, wat bevestigt dat de kmo's het sedert het begin van de crisis toch moeilijk bleven hebben om bij de banken krediet te verwerven.

Deze tendens werd bevestigd door de enquête die de FOD Economie (FOD Economie, 2012) hield naar de toegang van kmo's tot financiering, aangezien het percentage geweigerde kredietaanvragen bij banken blijkbaar was toegenomen, van 2% in 2007 tot 6% in 2010. De grootste daling van het percentage weigeringen werd daarentegen opgetekend bij de 'overige bronnen' van financiering in de vorm van leningen: in 2007 werd 78% van die aanvragen geweigerd, tegen slechts 39% in 2010⁽¹⁾.

Uit grafiek 14 blijkt dat de sectoren waarin de aanwendingsgraad van de kredieten tussen 2006 en 2011 sterker

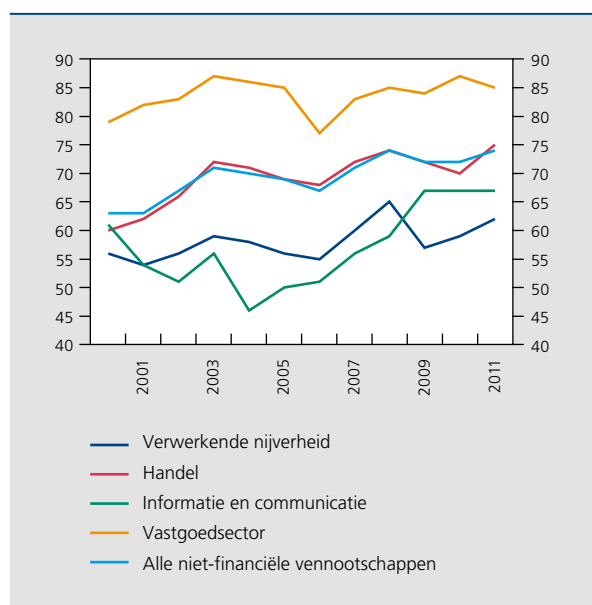
dan gemiddeld steeg, die sectoren zijn waarin de kapitaalverhogingen bij de kmo's met een financieringsbehoefte sterk toenamen, namelijk de verwerkende nijverheid, de handel, de vastgoedsector en de informatie- en communicatiesector. Deze laatste is daar overigens de beste illustratie van, aangezien hij de sterkste stijging van de aanwendingsgraad van de verleende kredieten liet optekenen (+32% tussen 2006 en 2011) alsook de grootste toename van de kapitaalverhogingen van kmo's met een financieringsbehoefte (+173% tussen 2005 en 2011). Dit bevestigt dus kennelijk de hypothese dat het almaar grotere beroep van kmo's op financiering via kapitaalverhoging op zijn minst voor een deel voortvloeit uit het feit dat de toegang tot de kredietmarkt als gevolg van de financiële crisis wordt bemoeilijkt.

Conclusie

Door de tabel van middelen en bestedingen die de Balanscentrale voor de afzonderlijke ondernemingen heeft ontwikkeld, op een geaggregeerd niveau te gebruiken, zijn in dit artikel bepaalde tendensen geïdentificeerd inzake de populatie van ondernemingen met een financieringsbehoefte, de oorzaken van deze behoefte en de externe middelen die zijn aangewend om erin te voorzien.

Uit de analyse van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen blijkt dat dit saldo wordt bepaald door de conjuncturele situatie. De periodes waarin de financieringsbehoefte van de ondernemingen het grootst was (in 2008 en in 2011) deden zich voor als gevolg van een conjuncturele kentering. Deze situatie heeft kennelijk te maken met de inkrimping van de intern beschikbare middelen en met het feit dat de investeringen met een zekere vertraging plaatshebben ten opzichte van de conjuncturele situatie. Een onderscheid volgens ondernemingsgrootte leert dat het financieringssaldo en de determinanten ervan méér schommelen voor grote ondernemingen dan voor kmo's, dit onder invloed van transacties van enkele grote ondernemingen. Deze ietwat grotere gevoeligheid van de grote ondernemingen voor de economische conjunctuur tijdens de crisis van 2009 wordt weerspiegeld in de statistische verdeling van het financieringssaldo van de ondernemingen. Zo verschoven bij de grote ondernemingen zowel het hoogste als het laagste punt van de verdeling (dat wil zeggen de ondernemingen met respectievelijk de grootste overschotten en de grootste financieringsbehoeften) in 2009 opwaarts en, vervolgens, in 2011 neerwaarts. Bij de kmo's bleef het

GRAFIEK 14 AANWENDINGSGRAAD VAN DE VERLEENDE KREDIETEN, PER SECTOR
(in %)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen)⁽¹⁾.

(1) De gegevens zijn gebaseerd op de databank CKO1. De Centrale beschikt ondertussen over een hervormde databank maar door een gewijzigde methodologie is een lange historische tijdreeks niet mogelijk.

(1) Ook uit ander onderzoek, waaronder de ECB-enquête "Survey on the access to finance of small and medium sized enterprises in the euro area" worden vergelijkbare conclusies getrokken.

hoogste punt van de distributie vrij stabiel, wat betekent dat de ondernemingen met een financieel overschot minder zwaar door de conjunctuur werden getroffen (positief of negatief).

Wordt de analyse verfijnd tot op het sectorspecifieke niveau, dan blijkt dat sommige bedrijfstakken regelmatig dan andere een overschot of een financieringstekort vertonen. Zo geeft de vastgoedsector bij de kmo's sinds 2005 regelmatig een financieel overschot te zien, dankzij intern beschikbare middelen die vaak omvangrijker zijn dan de netto-investeringen van de sector. Bovendien telt de vastgoedsector verhoudingsgewijs veel minder ondernemingen met een financieringsbehoefte dan de andere branches. Omgekeerd hebben de handel, de verwerkende nijverheid en de bouwnijverheid doorgaans een financieringsbehoefte. Bij de grote ondernemingen heeft de verwerkende nijverheid meestal een financieel overschot, in tegenstelling tot de informatie- en communicatiesector.

Uit de uitsplitsing naar gewest van het verloop van het financieringssaldo van de ondernemingen blijkt dat Vlaanderen vanaf 2008 in alle bedrijfstakken een financieringsbehoefte liet optekenen, wat in Brussel en Wallonië pas vanaf 2009 het geval was. In Vlaanderen en in Wallonië was vooral de verwerkende nijverheid verantwoordelijk voor dit verloop, in het bijzonder de chemische en farmaceutische sector en, vooral in Vlaanderen, de metaalverwerkende nijverheid. In Brussel waren het veeleer de dienstensectoren die het financieringssaldo beïnvloedden, gelet op de economische structuur van dit stedelijk gewest, die voor het merendeel uit dienstenbedrijven bestaat. Er is tevens gebleken dat Brussel verhoudingsgewijs meer ondernemingen met een financieringsbehoefte telde, wellicht vanwege de oververtegenwoordiging van de grote ondernemingen in dit gewest en het feit dat relatief méér van deze ondernemingen financiering nodig hebben.

Door de ondernemingen met een financieel overschot en die met een financieringsbehoefte van elkaar te onderscheiden, kwamen van deze laatste groep bepaalde kenmerken tot uiting. De ondernemingen met een financieringsbehoefte hebben doorgaans weinig intern beschikbare middelen, doen meer materiële en immateriële investeringen en zien hun nettobedrijfsactiva toenemen, terwijl ondernemingen met een positief financieringssaldo deze activa verminderen. Dit valt vooral op bij de kmo's, waar zich in de groep van de ondernemingen die tussen

2000 en 2011 een financieel overschot hadden, een almaar forsere daling van de nettobedrijfsactiva aftekent, terwijl hun financieel overschot groter werd.

Uit de analyse van de financieringsbronnen van de ondernemingen blijkt dat de financiering via kapitaal in 2006 sterk toenam, wellicht omdat in dat jaar de fiscale maatregel met betrekking tot de notionele interestaftrek werd ingevoerd. Vervolgens werd de financiering via kapitaal steeds belangrijker, vooral bij kmo's die financiering nodig hadden en die duidelijk de kapitaalverandering steeds sterker zagen stijgen en de nieuwe langlopende financiële verplichtingen zagen teruglopen. Als gevolg van de crisis vertraagde de bancaire kredietverlening en versnelde de niet-bancaire kredietverlening (hoofdzakelijk intragroepelingen), vooral voor langlopende kredieten, en dit zowel bij de grote ondernemingen als bij de kmo's. De bancaire financiering van de ondernemingen ging er bijgevolg relatief op achteruit.

Deze ontwikkelingen zijn toe te schrijven aan de op de kredietmarkt geldende voorwaarden die, volgens de kwalitatieve enquêtes bij banken en bedrijfsleiders, vanaf 2007 zijn verslechterd. Deze spanning op de markt van het bancaire krediet bleek ook uit de cijfers die de Centrale voor kredieten aan ondernemingen bij de ondernemingen verzamelde en die aangaven dat de aanwendingsgraad van de verleende kredieten vanaf 2007 was gestegen, zowel bij de kmo's als bij de grote ondernemingen, wat bewijst dat ze niet zo gemakkelijk nieuwe kredieten kunnen verkrijgen. Deze vaststelling werd bevestigd door twee andere enquêtes naar de toegang tot financiering van de kmo's, die werden gehouden door respectievelijk het Kenniscentrum voor Financiering van KMO (KeFiK) en de FOD Economie; uit deze enquêtes bleek tevens dat, na het uitbreken van de crisis, bij de banken meer kredietaanvragen werden afgewezen.

Tot slot kan uit de sectorspecifieke analyse van de aanwendingsgraad van de kredieten worden afgeleid dat de sectoren met de sterkste stijging van die aanwendingsgraad ook de sectoren zijn waarin de kmo's met een financieringsbehoefte de financiering via kapitaalverhoging het sterkst hebben zien versnellen. Dit bevestigt kennelijk de hypothese dat het almaar grotere beroep dat kmo's op financiering via kapitaal doen, op zijn minst voor een deel voortvloeit uit het feit dat de toegang tot de kredietmarkt als gevolg van de financiële crisis moeilijker of duurder wordt.

Bibliografie

Baugnet V. en M.-D. Zachary (2007), 'De financiering van de Belgische ondernemingen in Europees perspectief', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-83.

Deville, X. en F. Verduyn (2012), *Implementation of EU legislation on rail liberalization in Belgium, France, Germany and the Netherlands*, NBB Working Paper nr. 221.

NBB (2006), *Jaarverslag 2005*.

NBB (2007), *Jaarverslag 2006*.

NBB (2008 a), *Balanscentrale – Ondernemingsdossier – Methodologie en gebruiksaanwijzing*, oktober.

NBB (2008 b), *Jaarverslag 2007*.

NBB (2009), *Jaarverslag 2008*.

NBB (2010), *Jaarverslag 2009*.

NBB (2011), *Jaarverslag 2010*.

NBB (2012), *Jaarverslag 2011*.

KeFiK (2013), *KeFiK-enquête KMO-financiering 2012*.

OESO (2007), *Perspectives économiques de l'OCDE*, volume 2007/2, n°82, décembre.

FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie (2012), *Toegang tot financiering*, maart.

Vivet D. (2012), 'Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2011', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 69-101.