

Crisisgevoeligheid van de kmo-financiering in België

Ch. Piette
M.-D. Zachary^(*)

Inleiding

De financiering van kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) is een van de huidige bekommernissen van de beleidsmakers. Na de financiële crisis en de overheidsschuldencrisis is de bedrijfsfinanciering de afgelopen jaren onder druk gekomen, wat het herstel van de economie hindert. Algemeen wordt gesteld dat de financiering van kmo's crisisgevoeliger is dan die van grote ondernemingen. Hoofdoorzaak daarvan is dat kmo's voor de ontplooiing van hun activiteiten in hoge mate aangewezen zijn op bancaire krediet (Wehinger, 2013). Voor zover de banken hun kredietverleningscriteria tijdens een financiële crisis aanscherpen, ondervinden de kmo's, die over minder financieringsalternatieven beschikken dan de grote ondernemingen, daar wellicht vaker de weerslag van. Een tweede mogelijke verklaring is het relatieve gebrek aan informatie over de kredietkwaliteit van de kmo's, wat het risico zoals dat door de crediteuren wordt gepercipieerd supplementair kan verzwaren (OESO, 2015) en er derhalve kan voor zorgen dat de crediteuren minder bereid worden gevonden de kmo's bij een ongunstige conjunctuur extra te financieren.

In dit artikel wordt nagegaan of de kmo-financiering in België effectief te lijden heeft gehad onder de sedert 2008 opgetekende successieve crisissen en, indien ja, door welke factoren dat kan worden verklaard. Het artikel bestaat uit vier hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt de

financieringsstructuur van de niet-financiële ondernemingen in België voorgesteld; de ondernemingen worden daarbij uitgesplitst naar grootte. Het blijkt dat bankfinanciering voor kmo's zeer belangrijk is. In het tweede hoofdstuk wordt nagegaan of de kredietverlening aan kmo's sedert de crisis atypisch is geworden; op basis van, onder meer, enquêtegegevens trachten we in te schatten in hoeverre dat toe te schrijven is aan vraag- of aanbodfactoren. In dat opzicht blijkt dat, naast vraagfactoren, de perceptie van het aan kmo's inherente risico een belangrijke factor te zijn die heeft gemaakt dat de kredietvoorwaarden van de banken minder gunstig zijn geworden. In het derde hoofdstuk wordt aan de hand van een micro-economische analyse onderzocht in welke mate de financiële gezondheid en, derhalve, het risicoprofiel van de kmo's tijdens de crisis effectief veranderd zijn. In het vierde hoofdstuk, ten slotte, wordt geverifieerd of de kredietverlening aangepast is in overeenstemming met het aan de kmo's verbonden risico. Er zij opgemerkt dat de analyse in dit hoofdstuk voornamelijk gebaseerd is op het volumeverloop van de kredieten, en dat met de prijseffecten (rentetarieven) slechts op indirecte wijze rekening is gehouden. De voornaamste resultaten worden samengevat in de conclusie.

Om onze bevindingen te staven, hebben we tal van kwantitatieve en kwalitatieve gegevens gebruikt die, doordat ze elkaar aanvullen, een gedetailleerd inzicht verschaffen in de factoren die potentieel het verloop bepalen van de bancaire kredietverlening aan ondernemingen, ongeacht of het daarbij gaat om kmo's of om grote ondernemingen. De nationale financiële rekeningen lijsten, op macro-economisch niveau, de verschillende instrumenten op waar ondernemingen gebruik van maken om zich te financieren (aandelen, schuldbewijzen en leningen)⁽¹⁾.

(*) De auteurs danken Annick Bruggeman, Christophe Van Nieuwenhuyze en David Vivet voor hun commentaar en suggesties, alsook Christel Lequeux voor haar technische ondersteuning.

(1) De gegevens van de financiële rekeningen zijn bruikbaar vanaf 1999; ze worden op kwartaalbasis gepubliceerd. Ze tonen zowel de uitstaande bedragen (voorraden op een bepaald ogenblik) als de verrichte transacties (stromen) gedurende een bepaalde periode, per financieel instrument en per institutionele sector.

Op basis van die gegevens kunnen specifiek de niet-financiële ondernemingen worden geïdentificeerd; die ondernemingen kunnen echter niet worden uitgesplitst naar grootte. Teneinde daar rekening mee te houden, hebben we twee bronnen van micro-economische gegevens geraadpleegd, namelijk de Balanscentrale en de Centrale voor kredieten aan ondernemingen⁽¹⁾. De Balanscentrale verzamelt de rekeningen en balansen van alle vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid die verplicht zijn ieder jaar hun jaarrekening neer te leggen. Onze aandacht is daarbij vooral uitgegaan naar variabelen die betrekking hebben op de financiële schulden van de ondernemingen, alsook naar enkele boekhoudkundige ratio's op basis waarvan een indicator voor hun financiële gezondheid kan worden berekend (namelijk de Altman Z-score, zie verderop). De Centrale voor kredieten aan ondernemingen, van haar kant, inventariseert alle kredieten die de ingezeten banken aan de niet-financiële ondernemingen verstrekken⁽²⁾. Dankzij de kwalitatieve gegevens, ten slotte, waarvoor men over naar ondernemingsgrootte uitgesplitste resultaten beschikt, kon de analyse worden verfijnd. We hebben de resultaten gebruikt van (1) de SAFE-enquête (Survey on the Access to Finance of Enterprises) waarin kmo's en grote ondernemingen⁽³⁾ worden bevraagd over hun financieringsbronnen en -behoeften, over hun toegang tot die verschillende bronnen alsook over de factoren die de gerapporteerde ontwikkelingen verklaren; (2) de BLS⁽⁴⁾ (Bank Lending Survey) waarin de banken wordt gevraagd naar hun kredietverleningsvoorwaarden en naar de kredietvraag van de ondernemingen, alsook naar de factoren die aan het verloop van beide ten grondslag liggen; en tot slot (3), voor België, de enquête van de Bank naar de kredietvoorwaarden van de ondernemingen. Deze laatste enquête bevraagt bedrijven en peilt de aan de bancaire kredietverlening verbonden voorwaarden alsook de specifieke criteria die voor die kredietverlening gelden (rente, extra kosten, kredietbedrag, vereiste waarborgen).

Er zijn dus tal van bronnen, wat de analyse ook enigszins beperkt. Een van die beperkingen betreft de definitie van een kmo, die verschillend is afhankelijk van de gebruikte bron. In de SAFE-enquête en in de enquête van de NBB wordt een kmo gedefinieerd op basis van het aantal werknemers: het gaat om een onderneming die minder dan 250 personen in dienst heeft. Volgens de BLS-enquête is een kmo een onderneming met een

omzet van maximaal € 50 miljoen; de Centrale voor kredieten aan ondernemingen en van de Balanscentrale, ten slotte, hebben het over een kmo als de onderneming haar jaarrekening neerlegt volgens het verkorte schema (kleine onderneming) of als ze een omzet heeft van maximaal € 37,2 miljoen (middelgrote onderneming). Wordt dit laatste bedrag gedurende twee opeenvolgende jaren overschreden, dan wordt de onderneming als groot beschouwd. Bij gebrek aan alternatief, hebben wij verplicht rekening gehouden met de definities zoals ze in de verschillende gegevensbronnen worden gehanteerd.

1. Financieringsstructuur van de niet-financiële ondernemingen in België

In het eurogebied en in België in het bijzonder zijn de door de banken verstrekte middelen de belangrijkste en meest adequate financieringsbron voor de ondernemingen. Dat blijkt, enerzijds, uit kwalitatieve enquêtes bij de ondernemingen en, anderzijds, uit de analyse van hun jaarrekeningen.

De door de Europese Centrale Bank (ECB) en de Europese Commissie (EC) gezamenlijk georganiseerde SAFE-enquête verschaft informatie over de financiële situatie van de ondernemingen en over hun financieringsbehoeften en -voorwaarden. De verkregen resultaten maken het mogelijk om op het niveau van het eurogebied vergelijkingen te maken tussen kmo's en grote ondernemingen, wat een beter inzicht zou moeten verschaffen in de problemen die kleine, middelgrote en grote niet-financiële ondernemingen ondervinden als ze zich bij banken of via andere kredietverstrekkers willen financieren.

Uit deze enquête blijkt duidelijk dat bankproducten de meest adequate financieringsbron zijn voor de ondernemingen van het eurogebied, zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's. De ondernemingen zijn overwegend van oordeel (54% van de kmo's en 60% van de grote ondernemingen tijdens de meest recente enquêteronde, op het moment dat deze tekst werd geschreven, die liep van oktober 2014 tot maart 2015) dat bancaire krediet ideaal is als financieringsbron voor hun activiteiten. De meeste onderhen (55% van de kmo's en 58% van de grote ondernemingen) maken daarnaast blijkbaar ook gebruik (of zijn van plan dat te doen) van de kredietlijnen of van het rekeningcourantkrediet. In volgorde van belangrijkheid volgt dan het handelskrediet voor 34% van de kmo's en voor 32% van de grote ondernemingen. De van de markten afkomstige financieringsbronnen (factoring, aandelen, schuldbewijzen) worden daarentegen minder vaak vermeld en aangewend.

In België hebben de kmo's een nog grotere voorkeur voor bancaire krediet dan in het eurogebied als geheel. Het is

(1) Deze beide databanken kunnen met elkaar in verband worden gebracht door middel van het ondernemingsnummer (een uniek nummer dat aan iedere onderneming wordt toegekend).

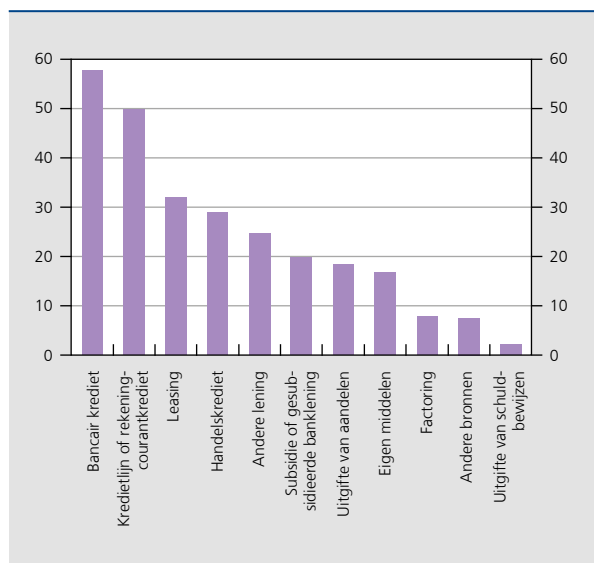
(2) Voor ieder geregistreerd krediet beschikt men onder meer over de omvang van de kredietlijn (toegekend krediet), over het door de onderneming opgenomen bedrag, over de bank die dat bedrag financiert en over eventuele wanbetalingen (vanaf april 2012 wat deze laatste variabele betreft).

(3) Voor België worden de resultaten voor deze ondernemingscategorie echter niet gepubliceerd.

(4) De BLS en de SAFE worden in alle lidstaten van het eurogebied gehouden.

GRAFIEK 1**DOOR DE BELGISCHE KMO'S ALS ADEQUAAT BESCHOUWDE FINANCIERINGSBRONNEN**

(in % van het aantal responderende ondernemingen; gegevens voor de tweede helft van 2014)



Bron: ECB (SAFE-enquête).

de financieringsbron die ze het vaakst vermelden of aanwenden (zie grafiek 1): 58% van de kmo's beschouwt bancair krediet als volkomen relevant. Kredietlijnen of rekening-courantkredieten worden eveneens als zeer adequaat beschouwd (50% van de kmo's in België had er tijdens de zes maanden voorafgaand aan de enquête gebruik van gemaakt of beschouwde die financieringsbron als geschikt). Ze lijken daarentegen minder dan hun tegenhangers in het eurogebied gebruik te maken van subsidies of gesubsidieerde bankleningen, of hun eigen middelen in te zetten.

Hoe belangrijk bancair krediet voor de kmo's is, blijkt uit hun jaarrekeningen⁽¹⁾ (zie tabel 1). Er zij evenwel opgemerkt dat iets meer dan een derde onder hen noch krediet opneemt bij kredietinstellingen, noch enige andere vorm van financiële schulden aangaat. Meestal gaat het om relatief kleine ondernemingen die hun activiteiten voornamelijk met eigen middelen financieren. Vooral hun reserves en geaccumuleerde overgedragen winsten maken een groter deel van hun balanstotaal uit. Wat de ondernemingen betreft die zich deels door middel van financiële schulden financieren, doen de kleine ondernemingen een flink groter beroep op kredietinstellingen

(1) De hier gebruikte boekhoudkundige gegevens hebben betrekking op een periode die tot 2013 loopt omdat de jaarrekeningen betreffende het boekjaar 2014 bij het afsluiten van dit artikel nog niet voor alle ondernemingen beschikbaar waren. In de bijdrage van D. Vivet in dit Economisch Tijdschrift (p. xx-xx) vinden belangstellende lezers een uiteenzetting over de financiële gezondheid van de ondernemingen in 2014.

(gemiddeld 27,5% van het balanstotaal) dan de middelgrote ondernemingen (15,9%) en de grote ondernemingen (13,4%). Uit de jaarrekeningen blijkt immers dat deze laatste meer dan de kmo's gebruik maken van obligatie- en achtergestelde leningen. Ook de schulden jegens verbonden ondernemingen maken een behoorlijk deel van hun financieringsbronnen uit. Behalve eigen middelen en financiële schulden, ten slotte, maken de ondernemingen – ongeacht hun grootte – op het passief van hun balans gewag van een eveneens aanzienlijk aandeel andere schuldtypes. Daartoe behoren met name kortlopende handelsschulden alsook fiscale, loon- en sociale schulden.

2. Verloop van de bankfinanciering tegen de achtergrond van de crisis

Tijdens de recente financiële en economische crisissen zijn veranderingen vastgesteld zowel in de financieringsbronnen die de Belgische ondernemingen aanspreken als in die waar ze effectief toegang toe krijgen. Naar aanleiding daarvan is het soort van schulden dat de ondernemingen aangaan – het geheel van bankleningen en uitgegeven obligaties – enigszins gewijzigd. Om het verloop van het bancair krediet en de schuldbewijzen te volgen, kan simultaan gebruik worden gemaakt van de gegevens uit de financiële rekeningen (gegevens over uitstaande bedragen en stromen met betrekking tot het bancair krediet en de schuldbewijzen voor het geheel van de ondernemingen) en van de gegevens afkomstig van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen op basis waarvan het bancair krediet kan worden uitgesplitst naar ondernemingsgrootte.

De voor de analyse in aanmerking genomen periode werd bepaald op basis van de beschikbaarheid van de gegevens. Ze loopt van 2000 tot 2015. Teneinde de informatie synthetisch voor te stellen, werden verschillende subperiodes afgebakend afhankelijk van de economische bedrijvigheid. Tijdens die vijftien jaar werden twee periodes van recessie of zwakke economische groei (2001-2005 en 2009-2015) opgetekend en een periode van hoogconjunctuur (2006-2008). De jaren 2001-2005 volgen op de crisis van de technologiewaarden (internetzeepbel); in die periode herstelde de economische bedrijvigheid zich geleidelijk na de 'recessie' van 2000-2001. De jaren 2006 tot 2008 worden beschouwd als een periode van conjuncturele opleving; de conjunctuurindicator lag toen vrijwel constant boven het gemiddelde. De periode van 2009 tot 2015, ten slotte, heeft de weerslag ondervonden van de financiële crisis van 2008 en draagt het stempel van de overheidsschuldencrisis en van de daaropvolgende lusteloosheid.

TABEL 1 STRUCTUUR VAN DE PASSIVA VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN ⁽¹⁾

(in % van het balanstotaal, tenzij anders vermeld; gegevens voor 2013)

Rubrieken aan de passiefzijde	Kleine ondernemingen			Middelgrote ondernemingen			Grote ondernemingen		
	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal
Eigen vermogen en voorzieningen	59,6	37,9	42,7	70,8	45,3	49,7	67,7	43,6	46,3
Kapitaal, uitgiftepremies en herwaarderingsmeerwaarden	31,5	24,4	26,0	45,5	31,6	33,9	36,4	23,5	24,9
Reserves en overgedragen winst	26,1	11,5	14,7	22,0	11,4	13,3	19,9	14,0	14,7
Overige ⁽²⁾	2,0	2,0	2,0	3,4	2,3	2,5	11,5	6,1	6,7
Schulden	40,4	62,1	57,3	29,2	54,7	50,3	32,3	56,4	53,7
Financiële schulden bij kredietinstellingen en leasing ⁽³⁾	0,0	27,5	21,4	0,0	15,9	13,2	0,0	13,4	11,9
Overige financiële schulden	0,0	6,1	4,8	0,0	17,8	14,8	0,0	24,9	22,1
waarvan:									
Achtergestelde leningen op meer dan één jaar ⁽⁴⁾	n.	n.	n.	0,0	2,6	2,2	0,0	4,5	4,0
Niet-achtergestelde obligatieleningen op meer dan één jaar ⁽⁴⁾	n.	n.	n.	0,0	1,6	1,4	0,0	2,3	2,0
Overige schulden ⁽⁵⁾	40,4	28,5	31,1	29,2	21,0	22,4	32,3	18,1	19,7
Balanstotaal (in € miljoen)	51 460	181 119	232 579	64 671	312 150	376 821	79 728	629 567	709 296
<i>p.m. Schulden jegens verbonden ondernemingen</i> ⁽⁴⁾	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>13,1</i>	<i>27,3</i>	<i>24,9</i>	<i>11,6</i>	<i>33,4</i>	<i>30,9</i>
<i>Aantal ondernemingen (eenheden)</i>	<i>105 499</i>	<i>197 302</i>	<i>302 801</i>	<i>6 195</i>	<i>9 929</i>	<i>16 124</i>	<i>608</i>	<i>1 630</i>	<i>2 238</i>
<i>Gemiddeld balanstotaal (in € duizend)</i>	<i>488</i>	<i>918</i>	<i>768</i>	<i>10 439</i>	<i>31 438</i>	<i>23 370</i>	<i>131 132</i>	<i>386 238</i>	<i>316 933</i>

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Geaggregeerde gegevens die zijn samengesteld op basis van de door de Belgische ondernemingen bij de Balanscentrale neergelegde jaarrekeningen. Ondernemingen die actief zijn in de land- en bosbouw, de visserij, de winning van delfstoffen, de financiële activiteiten en verzekeringen, alsook in de sectoren die als niet-marktsectoren worden beschouwd (overheid, onderwijs, gezondheidszorg, maatschappelijke dienstverlening, enz.) zijn niet in aanmerking genomen. In het staal is bovendien geen rekening gehouden met de ondernemingen waarvan de jaarrekeningen incoherenties bevatten, dat wil zeggen ingeval bepaalde boekhoudkundige identiteiten niet blijken te kloppen.

(2) Kapitaalsubsidies, voorzieningen en uitgestelde belastingen.

(3) Inclusief de schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen.

(4) Deze rubriek wordt niet ingevuld in de volgens het verkorte schema opgestelde jaarrekeningen.

(5) Deze rubriek omvat onder meer de handelsschulden, de ontvangen vooruitbetalingen, de fiscale, loon- en sociale schulden en de overlopende rekening.

De ontwikkelingen in het vlak van de bancaire kredieten en de uitgifte van schuldbewijzen zijn voor elke subperiode gebundeld in het jaar-op-jaar groeipercentage van de beide types van instrumenten (zie tabel 2). Dat levert verscheidene conclusies op. De procyclische aard van het bancair krediet komt duidelijk tot uiting: het jaar-op-jaar groeitempo voor het geheel van de ondernemingen lag, ongeacht hun grootte, tijdens de twee periodes van laag conjunctuur (2001-2005 en 2009-2015) immers lager dan tijdens de periode van hoogconjunctuur (2006-2008). Van 2006 tot 2008 bedroeg de groei op jaarbasis 10,3 %, tegen gemiddeld 1,5 % in de periode 2009-2015. Van 2001 tot 2005 werd zelfs een negatieve groei opgetekend (-0,5 %). De schuldbewijzen, van hun kant, hebben in de jaren na het uitbreken van de crisis van de technologiewaarden een licht negatieve groei laten optekenen (-1,1 %), maar in de periode 2009-2015 nam de uitgifte ervan sterk toe, wat zich uitte in een zelfs krachtiger groei (19,3 %) dan tijdens de periode van hoogconjunctuur (15 %). Tijdens de financiële crisis bleven de ondernemingen dus met succes een beroep doen op de financiële markten en waren de schuldbewijzen, althans voor de grootste onder hen, een alternatieve voor het bancair krediet.

Tot slot blijkt uit de naar ondernemingsgrootte uitgesplitste kredietgegevens dat het bancair krediet tijdens de periode van hoogconjunctuur voor alle soorten van ondernemingen fors toenam. Hoe groter de onderneming, hoe sterker bovendien de toename. Het waren dus de grote ondernemingen die tijdens die periode het meest profijt trokken van de beschikbaarheid van bancair

krediet. Tijdens de jaren van laagconjunctuur of in tijden van crisis vertraagden de groeicijfers evenwel. Voor de grote ondernemingen werden ze negatief, terwijl ze voor de kmo's – weliswaar in geringe mate – positief bleven (althans tijdens de financiële crisis en in de daaropvolgende jaren wat deze laatste categorie betreft).

De procyclische aard van de kredietverlening valt voornamelijk te verklaren door de schommelingen in de kredietvraag: ondernemingen vragen doorgaans minder (meer) middelen in een periode van zwakke (sterke) economische groei. In periodes van laagconjunctuur zijn de meeste ondernemingen immers genoodzaakt hun groei- en winstvooruitzichten neerwaarts bij te stellen, waardoor hun investeringsbereidheid afneemt en hun schuldaflossing zwaarder wordt. Bovendien kunnen ook aanbodfactoren bijdragen tot het procyclisch verloop van de kredietverlening. Meestal stellen banken zich tijdens periodes van laagconjunctuur immers strenger op dan tijdens periodes van groei aangezien de kredietrisico's op dat ogenblik doorgaans groter zijn, terwijl de activa die in aanmerking komen als onderpand gewoonlijk minder waarde hebben. Dat vertaalt zich echter niet uitsluitend of noodzakelijkerwijs in een inkrimping van de kredietvolumes; kredietverstrekkers kunnen er ook voor opteren de rentemarges te verruimen of extra waarborgen te vragen.

Tijdens de financiële crisis en in de jaren die erop volgden, liep de bancaire kredietverstrekking aan de grote ondernemingen sterker terug dan die aan de kmo's. Volgens de financiële rekeningen konden een aantal ondernemingen evenwel overschakelen op alternatieve

TABEL 2 VERLOOP VAN DE BANCAIRE KREDIETVERLENING EN VAN DE UITGIFTE VAN SCHULDBEWIJZEN
(groei op jaarbasis⁽¹⁾, in %, 2000K1-2015K2)

	Gemiddelde			
	2000-2015	2001-2005	2006-2008	2009-2015
Aangewend bancair krediet				
Geheel van de niet-financiële ondernemingen	3,0	-0,5	10,3	1,5
Naar grootte				
Kleine ondernemingen	5,3	5,2	9,7	2,5
Middelgrote ondernemingen	4,0	-2,3	12,4	4,2
Grote ondernemingen	-0,5	-6,3	14,8	-4,0
Schuldbewijzen	11,8	-1,1	15,0	19,3
Totaal van het bancair krediet ⁽²⁾ en van de schuldbewijzen	4,1	-0,4	10,4	4,5

Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen, financiële rekeningen, balansen van de kredietinstellingen).

(1) De groei op jaarbasis wordt als volgt bepaald: er wordt een gemiddelde berekend op basis van de kwartaal-op-kwartaal groeicijfers ($Uitstaand\ bedrag_{T-1} / Uitstaand\ bedrag_{T-1} - 1$). Dat gemiddelde wordt vervolgens geannualiseerd. Wat het bancair krediet betreft, wordt het kwartaal waarin zich in de gegevens van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen een reeksbreuk heeft voorgedaan, namelijk het tweede kwartaal van 2012, buiten beschouwing gelaten.

(2) Volgens Schema A (balans van de kredietinstellingen).

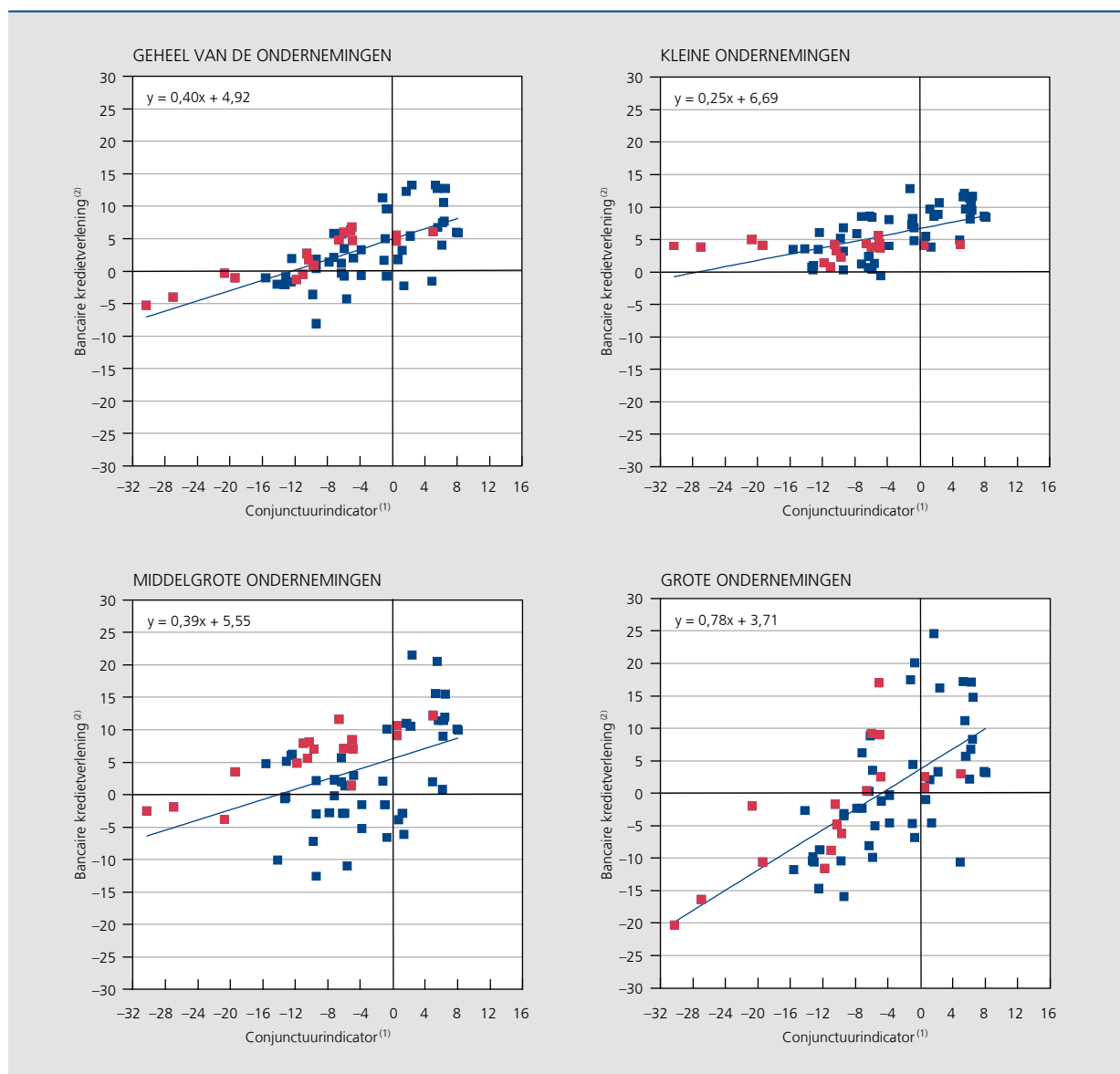
financieringsbronnen met vrij gunstige financieringskosten. Aan het einde van het tweede kwartaal van 2015 beliep het door de grote ondernemingen aangewend uitstaand bancair krediet € 25,9 miljard, tegen € 33,5 miljard in december 2008, terwijl de uitstaande obligaties op het passief van de ondernemingen in het eerste kwartaal van 2015 € 45,3 miljard bedroegen (voor de gezamenlijke

niet-financiële ondernemingen⁽¹⁾), tegen € 15,5 miljard in december 2008.

Teneinde de conjuncturele impact van deze ontwikkelingen te onderscheiden van de specifieke weerslag van de financiële crisis (2008K3-2009K2) of van de overheidsschuldencrisis waardoor het eurogebied werd getroffen (2009K4-2012K3), werd de conjunctuurindicator voor de verschillende ondernemingscategorieën in eerste instantie grafisch in verband gebracht met het groeicijfer van de

(1) In de praktijk worden de meeste schuldbewijzen echter uitgegeven door grote ondernemingen die de vereiste grootte hebben, over de noodzakelijke competenties beschikken en de benodigde reputatie genieten.

GRAFIEK 2 CONJUNCTUUR EN GROEI VAN HET BANCAIR KREDIET
(periode 2000K1-2015K2)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen, conjunctuurenquête).

(1) Synthetische conjunctuurcurve (afgevlakte indicator), driemaands gemiddelde, drie kwartalen vooruit.

(2) Wijziging in de door de niet-financiële ondernemingen aangewende kredieten (toegekend door de ingezetene banken), berekend als het gemiddelde van de groei op kwartaalbasis over vier kwartalen, dat vervolgens wordt geannualiseerd (ongerekend de reeksbreuk in 2012K2).

Toelichting: De periode waarin de crisissen zich voordeden (2008K3-2013K3) is aangeduid in het rood.

TABEL 3 IMPACT VAN DE WERELDWIJDE FINANCIËLE CRISIS EN VAN DE OVERHEIDSSCHULDENCRIJS IN HET EUROGEBIED OP DE GROEI VAN HET BANCAIR KREDIET

(regressiecoëfficiënten; ramingsperiode: 2000K1-2015K2)

	Kleine onder- nemingen	Middelgrote onder- nemingen	Grote onder- nemingen
Constante (in %)	6,67 ***	5,51 ***	3,68 ***
Conj ₍₋₃₎ ⁽¹⁾	0,35 ***	0,65 ***	0,92 ***
Conj ₍₋₃₎ × Dummy ₍₋₃₎ ⁽¹⁾ . . .	-0,18 **	-0,46 ***	-0,26
Gecombineerd effect	0,17	0,19	

(1) 'Conj' stemt overeen met het kwartaalgemiddelde van de synthetische conjunctuurcurve (afgevlakte indicator) en 'Dummy' is een binaire variabele voor de wereldwijde financiële crisis en voor de overheidsschuldencrisis in het eurogebied die voor de periode 2008K3-2012K3 gelijk is aan 1. Wat de significantiedrempels betreft, geeft '***' (**) aan dat de geraamde coëfficiënt verschillend is van nul met een significantie van 1% (5%).

kredietverlening tussen 2000 en 2015. Aangezien de kredietverlening niet onmiddellijk reageert op het conjunctuurverloop, is op de kredietgroei een vertraging van drie kwartalen toegepast ten opzichte van de economische groei die wordt uitgedrukt door de conjunctuurindicator. Voor die vertraging is gekozen omdat ze een betere correlatie tussen de beide variabelen weergeeft. De vertraagde reactie van de kredietgroei op het conjunctuurverloop heeft te maken met het feit dat, enerzijds, de ondernemingen na een conjuncturomslag soms enkele maanden wachten vooraleer ze op zoek gaan naar nieuwe financieringsbronnen en, anderzijds, de banken tijd nodig hebben om de kredietaanvragen te behandelen. Tot slot houdt ze ook verband met het feit dat een gedeelte van het uitstaand bancaire krediet een looptijd van verscheidene jaren heeft. Dit betekent dat de kredietvolumes pas op hun vervaldatum kunnen worden aangepast aan de conjunctuur(verslechtering), wat het kredietverloop persistenter maakt. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de subperiode waarin zich de financiële en de overheidsschuldencrisis voordeden (2008K3-2012K3) en wordt nagegaan in welke mate de conjunctuurgevoeligheid van het bancaire krediet in België door de crisissen werd beïnvloed: daartoe wordt voor de drie ondernemingscategorieën een eenvoudige regressie geraamd aan de hand van een binaire variabele die over de volledige periode 2008K3-2012K3 gelijk is aan 1.

Het eerste gedeelte van de analyse bevestigt de eerder voorgestelde synthesresultaten (zie grafiek 2). De wijzigingen, tussen 2000 en 2015, in de kredietverlening (groei tempo op jaarbasis) aan het geheel van de ondernemingen worden deels verklaard door het conjunctuurverloop. Bij een gunstiger conjunctuur neemt de kredietverlening doorgaans ook sneller toe, wat wijst op de procyclische aard ervan (positieve

regressiecoëfficiënten). Die vaststelling geldt voor iedere ondernemingsgrootte. Het verband is evenwel sterker naarmate de ondernemingen groter zijn, wat wijst op een verschillende gevoeligheid voor dit criterium. Volgens deze gegevens is de kredietverlening aan de grote ondernemingen in België dus conjunctuurgevoeliger dan die aan de kmo's.

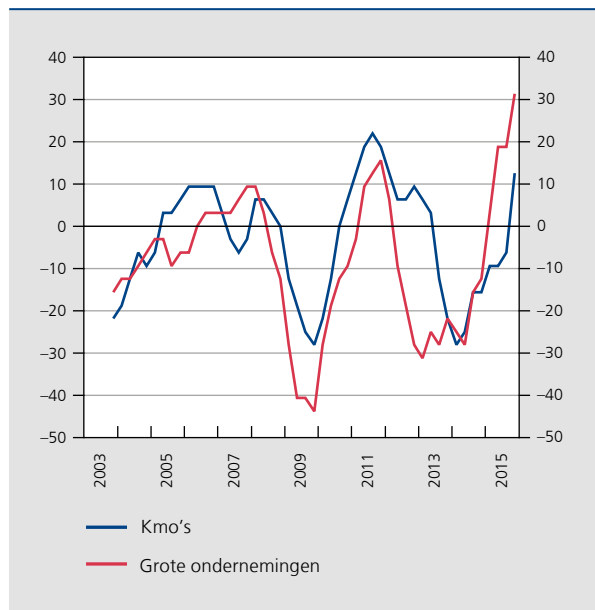
In het tweede gedeelte van de analyse bevestigen de regressies dat het bancaire krediet conjunctuurgevoeliger wordt naarmate de ondernemingen groter zijn. Tijdens de periodes 2000K1-2008K2 en 2012K4-2015K2 ging een 1 procentpunt belopende stijging van de conjunctuurindicator gepaard met een gemiddelde wijziging in de kredietgroei van 0,3 procentpunt voor de kleine ondernemingen, 0,6 procentpunt voor de middelgrote ondernemingen en 0,9 procentpunt voor de grote ondernemingen (zie tabel 3). In de tussenliggende periode waarin zich de twee crisissen voordeden, namelijk 2008K3-2012K3, werden de verschillen overigens nog groter: de conjunctuurgevoeligheid van de kredietverlening aan de kmo's daalde tot 0,2, terwijl de vermindering met 0,3 voor de grote ondernemingen statistisch niet significant is.

Het jaar-op-jaar veranderingspercentage van de kredietverlening aan kleine ondernemingen liep tijdens de crisisperiode weliswaar fors terug, maar de bovenstaande resultaten lijken erop te wijzen dat de vertraging in de kredietgroei minder sterk was dan wat op basis van het conjunctuurverloop kon worden verwacht. Een en ander kan te maken hebben met het feit dat de kleine ondernemingen een minimum aan bancaire krediet nodig hebben om hun activiteiten te kunnen voortzetten (bij gebrek aan alternatieve financieringsbronnen) en dat de vraag naar krediet dus minder elastisch wordt in tijden van een uitzonderlijk zwakke conjunctuur, zoals in de periode 2008K3-2009K2.

Als, in periodes van laagconjunctuur, de vraag naar krediet vanwege de kmo's ook maar de geringste daling vertoont ten opzichte van die van de grote ondernemingen, komt dat ook tot uiting in de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening waarin de banken worden bevroegd over het verloop van hun kredietvoorwaarden en over wijzigingen in de vraag. Wat deze laatste betreft, zijn er een aantal verschillen afhankelijk van de grootte van de ondernemingen. In crisisperiodes daalt de vraag van de grote ondernemingen naar bancaire krediet sneller en sterker, terwijl die van de kmo's enige tijd op hetzelfde peil blijft vooraleer ook zij gaat verzwakken. Meestal is de daling bij de kmo's evenwel minder sterk en van kortere duur (zie grafiek 3).

De banken schrijven die neerwaartse bewegingen ook toe aan het beroep dat ondernemingen eventueel doen op andere financieringsbronnen (uitgifte van aandelen en

GRAFIEK 3 VRAAG NAAR BANCAIR KREDIET IN BELGIË
(gewogen nettopercentages⁽¹⁾, gemiddelde over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een stijging (daling) van de vraag naar krediet van de ondernemingen.

obligaties). Dat geldt evenwel grotendeels voor de grote ondernemingen, aangezien de kmo's slechts in beperkte mate toegang hebben tot de financiële markten en ze dus voor de financiering van hun activiteiten geen andere keuze hadden dan bancair krediet te blijven aanvragen, ook al beschouwden ze de aanbodvoorwaarden wellicht als weinig aantrekkelijk.

Na te hebben nagegaan welke factoren bepalend zijn voor de vraag naar krediet vanwege de ondernemingen, wordt hieronder nader ingegaan op het andere aspect van de relatie tussen kredietgever en kredietnemer, namelijk de aan het kredietaanbod verbonden voorwaarden. Uit de kwalitatieve enquêtes blijkt zowel het standpunt van de ondernemingen (de SAFE-enquête en de NBB-enquête naar de kredietvoorwaarden) als dat van de banken (de BLS).

Hoewel de Belgische kmo's gemiddeld beschouwd blijkbaar niet veel problemen ondervinden om zich te financieren⁽¹⁾ (volgens de SAFE-enquête), stuiten sommige onder hen evenwel op obstakels wat het kredietaanbod betreft. Inzake de bepalingen en voorwaarden bij het aangaan van een bancaire financiering noemen de kmo's aldus in

(1) Volgens de SAFE-enquête vermeldt, over het geheel genomen, minder dan 10% van de Belgische kmo's financiering als hun grootste probleem. Meer kmo's verklaren dat de indienstneming van personeel, de loon- of productiekosten en het vinden van klanten lastiger zijn.

de eerste plaats de hoge kosten (ongerekend de rente) en de door de kredietinstellingen vereiste waarborgen als factoren die de kredietverstrekking afremmen. Met name de waarborgvereisten worden door de ondernemingen als bijzonder zwaar beschouwd in de enquêtes die tussen de tweede helft van 2011 en de eerste helft van 2013 werden georganiseerd (dat betekent – rekening houdend met een tijdsinterval – in de periode van de overheidsschuldencrisis en in de daaropvolgende maanden). Deze percepties hebben zich concreet vertaald in een stijging, gedurende die periode, van het percentage kmo's dat een banklening werd geweigerd, dat een banklening weigerde om reden van kosten, dat ontmoedigd werd om een nieuwe lening aan te gaan of dat de gevraagde lening slechts voor een deel toegekend kreeg.

Die resultaten worden bovendien bevestigd door de enquête van de Bank naar de kredietvoorwaarden, een enquête die naar ondernemingsgrootte uitgesplitste informatie verschaft (zie grafiek 4). Uit deze enquête blijkt dat kleine ondernemingen alle monetaire of niet-monetaire criteria die aan een lening verbonden zijn, behalve de rente, negatiever beoordelen dan de andere ondernemingen: systematisch meer kmo's melden een verslechtering zowel van de overige kosten als van het kredietvolume en de vereiste waarborgen. Doorgaans maken ze dus meer dan de grote ondernemingen gewag van minder gunstige kredietvoorwaarden. Er zij evenwel opgemerkt dat alle ondernemingen deze voorwaarden recentelijk algemeen gunstiger hebben beoordeeld, hoewel het effect van de ondernemingsgrootte voelbaar blijft.

De informatie afkomstig van de bij de ondernemingen gehouden enquêtes wordt aangevuld met gegevens uit de BLS. Zo blijkt uit de resultaten van deze laatste enquête dat de banken hun kredietaanbod specifiek aanpassen aan het type onderneming. Ze kunnen de wijzigingen in hun kredietvoorwaarden rechtvaardigen aan de hand van drie soorten van factoren: hun financieringskosten en balansbeperkingen, de concurrentiedruk en de risicoperceptie. Ze moeten bovendien ook een op- of neerwaartse positie innemen met betrekking tot de specifieke, aan de lening verbonden gewijzigde determinant(en) (rente, overige kosten, volume of looptijd van het krediet, waarborgen, speciale clausules) (zie grafiek 5).

De tijdens de crisisperiode opgetekende verkrapping van het kredietaanbod jegens de kmo's bleek vooral het gevolg te zijn van de toegenomen risicoperceptie, waardoor er hogere rentemarges werden toegepast en extra waarborgen werden gevraagd, veeleer dan een inkringing van het kredietvolume. Voor de grote ondernemingen, daarentegen, was de verkrapping vooral het resultaat van hogere financieringskosten en balansbeperkingen, wat zich vertaalde in een

verruiming van de rentemarges en in een beperking van het bedrag en van de looptijd van de kredieten.

Aan het einde van de periode (2014-2015) blijkt de risicoperceptie van de banken ten aanzien van de kmo's sterk te zijn verbeterd, zij het in mindere mate dan die ten aanzien van de grote ondernemingen, wat eveneens heeft bijgedragen tot de algemene versoepeling van de kredietvoorwaarden.

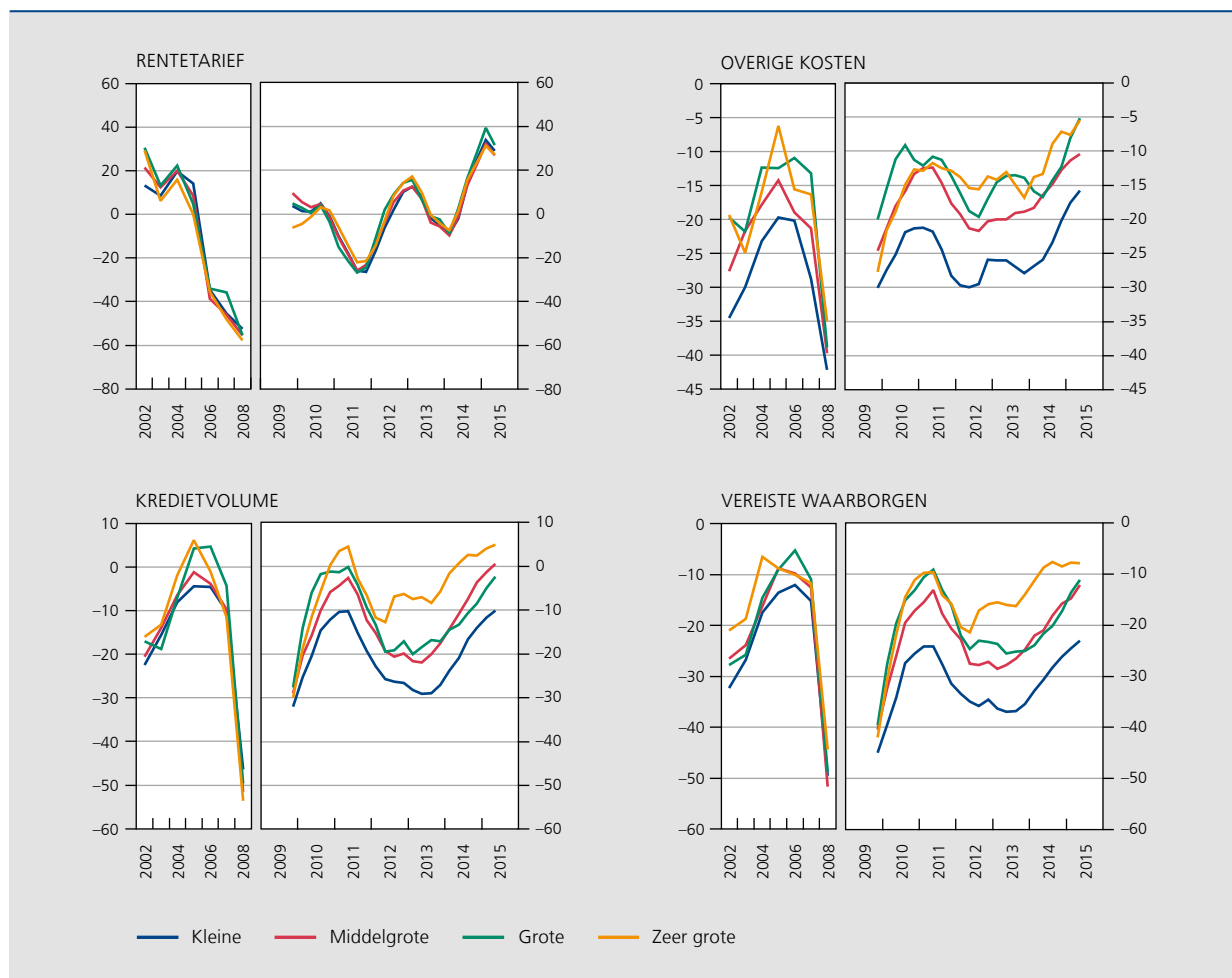
3. Impact van de crisis op de financiële gezondheid van de kmo's

Een van de belangrijkste bevindingen op basis van de enquêtegegevens betreft het kredietrisico, dat volgens de Belgische banken zou zijn vergroot als gevolg van de

crisis. Nog steeds volgens die gegevens zou dat probleem duidelijker voelbaar zijn geweest wat de kredietverlening aan de kmo's betreft, wat er kan op wijzen dat de crisis de financiële gezondheid van deze categorie van ondernemingen en, bijgevolg, hun solvabiliteit zwaarder heeft getroffen.

De financiële gezondheid van de kmo's en het verloop ervan sinds de aanvang van de crisis kunnen nader worden onderzocht door middel van indicatoren die worden berekend op basis van de jaarrekeningen. Een van de mogelijkheden bestaat erin voor elke onderneming een faillissementsrisico te berekenen, met andere woorden het risico dat ze de komende jaren failliet gaat. Een dergelijke indicator die een brede waaier van financiële variabelen omvat en die momenteel in de door de Balanscentrale opgestelde ondernemingsdossiers wordt gebruikt, is door

GRAFIEK 4 BEOORDELING VAN DE KREDIETVOORWAARDEN DOOR DE ONDERNEMINGEN IN BELGIË: UITSPLITSING NAAR GROOTTE (nettopercentages⁽¹⁾, gemiddelden over vier kwartalen)

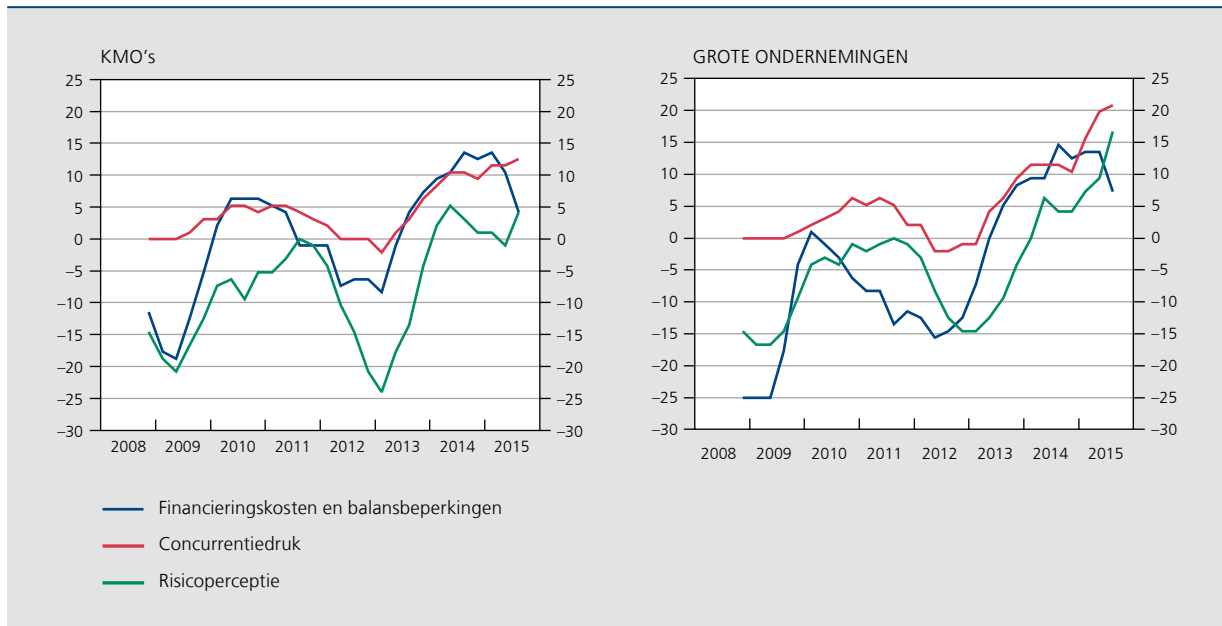


Bron: NBB (bij de ondernemingen gehouden driemaandelijkse enquête naar de kredietvoorwaarden).

(1) Nettopercentages van de antwoorden van de bedrijfsleiders die wijzen op een verbetering (+) / verslechtering (-) ten opzichte van het voorgaande kwartaal.

(2) Jaargegevens tussen 2002 en 2008, kwartaalgegevens vanaf het eerste kwartaal van 2009.

GRAFIEK 5 VOORWAARDEN VOOR HET VERSTREKKEN VAN BANCAIR KREDIET IN BELGIË: VERKLARENDE FACTOREN
(nettopercentages, gemiddelde over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een factor die heeft bijgedragen tot de versoepeling (aanscherping) van de kredietverleningsvoorwaarden.

de Bank ontwikkeld (Vivet, 2011). De analyse hieronder berust grotendeels op een indicator die berekend is op basis van een beperkter aantal financiële ratio's en daardoor op een ruimer staal van ondernemingen kan worden toegepast. Het gaat om de 'Z-score' van Altman (1968), een internationaal erkende financiële gezondheidsmaatstaf die in de economische literatuur vaak wordt gebruikt. De Z-score wordt verkregen door een lineaire combinatie⁽¹⁾ van vier balansindicatoren⁽²⁾, namelijk:

- het bedrijfskapitaal, dat is het verschil tussen de vlottende activa en de schulden op ten hoogste één jaar. Het kan eveneens worden beschouwd als het met de lopende activiteiten verbonden aandeel van de activa (voorraden, schuldvorderingen voor alle looptijden samen en thesauriebeleggingen) dat wordt gefinancierd met eigen vermogen en

langetermijnschulden. Deze indicator wordt gebruikt om eventuele problemen aan te geven in verband met ontoereikende liquiditeitsreserves om kortlopende leningen af te betalen;

- de overgedragen winst (of verlies), die de opbrengsten meet die de onderneming tijdens haar bestaan heeft vergaard. Doorgaans is die winst groter voor de oudste ondernemingen, wat verklaart waarom ze vaak financieel gezonder zijn dan jongere ondernemingen;
- de bedrijfswinst, dat is de winst van de onderneming vóór het in aanmerking nemen van de schuldenlast en van financiële of uitzonderlijke opbrengsten, en vóór de heffing van de vennootschapsbelasting. Het gaat als het ware om een maatstaf voor de 'reële' rentabiliteit van de productiemiddelen;
- de verhouding tussen het eigen vermogen en de schulden, zowel op korte als op lange termijn, die een solvabiliteitsmaatstaf is.

De eerste drie hierboven opgesomde indicatoren worden uitgedrukt in procenten van de totale activa. De Z-score is zeer eenvoudig te interpreteren: hoe hoger de aan een onderneming toegekende score, hoe gezonder ze financieel is.

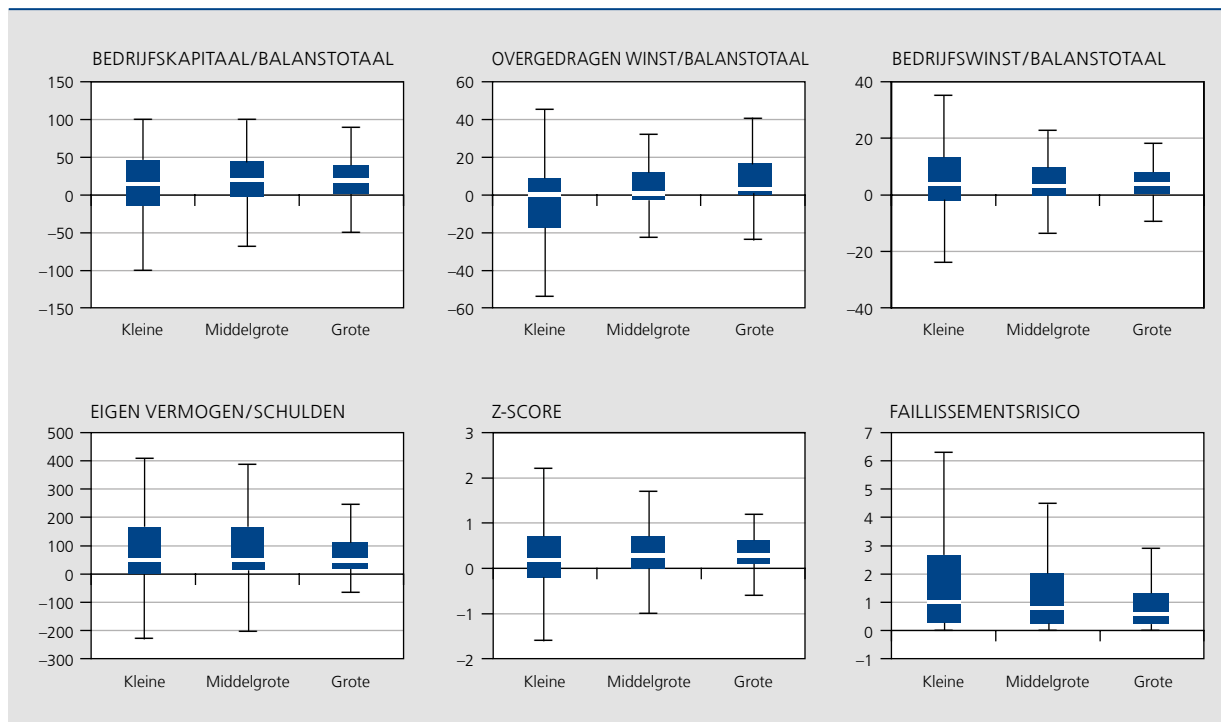
De verdelingen van de Z-scores en van de vier componenten ervan, berekend voor de Belgische ondernemingen op basis van hun in 2013 neergelegde jaarrekening, worden

(1) De coëfficiënten van de lineaire combinatie die de waarde van de Z-score voor elke onderneming bepaalt, worden aan de hand van een meervoudige discriminantanalyse geschat. Dat is een statistische methode aan de hand waarvan de functie van meerdere variabelen kan worden geraamd die de waarnemingen bij verschillende vooraf vastgestelde groepen zo correct mogelijk verdeelt. In casu is het voor de raming van de coëfficiënten gehanteerde staal de populatie van Belgische ondernemingen die in 2009 hun jaarrekening publiceerden, waaraan de gegevens voor de berekening van de vier in aanmerking genomen variabelen werden ontleend. Die ondernemingen werden in twee groepen verdeeld: de ondernemingen die vóór 1 januari 2015 failliet gingen en die welke hun activiteiten na deze datum voortzetten. De aldus berekende score kan derhalve als representatief worden beschouwd voor het faillissementsrisico op middellange termijn.

(2) De Z-score zoals Altman (1968) ze uitwerkte, omvat een vijfde indicator, namelijk de omzet van de onderneming gedeeld door haar totale activa. Aangezien de omzet niet wordt vermeld in de volgens het verkort schema opgestelde jaarrekeningen waaraan de kleine ondernemingen onderworpen zijn, is het niet mogelijk dat cijfer op te nemen in de berekening van de Z-scores voor de meeste Belgische ondernemingen.

GRAFIEK 6 INDICATOREN VAN FINANCIËLE GEZONDHEID⁽¹⁾

(in %, gegevens voor 2013)



Bronnen: NBB (Balanscentrale) en eigen berekeningen.

(1) In deze grafiek worden de verdelingen van elke indicator voor een bepaalde categorie weergegeven in de vorm van een boxplot. De onderste en bovenste rand van elke box komen overeen met respectievelijk het eerste en derde kwartiel van de verdeling, terwijl de lijn binnenin de mediaan aangeeft. De uiteinden van de lijnen, waarvan de lengte op basis van het interkwartielverschil wordt bepaald, stemmen overeen met de 'aangrenzende waarden'. Dat zijn de minimum- en maximumvaststellingen nadat de extreme waarden van de verdeling geschrapt zijn.

weergegeven in grafiek 6. Over het algemeen verschillen de centrale waarden van die verdelingen niet sterk tussen de kleine, middelgrote en grote ondernemingen; de medianen voor elk van die categorieën liggen immers relatief dicht bij elkaar. De overgedragen winst is evenwel vaker negatief bij de kleine ondernemingen. De verschillen tussen de drie groepen zijn aanzienlijk groter bij de voor elke indicator opgetekende spreiding, die stelselmatig ruimer lijkt voor de kleine ondernemingen en beperkter voor de grote bedrijven. Die heterogeniteit heeft vanzelfsprekend een impact op de Z-scores en ze komt ook tot uiting in de indicator van het faillissementsrisico zoals die volgens de door Vivet (2011) uitgewerkte methode is opgesteld.

Het financieel gezondheidsniveau bij de kmo's lijkt dus meer uiteen te lopen dan bij de grote ondernemingen. Dat houdt onder meer in dat, hoewel sommige kmo's financieel zeer gezond zijn, de uit het oogpunt van de kredietinstellingen meest risicodragende kredietnemers, met andere woorden die met de grootste kans om op een bepaald

ogenblik een betalingsachterstand op te lopen, toch vooral in deze groep worden aangetroffen⁽¹⁾. Uit nader onderzoek blijkt dat ondernemingen met een Z-score onder het eerste deciel van de verdeling, dat wil zeggen ondernemingen die als het meest kwetsbaar kunnen worden beschouwd, doorgaans kleiner zijn – zowel wat het balanstotaal als het wat aantal werknemers betreft – dan ondernemingen met een score boven het laatste deciel, met andere woorden de gezondste ondernemingen. Die verschillen naar grootte zijn echter relatief klein. Ter illustratie, de als dusdanig omschreven meest kwetsbare ondernemingen hadden in 2013 gemiddeld 6,1 werknemers in dienst en de sterkste 7,7 mensen. De verschillen zijn veel groter voor het op basis van de toegevoegde waarde per werknemer benaderde productiviteitsniveau; dit laatste bedroeg gemiddeld ongeveer € 13 000 voor de meest kwetsbare ondernemingen, tegen € 133 000 voor de gezondste ondernemingen.

Gelet op dit klaarblijkelijke verband tussen, enerzijds, de productiviteit van de ondernemingen en hun economische resultaten in ruimere zin en, anderzijds, hun financiële gezondheid heeft de crisis de gezondheid van verscheidene van die ondernemingen wellicht aangetast.

(1) Dat wordt overigens bevestigd door een hoger dan gemiddeld aandeel van non-performing loans voor de kmo's (zie De Backer et al., 2015).



Bronnen: FOD Economie (Kruispuntbank van Ondernemingen), NBB (Balanscentrale en Centrale voor kredieten aan ondernemingen) en eigen berekeningen.

(1) De waarnemingen onder het eerste centiel en boven het laatste centiel van de verdelingen worden in deze grafiek niet weergegeven.

Het verloop in de tijd van de verdeling van de Z-scores van de kmo's, weergegeven in grafiek 7, geeft aan dat vooral de meest kwetsbare ondernemingen, op basis van hun Z-score voor 2008, hun situatie nadien zagen verslechteren, terwijl die van de sterkste ondernemingen doorgaans stabiel bleef en in sommige gevallen zelfs verbeterde. Zoals blijkt uit het verloop van het eerste deciel van de verdeling van de Z-score, worden de meest kwetsbare ondernemingen mettertijd doorgaans nog fragieler, en lijkt de crisis die tendens in 2009 enigszins te hebben versneld.

In die groep lag de faillissementsratio in de jaren na het begin van de crisis overigens hoger, vooral bij de ondernemingen met financiële schulden, wat de risico's illustreert die gepaard gaan met de kredietverlening aan die ondernemingen. Zo werd 8,1% van de kmo's die in 2008 als de meest kwetsbare konden worden beschouwd en die tegelijk financiële schulden op de passiefzijde van hun balans vertoonden, binnen de vijf daaropvolgende jaren failliet verklaard. De faillissementsratio was lager voor de ondernemingen die niet hadden geleend (5,8%), wat doet vermoeden dat de

kredietverlening aan meer kwetsbare ondernemingen hun faillissementsrisico verhoogt. Een dergelijk verband tussen de schuldenlast en de faillissementsratio komt niet voor bij de gezondste kmo's.

Bij hun kredietbeleid lijken de Belgische banken rekening te houden met die verschillen inzake financiële gezondheid, en dus ook inzake het niveau van het kredietrisico. Na het begin van de crisis trokken de meest solide ondernemingen immers het meest profijt van de groei van de toegestane kredieten, terwijl het uitstaande bedrag van de kredietverlening aan de meest kwetsbare ondernemingen in 2009 en 2010 enigszins kromp.

4. Micro-economische determinanten van de kredietverlening aan kmo's

Uit de in de voorgaande paragraaf toegelichte gegevens blijkt duidelijk dat er een verband bestaat tussen de financiële gezondheid van ondernemingen – en dus hun risicoprofiel – en het verloop van de kredieten die ze ontvangen. De verslechtering van de financiële situatie van sommige ondernemingen tijdens de crisisperiode heeft het verloop van het uitstaande bedrag van de kredietverlening door de banken aan de kmo's dus wellicht ook gedrukt. Om te beoordelen in hoeverre het kredietrisicobeleid van de banken na het uitbreken van de crisis zou zijn veranderd, is echter een econometrische analyse nodig. De in het kader van dit artikel uitgevoerde analyse bestaat uit twee delen:

- het eerste heeft betrekking op de determinanten van het twaalfmaands verloop van de kredietverlening aan iedere kmo die in het jaar voordien reeds over een kredietlijn of een lening bij ten minste één bank beschikte. Daartoe wordt een eenvoudig lineair model gehanteerd, geraamd aan de hand van de methode van de gewone kleinste kwadraten, met de toename van het bedrag van de verleende kredieten als afhankelijke variabele;
- het tweede deel betreft het sluiten van nieuwe contracten tussen de kmo's en de banken. De daarvoor aangewende afhankelijke variabele van het model (van het type 'logit') is de kans dat een kmo, in de loop van een bepaald jaar, een lening krijgt van een bank waarmee ze tot dan toe geen kredietrelatie had.

Beide modellen bevatten dezelfde verklarende variabelen. De belangrijkste daarvan is de financiële gezondheid, die

nog steeds aan de hand van de Z-score wordt benaderd. Tevens werd in elk model een interactievariabele opgenomen, namelijk het product van de Z-score en een binaire variabele met een waarde 0 tot in 2008 en een waarde 1 vanaf 2009. Aan de hand van deze interactievariabele kan worden bepaald of het verband tussen de financiële gezondheid van de ondernemingen en de kredieten die hun worden verleend gewijzigd is. Ook andere variabelen die de kredietverlening van een kredietinstelling aan een kmo kunnen beïnvloeden, werden in de twee econometrische modellen in aanmerking genomen, namelijk:

- het aantal werknemers, om rekening te houden met eventuele effecten in verband met de grootte;
- de arbeidsproductiviteit, aangewend als een maatstaf van de economische resultaten;
- de leeftijd, met andere woorden het aantal activiteitsjaren. Deze variabele wordt in het model gebruikt om rekening te houden met een mogelijk grotere kredietvraag bij jongere ondernemingen, die wellicht vaker nieuwe activiteiten ontwikkelen en als gevolg daarvan frequenter nieuwe middelen nodig zouden hebben om investeringen te financieren;

TABEL 4 GERAAMDE PARAMETERS VOOR DE ECONOMETRISCHE MODELLEN⁽¹⁾

(ramingen aan de hand van gewone kleinste kwadraten voor de kredietgroei en van de methode van maximale waarschijnlijkheid voor de kans op een nieuw krediet)

Afhankelijke variabele	Verklarende variabelen	
	Jaar-op-jaar groei van de aan een onderneming toegestane kredieten	Kans dat een onderneming een nieuw krediet krijgt ⁽²⁾
Z-score vóór 2009	3,615	0,713
Z-score na 2009	3,292	1,063
Aantal werknemers	0,003	0,011
Toegevoegde waarde per werknemer	-0,013	0,005
Leeftijd van de onderneming	-0,115	-0,129
Aantal waarnemingen . .	686 491	1 146 692

(1) De parameters met betrekking tot de Z-score, het aantal werknemers en de toegevoegde waarde per werknemer moeten worden geïnterpreteerd als het gemiddelde effect van een verhoging van elk van deze verklarende variabelen met een procentpunt op de afhankelijke variabele. De parameters met betrekking tot de leeftijd van de onderneming moeten worden geïnterpreteerd als het effect van een extra activiteitsjaar op de afhankelijke variabele. De Z-score, het aantal werknemers en de toegevoegde waarde per werknemer worden met een vertraging van één periode in de specificatie opgenomen om eventuele endogeniteitsproblemen te vermijden. De specificatie van elke vergelijking bevat bovendien binaire variabelen die de specifieke effecten voor elk jaar en voor elke bedrijfstak vatten waarvan de geraamde coëfficiënten hier niet zijn weergegeven. Alle in deze tabel vermelde parameters zijn significant op een niveau van 1%.

(2) Marginale effecten berekend aan de hand van de gemiddelde waarden voor het hele staal.

(1) Die verandering had onder meer betrekking op het in aanmerking nemen van alle aan niet-financiële vennootschappen toegekende kredieten, terwijl voorheen enkel de kredieten voor een bedrag van minimaal € 25 000 in de gegevensbank moesten worden opgenomen.

- een specifieke binaire variabele voor elk jaar, die het verloop van de macro-economische en de macrofinanciële omgeving moet weergeven;
- een specifieke binaire variabele voor elke bedrijfstak (op het tweecijferniveau van de NACE), om eventuele sectorale effecten in aanmerking te nemen.

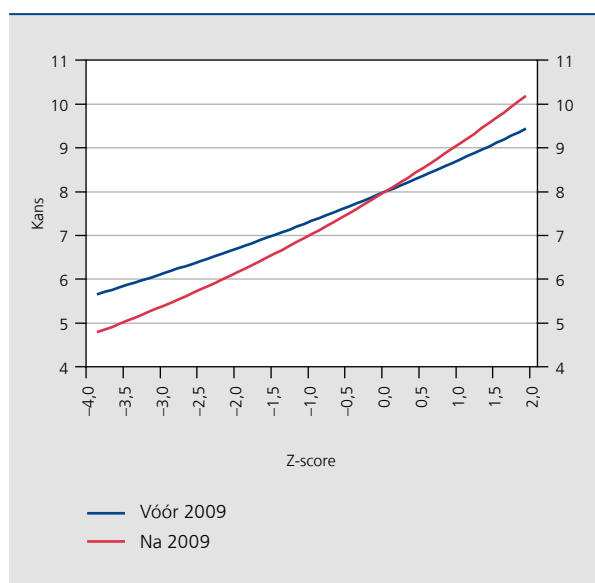
De twee modellen werden geraamd voor de periode van 1999 tot 2011. De gegevens voor de jaren nadien konden niet worden gebruikt vanwege de methodologische veranderingen in de gegevensverzameling van de Centrale voor kredieten die in 2012 plaatsvonden⁽¹⁾. In de vergelijkingen worden het aantal werknemers en de arbeidsproductiviteit weergegeven in logaritmische vorm.

De resultaten van de ramingen voor de beide modellen worden weergegeven in tabel 4. Over het algemeen bevestigen de voor de Z-score geraamde elasticiteiten het belang van de financiële gezondheid van een onderneming voor de totale kredietverlening van de banken aan die onderneming. Ceteris paribus gaf een toename van de Z-score van een bepaalde onderneming met één procentpunt tot in 2008 gemiddeld aanleiding tot een stijging met 3,6 procentpunt van de jaar-op-jaar groei van het bedrag van de kredietverlening aan die onderneming. In tegenstelling tot wat zou kunnen worden verondersteld, liep die elasticiteit vanaf 2009 licht terug tot 3,3. Dat resultaat zou mogelijk verband kunnen houden met

een enigszins minder restrictief beleid inzake kredietrisico van de banken tegenover de kmo's die reeds tot hun cliënten behoorden. Omdat het model het niet mogelijk maakt de aanbod- en vraageffecten van elkaar los te koppelen, zou deze lagere coëfficiënt eveneens een iets sterkere kredietvraag dan vóór de crisis kunnen weer spiegelen. De vermindering van die elasticiteit is hoe dan ook beperkt, wat onderstreept dat het risicoprofiel van de kmo's een belangrijke determinant blijft in het verloop van de bedragen die de kredietinstellingen hun ter beschikking stellen. Er mag derhalve worden aangenomen dat de verslechterde financiële gezondheid van een relatief beperkte groep ondernemingen (zie hierboven) een negatief effect had op het algemene verloop van de kredieten.

De ramingen inzake het aangaan van nieuwe kredietrelaties geven evenwel een heel ander beeld te zien. Hoewel ook de kredietverlening van de banken aan nieuwe cliënten sterk afhankelijk is van het risiconiveau van die cliënten, is dit aspect belangrijker geworden na het uitbreken van de crisis. Volgens het model hebben de kredietverstrekkers sindsdien bij het verstrekken van nieuwe leningen immers méér de voorkeur gegeven aan financieel gezonde ondernemingen dan aan kwetsbaarder ondernemingen. Dit effect, waarvan de raming in grafiek 8 wordt weergegeven, was evenwel relatief gematigd, en de negatieve impact op de totstandbrenging van nieuwe kredietrelaties betrof vooral de financieel uiterst zwakke kmo's, namelijk die met een sterk negatieve Z-score.

GRAFIEK 8 KANS OP VERSTREKKING VAN EEN NIEUW KREDIET NAARGELANG VAN DE Z-SCORE⁽¹⁾
(in %)



(1) De kansen worden geraamd op basis van het in de tweede kolom van tabel 4 beschreven model, waarbij de waarde van de overige variabelen wordt vastgelegd op hun voor het hele staal opgetekende gemiddelden.

Hoewel statistisch significant, zijn de geraamde elasticiteiten voor de andere variabelen in beide modellen vrij zwak. Het geraamde verband tussen de kredietgroei en de productiviteit van de ondernemingen is in de eerste vergelijking negatief, wat doet vermoeden dat de economische resultaten nauwelijks invloed uitoefenen – althans niet rechtstreeks – op de beslissingen van de banken inzake kredietverlening en dat die beslissingen dus wel degelijk in eerste instantie worden beïnvloed door het risicoprofiel van de kredietnemer. Daarnaast is, zoals verwacht, de kredietverlening aan kmo's negatief gecorreleerd met hun leeftijd.

Ten slotte bleken de geraamde parameters voor de jaar-specifieke binaire variabelen (niet opgenomen in tabel 4) meestal significant te zijn. Dit bevestigt het belang van de conjunctuureffecten in het verloop van de kredietverlening aan ondernemingen en wellicht ook dat van de specifieke factoren voor de banksector, onder meer inzake balansverplichtingen, naast overwegingen betreffende het aan elke onderneming verbonden kredietrisico.

Conclusie

De meeste kmo's zijn voor de financiering van hun activiteiten afhankelijk van bancair krediet en zien zich verplicht deze financieringsbron vaker aan te spreken dan de grotere ondernemingen die een beroep kunnen doen op andere instrumenten op de kapitaalmarkten. Dit gebrek aan alternatieven verklaart onder meer waarom, tegen de achtergrond van de financiële crisis die in 2008 met het faillissement van Lehman Brothers uitbrak, de vraag naar bancair krediet van de kmo's minder sterk afzwakte dan die van de grote ondernemingen, en dat ondanks strengere kredietvoorwaarden. De Belgische banken, die vonden dat de met de kredietverlening aan kmo's verbonden risico's toenamen, beperkten immers hun aanbod, onder meer via de vereiste waarborgen.

Verskillende elementen in deze studie wijzen er immers op dat de risicofactor wel degelijk een belangrijke rol

speelde in het kredietbeleid van de Belgische banken. Derhalve mag worden aangenomen dat de verslechterde financiële situatie van een relatief beperkt aantal kmo's de afgelopen jaren de bancaire kredietverlening enigszins heeft gedrukt. Niettemin blijkt dat de ondernemingen met een robuustere financiële gezondheid het bedrag van de aan hen toegestane kredieten zagen toenemen.

Over het geheel genomen lijken de Belgische banken, bij een ongewijzigd risiconiveau, na het uitbreken van de crisis echter niet restrictiever te zijn geworden tegenover hun bestaand cliënteel, wat erop wijst dat ze bij voorkeur langdurige klantrelaties in stand willen houden. Uit de resultaten van deze studie blijkt daarentegen dat ze ook ietwat minder geneigd waren om tijdens de crisis risico's te nemen bij de kredietverlening aan kmo's waarmee zij nog geen handelsrelatie hadden, door eerder voorrang te geven aan de ondernemingen met een gunstiger risicoprofiel.

Bibliografie

Altman E. I. (1968), 'Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy', *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

De Backer B., Ph. Du Caju, M. Emiris en Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), 'Macro-economische determinanten van de non-performing loans', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december 2015, 47-68.

OECD (2015), *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, February.

Rubbrecht I. en D. Vivet (2015), 'Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2014', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december 2015, 141-170

Vivet D. (2011), *Ontwikkeling van een financiële gezondheidsindicator op basis van de jaarrekeningen van de vennootschappen*, NBB, Working Paper Document 213.

Wehinger G. (2013), 'SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature', *OECD Journal: Financial Market Trends*, (2), 115-148.