

De financiële situatie van de Belgische niet-financiële vennootschappen

S. Cappoen
M.-D. Zachary

Inleiding

In hun hoedanigheid van entiteiten waarin het productieproces plaatsvindt, verdienen de niet-financiële vennootschappen alle aandacht bij de analyse van de reële en financiële rekeningen. Nochtans beperkt het onderzoek naar het financiële gedrag van de niet-financiële vennootschappen zich traditioneel tot hun financiering: zo wordt in de jaarverslagen van de Bank doorgaans enkel het verloop van hun verplichtingen geanalyseerd.

Toch is de vorming van financiële activa door de niet-financiële vennootschappen geen verwaarloosbaar gegeven, noch statistisch noch economisch. Het uitstaande bedrag aan financiële activa dat door de Belgische niet-financiële ondernemingen wordt aangehouden is belangrijk; zo is het heel wat omvangrijker dan de financiële activa van de particulieren. Recentelijk werd ook gewezen op het historisch hoge niveau van de vorming van financiële activa door de vennootschappen in de voornaamste industrielanden, een factor die mede het relatief lage niveau van de langetermijnrente zou kunnen verklaren.

Reden genoeg dus om in dit artikel ook ruime aandacht te besteden aan de activavorming door de Belgische niet-financiële vennootschappen.

Het artikel zelf is in drie delen opgevat.

Het eerste deel geeft een algemeen beeld van de financiële positie van de niet-financiële vennootschappen. Allereerst wordt het belang van hun tegoeden en verplichtingen in de Belgische economie beschreven. Vervolgens worden de financieringssaldi – volgens de reële en volgens de

financiële rekeningen – van deze niet-financiële vennootschappen besproken en wordt nagegaan hoe deze saldi van de Belgische vennootschappen zich verhouden tot die in het buitenland.

In het tweede deel wordt de vorming van die financiële activa door de Belgische niet-financiële vennootschappen geanalyseerd. Eerst worden de nieuwe operaties nader onderzocht: de totale ontwikkeling ervan wordt vergeleken met die in het eurogebied. Daarna worden de uitstaande financiële activa bestudeerd. Aan de hand van deze analyse kunnen immers de specifieke activiteiten van bepaalde economische actoren worden geïsoleerd.

Het derde deel, waarin de verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen worden onderzocht, volgt nagenoeg hetzelfde stramien als de analyse van de activavorming. Eerst worden de nieuwe verplichtingen bekeken en vergeleken met het verloop in het eurogebied. Daarna volgt een meer gedetailleerde analyse van de financiering van de Belgische niet-financiële vennootschappen. Ook hier maakt een onderzoek van de uitstaande bedragen het mogelijk belangrijke achterliggende elementen op te sporen.

1. Algemeen overzicht

1.1 Aandeel van de tegoeden en verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen in de Belgische economie

De sector van de particulieren, die eind 2005 over een netto financieel vermogen van circa 648 miljard euro beschikte, is de enige crediteursector van de Belgische economie. Deze sector financiert de twee overige ingezeten niet-financiële sectoren en de rest van de wereld. De niet-financiële vennootschappen vormden in 2005 de voornaamste debiteursector. Hun netto financiële verplichtingen beliepen zowat 302 miljard euro. Ongerekend de aandelen en andere participaties – een belangrijke netto financieringsbron – bedroegen de nettoverplichtingen van de niet-financiële vennootschappen echter nog slechts ongeveer 49 miljard euro.

Er zij voorts op gewezen dat de niet-financiële vennootschappen de ingezeten niet-financiële sector met de hoogste bruto financiële activa en verplichtingen zijn. Aldus kwamen hun bruto-activa eind 2005 uit op 833 miljard euro, wat aanzienlijk meer is dan de portefeuille activa van de particulieren (784 miljard euro), die nochtans meer aandacht krijgt bij de analyse van de financiële rekeningen.

De overheid had een nettoschuld van 241 miljard euro, terwijl de netto financiële verplichtingen van de rest van de wereld iets meer dan 104 miljard euro bedroegen. Het is de regel dat de financiële vennootschappen in 't geheel geen netto financieel vermogen bezitten, hoewel ze tot de kern van het financiële stelsel behoren.

De hierboven geanalyseerde statistiek met uitstaande bedragen geeft de waarde van de activa en verplichtingen op een bepaald moment weer. De analyse van de financiële rekeningen heeft echter meestal betrekking op de nieuwe activa of verplichtingen, dat wil zeggen de geldstromen tijdens een welbepaalde periode. Verscheidene methodologische verschillen verklaren waarom de verandering in de uitstaande bedragen volledig kan afwijken van de geldstromen tijdens de onderzochte periode.

Uit methodologisch oogpunt is de verandering in de uitstaande bedragen van de ene periode tot de andere immers afhankelijk van die geldstromen, maar ook van prijsaanpassingen van de opeenvolgende uitstaande bedragen en andere volumewijzigingen. Deze factoren spelen een grote rol voor de aandelen, een cruciale financieringsbron voor de niet-financiële vennootschappen. Wat de prijsaanpassingen betreft, wordt het uitstaande bedrag van de niet-genoteerde aandelen aldus gewaardeerd tegen de waarde van het eigen vermogen. Deze waarde wordt per saldo berekend, door de eigen middelen van de genoteerde vennootschappen in mindering te brengen van het gezamenlijke eigen vermogen van de Belgische vennootschappen. Het uitstaande bedrag van de genoteerde aandelen wordt dan weer gewaardeerd op basis van de beurskapitalisaties.

De prijseffecten (en andere volumewijzigingen) die overeenstemmen met het verschil tussen het officiële uitstaande bedrag en een theoretisch uitstaand bedrag, dat zou worden berekend op grond van een initieel bedrag vermeerderd met de opeenvolgende emissiestromen, kunnen dus aanzienlijk zijn. Voor de genoteerde aandelen waren ze grotendeels positief tussen 1995 en 1998, een periode waarin de Belgische beursindexen sterk zijn gestegen en talrijke beursintroductions plaatsvonden. In de periode 1999 tot 2002 hebben daarentegen negatieve prijseffecten gespeeld, doordat de koersen sterk

TABEL 1 FINANCIËLE ACTIVA EN PASSIVA PER SECTOR IN 2005
(uitstaande bedragen aan het einde van het jaar, miljarden euro's)

	Financiële activa	Financiële verplichtingen	Netto financiële activa
Particulieren	784,0	136,1	647,9
Niet-financiële vennootschappen	833,4	1.135,8	-302,3
Overheid	76,9	318,3	-241,4
Financiële vennootschappen ⁽¹⁾	1.556,4	1.556,4	0,0
Rest van de wereld	1.215,5	1.319,7	-104,2

Bron: NBB.

(1) De financiële instellingen omvatten hoofdzakelijk de NBB, de kredietinstellingen en de institutionele beleggers. Deze instellingen worden behandeld als pure financiële intermediairs: bij constructie zijn hun financiële activa gelijk aan hun financiële passiva.

daalden en grote Belgische vennootschappen hun beursnotering verloren. Sinds 2003 heeft de stijging van de Belgische beurskoersen aanleiding gegeven tot positieve prijseffecten. Voor de financiële instrumenten ongerekend aandelen (kredieten en vastrentende effecten) geldt eenzelfde waarderingsmethode voor stromen en uitstaande bedragen, namelijk die van de boekwaarde, waardoor eventuele prijseffecten die eruit voortvloeien sterk worden beperkt.

De statistieken inzake de emissiestromen van al dan niet genoteerde aandelen omvatten de inbreng in contanten bij de oprichting van een vennootschap of een kapitaalverhoging, alsook de uitgiftepremies in contanten bij een kapitaalverhoging, waarvan de kapitaalverminderingen in de vorm van terugbetalingen aan aandeelhouders worden afgetrokken. De inbreng in natura⁽¹⁾, de *delistings*, de faillissementen en de beursintroducties zonder uitgifte van nieuwe aandelen hebben geen invloed op de stroomstatistieken, maar zijn net als andere volumewijzigingen opgenomen in de statistieken van de uitstaande bedragen.

1.2 De saldi van de niet-financiële vennootschappen

De financiële positie van de niet-financiële vennootschappen kan men afleiden uit de statistieken van de financiële rekeningen, die enkel betrekking hebben op financiële transacties en die worden opgesteld aan de hand van louter financiële gegevens (balansen van banken en institutionele beleggers, gegevens over emissie-activiteiten op de financiële markten, enz.).

In het Europees systeem van nationale rekeningen (het zogenoemde ESR 1995) vormen deze financiële rekeningen echter het laatste gedeelte van het rekeningstelsel. Ze vormen het sluitstuk na de reële rekeningen, die de inkomens en uitgaven van de sectoren weergeven. Uit deze niet-financiële sectorrekeningen van de niet-financiële vennootschappen wordt ten slotte in de kapitaalrekening hun financieringssaldo afgeleid. De financiële rekeningen beschrijven vervolgens hoe de niet-financiële vennootschappen hun overschotten beleggen of hun tekorten financieren.

In tabel 2 wordt de overgang van de kapitaalrekening naar de financiële rekening verduidelijkt. De brutobesparingen van de niet-financiële vennootschappen (dit is het bruto beschikbaar inkomen gecorrigeerd voor mutaties in voorzieningen voor pensioenverzekering) en de kapitaaloverdrachten (in hoofdzaak investeringsbijdragen) vormen de beschikbare middelen in de kapitaalrekening. Deze middelen worden besteed aan het verwerven van niet-financiële vaste activa (dit betreft voornamelijk de investeringen en in mindere mate de voorraadvorming). Het resulterende financieringssaldo kan een vorderingenoverschot vertonen, maar meestal hebben de ondernemingen een vorderingentekort. Een vorderingentekort in de kapitaalrekening zou in de financiële rekening tot uiting moeten komen in de vorm van een netto financieringsbehoefte. Deze is gelijk aan het nettoverschil tussen de vorming van financiële activa en de nieuwe financiële verplichtingen van de ondernemingen. Het blijkt evenwel

(1) Tenzij het genoteerde aandelen betreft.

TABEL 2 KAPITAALREKENING EN FINANCIËLE REKENING VAN DE BELGISCHE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
(miljarden euro's)

	2001	2002	2003	2004	2005
Kapitaalrekening					
Brutobesparingen ⁽¹⁾	30,3	29,6	31,6	35,4	35,7
Verwervingen van niet-financiële activa ⁽²⁾	32,4	30,2	32,0	36,0	38,4
Financieringssaldo: vorderingenoverschot of -tekort (-)	-2,2	-0,5	-0,4	-0,6	-2,8
Financiële rekening					
Vorming van financiële activa	62,3	28,1	53,7	28,6	11,4
Nieuwe financiële verplichtingen	72,0	30,1	56,9	31,6	12,7
Netto financieringsbehoefte (-) of -capaciteit (+)	-9,6	-2,0	-3,2	-3,0	-1,3
Statistisch verschil tussen kapitaalrekening en financiële rekening	-7,5	-1,5	-2,8	-2,5	1,5

Bronnen: Eurostat, NBB.

(1) Inclusief netto kapitaaloverdrachten.

(2) Bevat de brutovorming van vast kapitaal, de voorraadvijziging en het saldo van de aan- en verkopen van niet-geproduceerde niet-financiële activa.

TABEL 3 KAPITAALREKENING EN FINANCIËLE REKENING VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN: GEMIDDELDEN OVER DE PERIODE 2001-2004 (procenten bbp)

	België	Eurogebied ⁽¹⁾
Kapitaalrekening		
Brutobesparingen ⁽²⁾	11,6	9,6
Verwervingen van niet-financiële activa ⁽³⁾	12,0	10,6
Financieringssaldo: vorderingenoverschot of -tekort (-)	-0,3	-1,1
Financiële rekening		
Vorming van financiële activa ...	16,0	7,2
Nieuwe financiële verplichtingen	17,7	8,6
Netto financieringsbehoefte (-) of -capaciteit (+)	-1,7	-1,3
Statistisch verschil tussen kapitaalrekening en financiële rekening	-1,3	-0,3

Bronnen: Eurostat, NBB.

(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

(2) Inclusief netto kapitaaloverdrachten.

(3) Bevat de brutovorming van vast kapitaal, de voorraadwijziging en het saldo van de aan- en verkopen van niet-geproduceerde niet-financiële activa.

dat die netto financieringsbehoefte in de financiële rekeningen meestal groter is dan het vorderingentekort in de kapitaalrekening tijdens de hier beschouwde periode. Er blijkt tussen beide statistieken dus een belangrijke discrepantie te bestaan die voortvloeit uit het gebruik van verschillend bronnenmateriaal, waarderingsverschillen, statistische inconsistenties, en dergelijke.

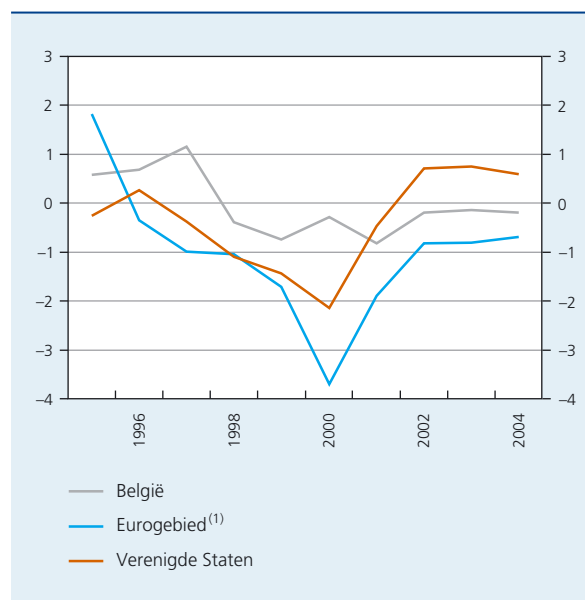
Dat verschil komt in vrijwel alle Europese landen voor en daarom stelt men tevens een discrepantie vast voor de niet-financiële vennootschappen in het gehele eurogebied⁽¹⁾. In sommige landen ligt het saldo van de kapitaalrekening hoger dan dat van de financiële rekening, in andere landen is het net omgekeerd. Gemiddeld over de periode 2001-2004 had de sector van de niet-financiële vennootschappen in het eurogebied een vorderingentekort ten belope van 1,1 pct. bbp omdat de investeringen in niet-financiële vaste activa hoger uitvielen dan de beschikbare middelen (de brutobesparingen). In België wordt hetzelfde waargenomen, hoewel in mindere mate: het vorderingentekort bedroeg er 0,3 pct. bbp.

(1) Het eurogebied in dit artikel omvat alle eurolanden behalve Ierland en Luxemburg, omdat deze landen geen financiële rekeningen publiceren. Voor 2005 zijn er nog geen gegevens beschikbaar aangaande de kapitaalrekeningen voor het gehele eurogebied.

Als men peilt naar de oorzaken achter dit verschil in de financieringssaldi tussen België en het eurogebied, kan men in de eerste plaats vaststellen dat dit uiteenlopende patroon niet toe te schrijven is aan het respectieve investeringsgedrag. Ondanks een lichte daling in 2002 namen de bruto-investeringen van de Belgische ondernemingen sindsdien gestaag toe en bedroegen ze gemiddeld over de periode van 2001 tot 2004 ongeveer 12 pct. bbp. In het eurogebied lagen de investeringen tijdens de jaren 2001 tot 2004 gemiddeld iets lager, met een aandeel van 10,6 pct. bbp. Het kleinere vorderingentekort van de Belgische niet-financiële vennootschappen valt dus veeleer te verklaren doordat de brutobesparingen – met andere woorden het beschikbare inkomen – in België duidelijk hoger lagen dan in het eurogebied. Voorts blijken zowel de vorming van financiële activa als de nieuwe financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen in België, in procenten bbp, aanzienlijk hoger te zijn dan in het gehele eurogebied. Dit zal verderop verklaard worden.

Bij een vergelijking van het financieringssaldo van België met dat van het eurogebied en de Verenigde Staten voor een langere periode, namelijk 1995-2004, valt onmiddellijk op dat in het jaar 2000 het financieringssaldo van het eurogebied veel negatiever was dan in België. In 2000 werden immers in enkele Europese landen door de overheden UMTS-licenties geveild. Enkele

GRAFIEK 1 FINANCIERINGSSALDO: VORDERINGENOVERSCHOT (+) OF -TEKORT (-) (procenten bbp)



Bronnen: Eurostat, Federal Reserve, NBB.

(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

telecombedrijven hebben toen een hoge prijs betaald om een licentie in de wacht te slepen. Die zware investeringen zorgen ervoor dat het geheel van de niet-financiële vennootschappen een groot vorderingstekort vertoont in die landen. Zo was de investering in UMTS-licenties in Duitsland goed voor 2,5 pct. bbp. In België werd zo'n veiling pas uitgevoerd in 2001 en bracht ze slechts 0,2 pct. bbp op voor de Belgische overheid; bijgevolg was de overeenkomstige investering voor de niet-financiële vennootschappen minder groot dan in de andere Europese landen. Uitgezonderd het jaar 1995, hadden de Belgische niet-financiële vennootschappen steeds een hoger financieringssaldo dan de niet-financiële vennootschappen uit het eurogebied.

In het eurogebied daalde het financieringssaldo tussen 1995 en 2000, waarna het de volgende jaren weer begon te stijgen. Die ontwikkeling blijkt gelijklopend te zijn voor alle geïndustrialiseerde landen; in de Verenigde Staten, bijvoorbeeld, vertonen de niet-financiële vennootschappen sinds 2002 zelfs een vorderingsoverschot. In de VS wordt met andere woorden meer winst gemaakt die vervolgens niet wordt aangewend om te investeren in vaste activa (of in voorraden), maar om financiële activa op te bouwen of om de financiële verplichtingen te verminderen (door bijvoorbeeld schulden terug te betalen)⁽¹⁾. De daling van het financieringssaldo aan het einde van de jaren negentig liep parallel met de beurshausse in die periode. Samen met een dalende rente zorgde deze ervoor dat de ondernemingen (met name in de ICT-sector) relatief gemakkelijk vers kapitaal konden ophalen en fors investeerden. Na de beurscrash in 2000 merken we een terughoudendheid van de ondernemingen om hun brutobesparingen aldus aan te wenden. Deze werden minder vaak ingezet om te investeren in vaste activa maar in toenemende mate om financiële activa op te bouwen of aan financiële verplichtingen te voldoen. Een aantal studies van onder meer het IMF (2006) en de ECB (september 2006) tonen bovendien aan dat de niet-financiële vennootschappen in de grote geïndustrialiseerde landen meer financiële activa (en in het bijzonder liquide middelen) opbouwden dan voorheen. Het verloop van de financieringssaldi in het eurogebied en de VS kan men hoewel minder uitgesproken ook terugvinden in het financieringssaldo van de Belgische niet-financiële vennootschappen, met uitzondering van de jaren 2000 en 2001 (door de UMTS-licenties). Men kan zich dus afvragen of ook de Belgische niet-financiële vennootschappen meer financiële activa accumuleren. Om dit te onderzoeken, worden de activa en de passiva van de Belgische niet-financiële

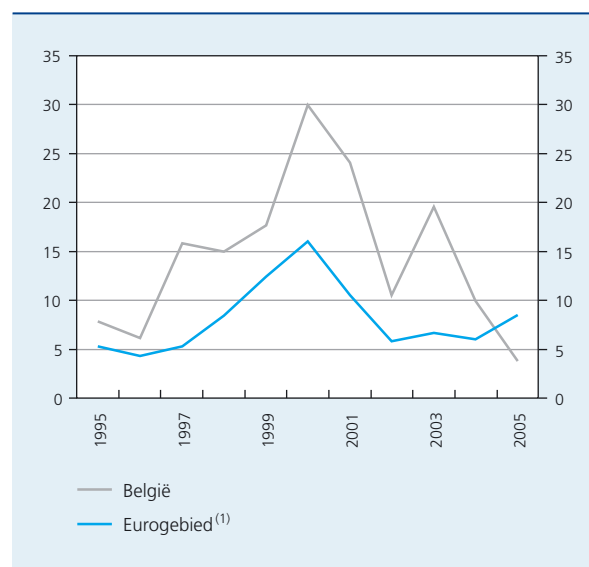
vennootschappen hierna in detail bekeken en vergeleken met die van het eurogebied.

2. Het verloop van de financiële activa van de Belgische niet-financiële vennootschappen

2.1 De nieuwe financiële activa

Behalve in 2005 was de vorming van financiële activa (de «stroom»-statistieken) door de Belgische niet-financiële vennootschappen sinds 1995, in procenten bbp, steeds hoger dan in het eurogebied. Zowel voor België als voor het eurogebied wordt een stijgende trend opgetekend tussen 1996 en 2000, en een dalende trend vanaf 2000. Deze trend is voor het eurogebied in hoofdzaak toe te schrijven aan de aandelentransacties. De Belgische stromen vertonen een grotere volatiliteit, die voornamelijk veroorzaakt wordt door de vorderingen. Voor de periode 1995-2005 bestaat de vorming van financiële activa door de Belgische niet-financiële vennootschappen voor bijna 70 pct. uit vorderingen die zijn gevormd op buitenlandse en ingezeten niet-financiële vennootschappen.

GRAFIEK 2 VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
(stromen, procenten bbp)



Bronnen: Eurostat, NBB.

(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

(1) Net als in de Europese landen is er in de VS een discrepantie tussen de kapitaalrekening en de financiële rekening. Zo vertoont de kapitaalrekening van de niet-financiële vennootschappen een kleiner vorderingsoverschot over 2004 dan de financiële rekeningen.

Deze stromen van financiële activa en passiva bevatten echter ook de financiële transacties van de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings⁽¹⁾. Hoewel vele coördinatiecentra hoofdzakelijk, maar niet uitsluitend, financiële activiteiten ontplooiën, maken zij in de financiële rekeningen deel uit van de sector van de niet-financiële vennootschappen. Daarnaast hebben de niet-financiële holdings als voornaamste taak om (financiële) controleparticipaties aan te houden in andere niet-financiële vennootschappen. Volgens het ESR 1995 dienen deze vennootschappen eveneens ingedeeld te worden bij de niet-financiële vennootschappen. Om een correcte vergelijking te kunnen maken tussen de structuur van de Belgische niet-financiële vennootschappen en die uit het eurogebied, is het raadzaam geen rekening te houden met de niet-financiële holdings en de coördinatiecentra, die een specifiek Belgisch fenomeen zijn. Deze correctie kan evenwel overdreven zijn: in bepaalde andere eurolanden

komen ook vennootschappen voor die, wat functie betreft, vergelijkbaar zijn met de Belgische coördinatiecentra en niet-financiële holdings. Hun belang is echter ongetwijfeld veel geringer. Omdat de financiële rekeningen niet beschikken over aparte gegevens voor de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings, wordt gebruik gemaakt van de jaarrekeningen van de Balanscentrale om op basis van de neergelegde jaarrekeningen deze gegevens te isoleren. De jaarrekeningen geven een goed beeld van de jaarlijkse uitstaande bedragen van de verschillende instrumenten. Het is echter niet zo makkelijk om de financiële stromen te berekenen uit de jaarrekeningen (door de invloed van waarderingsverschillen, herclassificaties, e.d.). Daarom wordt deze analyse uitgevoerd voor de uitstaande bedragen.

(1) Voor een meer gedetailleerde beschrijving van het statuut van de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings kan worden verwezen naar Minne en Douénias (2004).

Coördinatiecentra

Coördinatiecentra zijn in België gevestigde ondernemingen die deel uitmaken van een multinationale groep en die als enig doel hebben bepaalde diensten op het gebied van financiering, kasbeheer, boekhouding, adviesverlening, factoring enz. te verlenen aan andere ondernemingen van dezelfde groep. Vaak vervullen ze de functie van «interne bankier» binnen een multinationale groep.

In afwijking van de gewone belastingregeling werd het belastbare inkomen van de coördinatiecentra vanaf 1983 forfaitair vastgesteld op basis van de bedrijfskosten (de zogeheten «*cost plus*»-methode). De coördinatiecentra waren tevens vrijgesteld van de onroerende voorheffing en het registratierecht op kapitaalbrengen en behoeften geen roerende voorheffing op uitgekeerde inkomsten in te houden. Om erkend te kunnen worden als coördinatiecentrum moest een vennootschap onder meer deel uitmaken van een multinationale groep met dochterondernemingen in ten minste vier verschillende landen, zelf geen participaties bezitten in andere vennootschappen en voldoen aan een aantal minimale vereisten inzake eigen vermogen en omzet.

De Europese Commissie oordeelde echter dat de regeling voor coördinatiecentra niet meer verenigbaar was met de vigerende regels inzake staatssteun en dat België een einde diende te maken aan die regeling. Daarom worden geen nieuwe coördinatiecentra meer erkend en zal hun statuut uiterlijk in 2010 uitdoven. De mogelijke delocalisatie naar het buitenland van de coördinatiecentra was een van de redenen voor de overheid om het fiscale stelsel van de notionele interestaftrek in te voeren.

Niet-financiële holdings

Holdings zijn vennootschappen met als voornaamste doel participaties in andere vennootschappen te beheren. In deze nota worden enkel de niet-financiële holdings besproken. Vennootschappen die voornamelijk participaties aanhouden in financiële vennootschappen (zoals kredietinstellingen, verzekeringsmaatschappijen, e.d.), worden volgens het ESR 1995 beschouwd als financiële holdings en worden ondergebracht in de financiële sector. ►

Er bestaan echter verschillende categorieën van niet-financiële holdings, die vaak uiteenlopende functies hebben. Sommige holdings hebben tot doel de controle te houden over een reeks dochtervennootschappen. In een aantal gevallen ontstaat er zelfs een piramidale structuur van subholdings, zodat de moederholding met relatief beperkt kapitaal toch een uitgebreid netwerk aan dochterondernemingen kan opzetten en controleren. Daarnaast specialiseren sommige holdings zich in het verschaffen van *venture capital* aan bijvoorbeeld startende ondernemingen. Deze holdings zijn soms op de beurs genoteerd, zodat ook de kleine belegger kan profiteren van de diversificatie in de portefeuille en de knowhow van de beheerders. De holdingstructuur werd ook toegepast in het kader van de successieplanning van de oprichter(s) en/of aandeelhouder(s) van een onderneming.

Het succes van de holdings in België is voornamelijk te danken aan de gunstige fiscale omstandigheden. Enerzijds is er het stelsel van de « Definitieve Belaste Inkomsten » (DBI). Op grond van dit stelsel zijn dividenden die reeds bij de uitkerende vennootschap werden belast, voor de dividendontvangende vennootschap ten belope van 95 pct. vrijgesteld van belastingen, mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. Anderzijds worden meerwaarden die Belgische vennootschappen realiseren op aandelen, onder bepaalde voorwaarden, eveneens vrijgesteld van belasting.

2.2 De uitstaande bedragen aan financiële activa in het bezit van Belgische niet-financiële vennootschappen

De uitstaande bedragen van financiële activa in het bezit van de Belgische niet-financiële vennootschappen stijgen in procenten van het bbp van 128 pct. in 1995 tot 280 pct. in 2005. Vooral de financiële activa in de vorm van aandelen en vorderingen nemen sterk toe.

De aandelen stijgen van 58 pct. tot 135 pct. bbp. Deze aandelen omvatten niet enkel de portefeuillebeleggingen, die niet aanleiding geven tot een controlemogelijkheid, maar voornamelijk de participaties in andere ondernemingen, zowel in het binnenland als in het buitenland.

De vorderingen nemen in die periode toe van 34 pct. tot 116 pct. bbp. Deze vorderingen omvatten niet de handelsvorderingen die in het ESR 1995 apart in een rubriek « overige » gerangschikt worden. Het gaat hier dus enkel om niet-commerciële vorderingen, meer bepaald leningen die worden toegestaan aan andere niet-financiële vennootschappen en/of andere sectoren, zoals het buitenland. Deze financiële leningen worden in grote mate verstrekt door de Belgische coördinatiecentra. Zij financieren op die manier andere ondernemingen binnen de multinationale groep waartoe ze behoren.

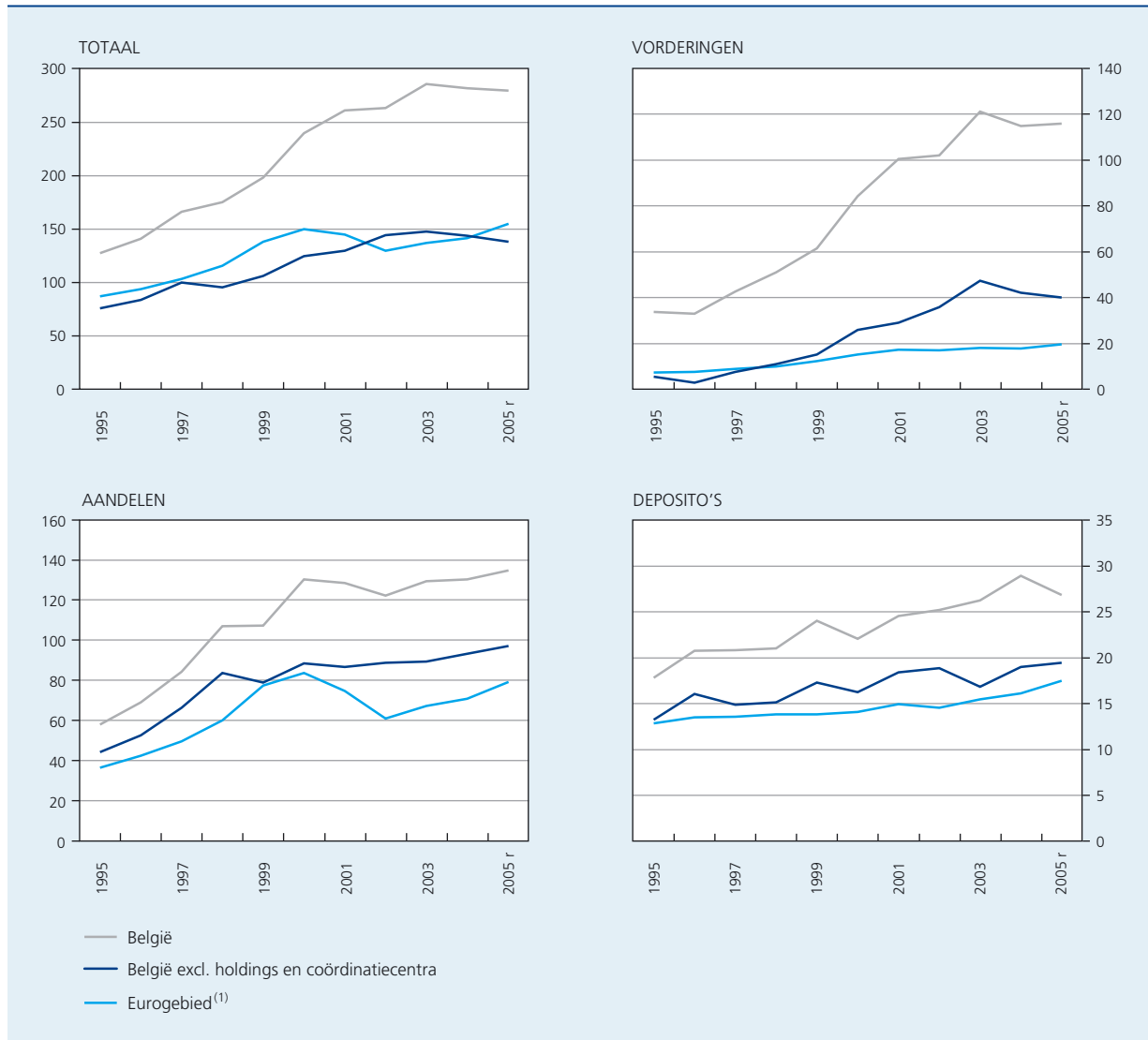
Ook de deposito's, gevormd bij de financiële instellingen, nemen toe, zij het iets geringer. De andere financiële instrumenten, zoals vastrentende effecten en transitrische posten, zijn minder belangrijk en worden verder buiten beschouwing gelaten.

Deze stijgingen van de uitstaande bedragen worden enerzijds veroorzaakt doordat er, in procenten bbp, meer nieuwe financiële activa worden opgebouwd; anderzijds kan de hogere waardering van de verschillende instrumenten hiervan een oorzaak zijn. Dit prijseffect heeft voornamelijk een invloed op de aandelen, meer in het bijzonder op de beursgenoteerde.

In de uitstaande bedragen van de aandelen die worden aangehouden door de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied, komt de ontwikkeling van de beurskoersen (een stijging van 1995 tot 2000, een daling tot 2002 gevolgd door een geleidelijk herstel) beter tot uiting dan voor België. Hier zijn twee redenen voor. Ten eerste is de verhouding van genoteerde tegenover niet-genoteerde aandelen in de meeste andere Europese landen groter dan in België. Bovendien worden in enkele eurolanden de niet-genoteerde aandelen gewaardeerd tegen marktwaarde. Deze marktwaarde, die wordt geraamd aan de hand van de ratio's van aandelen die wel op de beurs genoteerd zijn, volgt in zekere mate de beurschommelingen en is bovendien veelal hoger dan de boekwaarde. Ondanks deze methodologische verschillen bezitten de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied, in procenten bbp, veel minder aandelen dan de Belgische niet-financiële vennootschappen (79 pct. tegen 135 pct. in 2005). De Belgische niet-financiële vennootschappen omvatten immers de niet-financiële holdings. Deze niet-financiële holdings zorgen ervoor dat de participaties in vennootschappen in België op een haast kunstmatige wijze worden verhoogd, door de aanwezigheid van vele holdings (en eventuele subholdings) tussen de uiteindelijke niet-financiële ondernemingen.

GRAFIEK 3 FINANCIËLE ACTIVA IN HET BEZIT VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, in procenten bbp)



Bronnen : Eurostat, NBB.

(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

Doordat ook de vorderingen op het actief van de niet-financiële vennootschappen in België door de aanwezigheid van de coördinatiecentra veel hoger liggen dan in het eurogebied (in 2005 116 pct. tegen 20 pct. in procenten bbp), bezitten de Belgische niet-financiële vennootschappen in 2005 uiteindelijk bijna dubbel zoveel financiële activa, in procenten bbp, als de niet-financiële vennootschappen in het eurogebied (namelijk 280 pct. versus 155 pct.).

Dit verschil wordt evenwel meer dan volledig weggewerkt als men de activa in het bezit van de Belgische coördinatiecentra en niet-financiële holdings buiten beschouwing laat. Hierdoor wordt het bezit aan activa van de Belgische

niet-financiële ondernemingen immers gehalveerd tot 138 pct. in 2005. De verschillen in niveau voor de afzonderlijke instrumenten verkleinen ook zeer significant.

Ook de ontwikkeling van de totale financiële activa van de Belgische niet-financiële vennootschappen exclusief de holdings en de coördinatiecentra met de niet-financiële vennootschappen uit het eurogebied wordt gelijklopend. In procenten bbp is er in België een toename van 76 pct. tot 138 pct., en in het eurogebied van 87 pct. tot 155 pct. Enkel in de jaren 1998 tot 2002 is de invloed van de beurs hausse en de daaropvolgende correctie beter waar te nemen in het verloop van de gegevens van het

eurogebied. Dit wordt nog duidelijker aangetoond wanneer men de gegevens van de aandelen apart beschouwt.

De ontwikkeling van de aandelen in het bezit van de Belgische vennootschappen exclusief de niet-financiële holdings en de coördinatiecentra⁽¹⁾ verloopt parallel met de gegevens van het eurogebied van 1995 tot 1998; daarna is het verloop verschillend. De aandelen aangehouden door de Belgische niet-financiële vennootschappen exclusief de niet-financiële holdings nemen gestaag toe, terwijl de aandelen op het actief van de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied veeleer de beursontwikkeling volgen. Dit komt omdat de aandelen in het bezit van de Belgische niet-financiële vennootschappen grotendeels niet-genoteerde aandelen zijn, met een minder volatiele prijsontwikkeling.

Voor de vorderingen van de Belgische niet-financiële vennootschappen ongerekend de coördinatiecentra liggen ruim onder de gegevens inclusief de coördinatiecentra, met 40 pct. versus 116 pct. in 2005. In vergelijking met de gegevens uit het eurogebied is er een grotere stijging vanaf het jaar 2000. Dit betekent dat een aantal Belgische niet-financiële vennootschappen die geen coördinatiecentrum zijn, financiële leningen ter beschikking stellen van andere vennootschappen.

De deposito's (inclusief chartaal geld) van de Belgische niet-financiële vennootschappen ongerekend de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings waren tijdens de beschouwde periode, in procenten bbp, steeds hoger dan de deposito's van de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied. Zowel in België als in het eurogebied is er een lichte stijging in procenten bbp tussen de jaren 1995 en 2005. Er is evenwel geen significant grotere stijging na het jaar 2000, zoals in sommige studies werd vastgesteld voor een aantal geïndustrialiseerde landen.

Toch verdient het feit dat de niet-financiële bedrijven in 2005 voor nagenoeg 20 pct. bbp aan liquide middelen in handen hadden, verdere aandacht.

In de financiële rekeningen hebben deposito's en chartaal geld per definitie steeds kredietinstellingen of de centrale bank als tegenpartij. Deze stijging kan daarom niet rechtstreeks veroorzaakt zijn door intragroeptransacties. In de financiële theorie zijn er twee alternatieve verklaringen waarom ondernemingen hun liquide middelen aanpassen. Er is de opvatting van de passieve aanpassing van de liquide middelen, waarbij de hoeveelheid liquide middelen

het resultaat is van de bewegingen in het inkomen en de investeringen en waarbij de onderneming slechts op langere termijn wijzigingen aanbrengt. Een stijging van de deposito's zou dan kunnen worden verklaard door toeneemende winsten en/of afnemende investeringen.

De actieve opvatting (Opler et al., 1999) daarentegen, gaat ervan uit dat de bedrijven de opportuniteitskosten van het aanhouden van liquide middelen trachten te minimaliseren. Naast het feit dat een onderneming steeds een zekere hoeveelheid aan liquiditeiten moet aanhouden om transacties uit te voeren, tracht de onderneming in deze hypothese het risico dat er een tekort aan liquiditeiten ontstaat door tegenvallende resultaten, te beperken. Zodoende wordt vermeden dat investeringsmogelijkheden worden gemist of moeten worden gefinancierd door een duurere externe financiering. Bijgevolg kan een toenemende volatiliteit (onzekerheid) in de verwachte resultaten van een onderneming een oorzaak zijn voor het aanhouden van meer liquiditeiten.

Ook wordt soms gesteld dat het groter aandeel van immateriële activa op de balans van de ondernemingen hen ertoe noopt meer liquiditeiten aan te houden. In tegenstelling tot materiële activa (zoals gebouwen) kunnen immateriële activa (merken, octrooien, enz.) niet als onderpand van leningen fungeren, waardoor het nodig is meer liquiditeiten aan te houden om kastekorten op te vangen (Passov, 2003).

Het is evenwel niet ondenkbaar dat er een zeker substitutie-effect optreedt, waarbij vennootschappen in plaats van deposito's liever vorderingen op korte termijn (bijvoorbeeld op een coördinatiecentrum) als liquide middelen aanhouden. De liquiditeit van de activa in portefeuille van de onderneming heeft immers een negatieve invloed op het niveau van de aangehouden liquide middelen (Ferreira en Vilela, 2004).

De financiële rekeningen kunnen ook informatie geven over de tegenpartijen van de financiële activa van de niet-financiële vennootschappen. De gegevens van coördinatiecentra en niet-financiële holdings kunnen hier echter niet worden afgezonderd (de jaarrekeningen op zich geven nauwelijks informatie over tegenpartijsectoren). Ook voor de andere landen van het eurogebied is er onvoldoende informatie beschikbaar. Voor de Belgische niet-financiële vennootschappen als geheel is er een proportioneel grotere stijging van de buitenlandse financiële activa dan van de activa aangehouden ten opzichte van de binnenlandse sectoren.

(1) De coördinatiecentra hebben hier nauwelijks invloed, omdat zij in principe geen participaties mogen bezitten.

De vorderingen (die voor een groot stuk de transacties van coördinatiecentra weerspiegelen) werden in 1995 voor 28 pct. in het buitenland aangehouden. In 2005 bedroeg dit percentage 37 pct. Ook voor de aandelen zijn zowel de binnenlandse als de buitenlandse participaties sterk gestegen. De stijging is echter meer uitgesproken ten opzichte van het buitenland. Terwijl in 1995 nog 22 pct. van alle aandelen op het actief van de niet-financiële vennootschappen werd aangehouden tegenover het buitenland, is dit percentage gestegen naar 38 pct. in 2005. Vooral sinds 2002 is de stijging hier aanzienlijk. Zoals reeds vermeld belichamen zulke aandelentransacties dikwijls controleparticipaties. De niet-financiële vennootschappen verrichten dus verhoudingsgewijs meer directe investeringen in het buitenland. Dit toont aan dat zich een duidelijke internationalisering voordoet van de financiële transacties van de niet-financiële vennootschappen, die zich meer en meer integreren in een geglobaliseerde economie. Men moet hierbij tevens voor ogen houden dat materiële investeringen (in gronden en gebouwen) van Belgische vennootschappen in het buitenland volgens de methodologie van de nationale rekeningen als louter financieel worden beschouwd.

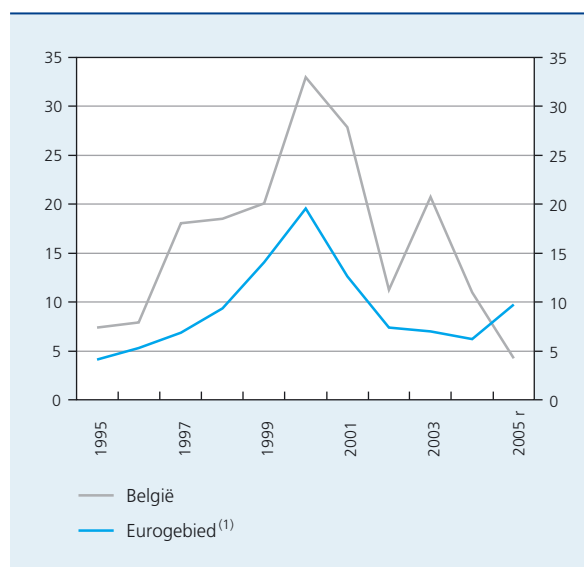
3. Het verloop van de financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen

3.1 De nieuwe financiële verplichtingen

In de afgelopen tien jaar vertoonden de nieuwe financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen, uitgedrukt in procenten bbp, een vergelijkbare ontwikkeling in België en in het eurogebied. Tussen 1995 en 2000 werd een steeds grotere toename van de stromen opgetekend, gevolgd door een scherpe daling tussen 2000 en 2002. Vervolgens is het niveau van de nieuwe verplichtingen in het eurogebied tussen 2002 en 2005 gestabiliseerd en tegen het einde van de periode nam het opnieuw toe, terwijl het in België verder terugliep tussen 2003 en 2005. De ontwikkeling van de nieuwe financiële verplichtingen is zowel in het eurogebied als in België voornamelijk toe te schrijven aan die van de kredieten en de aandelen (ECB, mei 2006). Het verloop van de aandelenemissies kan in verband worden gebracht met de beursschommelingen van het afgelopen decennium en met de gevolgen ervan voor de kapitaalkosten.

De omvang van de nieuwe financiële verplichtingen, uitgedrukt in procenten bbp, was over de gehele referentieperiode ongerekend het jaar 2005 hoger in België dan in het eurogebied. Net als voor de activa weerspiegelt deze

GRAFIEK 4 NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN (stromen, procenten bbp)



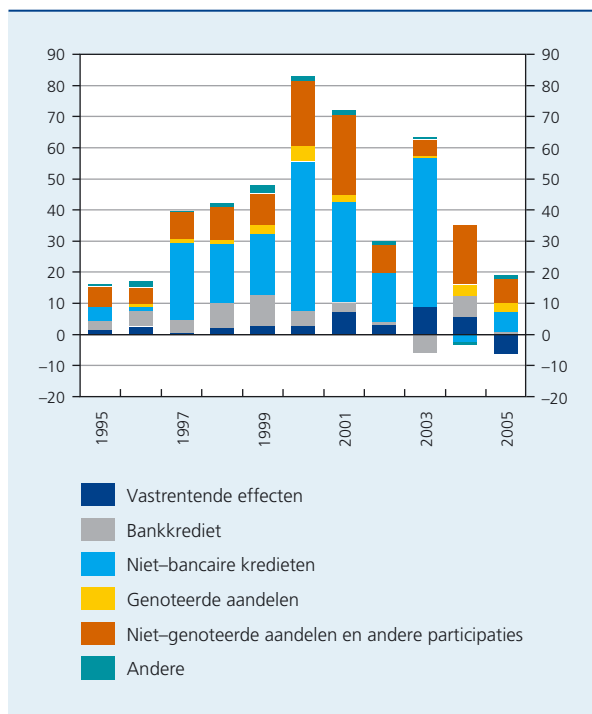
Bronnen : Eurostat, NBB.
(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

situatie de aanwezigheid van de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings op het Belgische grondgebied.

In verband met het volume van de nieuwe financiële verplichtingen van de Belgische vennootschappen kan worden vastgesteld dat de stromen aan het begin van de periode (1995-1996) relatief bescheiden waren, met bedragen van ongeveer 17 miljard euro. In de daaropvolgende drie jaar (1997-1999) zijn ze snel toegenomen, voornamelijk als gevolg van het versnelde expansietempo van zowel de bancaire als de niet-bancaire kredieten. Tijdens deze periode gingen de niet-financiële vennootschappen nieuwe verplichtingen aan ten belope van gemiddeld 43 miljard euro. Tijdens de jaren 2000 en 2001 is het volume van de emissies van niet-genoteerde aandelen en andere participaties gestegen, terwijl het beroep op kredieten krachtig bleef. Deze ontwikkelingen hebben bijgedragen tot de verhoging van de nieuwe financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen tot gemiddeld 77 miljard euro gedurende die twee jaren. Vanaf 2002 werd een daling van de nieuwe nettoverplichtingen genoteerd.

Kredieten waren het voornaamste financieringsinstrument van de niet-financiële vennootschappen in de afgelopen tien jaar, met uitzondering van de jaren 2004 en 2005. De ondernemingen doen voornamelijk een beroep op niet-bancaire kredieten. Het betreft grotendeels leningen tussen ondernemingen, al dan niet behorend tot dezelfde

GRAFIEK 5 NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN: OPSPLITSING NAAR INSTRUMENT (stromen, miljarden euro's)



Bron: NBB.

groep. De omvang van deze intrasectorale leningen is indrukwekkend. Van 1995 tot 2005 vertegenwoordigden ze circa 20 miljard euro gemiddeld per jaar, dat is bijna de helft van de gemiddelde nieuwe verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen. Deze situatie is voor een groot deel te verklaren door de aanwezigheid van de coördinatiecentra in België, alsook door die van de niet-financiële holdings, zij het in mindere mate.

Een analyse van het bancaire krediet brengt dan weer de volgende punten aan het licht: na een periode van groei van 1995 tot 1999 zijn de kredietstromen naar de niet-financiële vennootschappen, afkomstig van de Belgische en buitenlandse kredietinstellingen, zodanig vertraagd dat ze in 2003 negatief zijn geworden. Daarna hebben ze zich hersteld. In de recente periode stond de achteruitgang van de bancaire kredieten aan niet-financiële vennootschappen die in 2005 ten opzichte van 2004 werd opgetekend, in contrast met de situatie in het eurogebied, waar een geleidelijke versnelling van die leningen kon worden vastgesteld (NBB, 2006). Volgens de beschikbare indicatoren (voortdurende daling van de aanwendingsgraad

van de kredieten sinds medio 2004, afname van de kredietaanvragen afkomstig van de niet-financiële vennootschappen) zou die situatie in België verband houden met vraagfactoren.

Tot slot werd met betrekking tot de aandelen aangetoond dat hun emissies gedurende de periode gaande van 1995 tot 2005 sterk schommelden in de loop van de tijd, ongeacht of het genoteerde dan wel niet-genoteerde aandelen betrof⁽¹⁾. De ondernemingen schenken immers veel aandacht aan de relatieve kosten van de verschillende financieringsvormen waarop ze kunnen terugvallen. De rol van de aandelen in de financiering van de vennootschappen in België werd uitvoerig onderzocht in een vorig nummer van het Economisch Tijdschrift (september 2006). Voor nadere informatie wordt de geïnteresseerde lezer naar die analyse verwezen.

3.2 De uitstaande financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen

Tussen 1995 en 2005 zijn de uitstaande financiële verplichtingen van de in België gevestigde niet-financiële vennootschappen snel gestegen, van 197 pct. bbp aan het einde van 1995 tot 381 pct. bbp eind 2005. In diezelfde periode namen de financiële verplichtingen van de ondernemingen van het eurogebied toe van 149 tot 244 pct. bbp.

In België wordt de groei van de financiële verplichtingen vooral bepaald door de omvang van de aandelenemissies en van de kredieten die voorkomen op de passiefzijde van de ondernemingen. Binnen het eurogebied wordt de ontwikkeling van de totale financiële verplichtingen van de ondernemingen grotendeels verklaard door het verloop van de uitstaande aandelenemissies.

Net als voor de activa wordt de groei van de financiële verplichtingen van de Belgische niet-financiële vennootschappen vertekend door de aanwezigheid van talrijke coördinatiecentra, die zich onder meer toespitsen op de financiering en het thesauriebeheer van multinationale groepen, en van niet-financiële holdings die eveneens fungeren als tussenschakel voor de financiering van de Belgische vennootschappen.

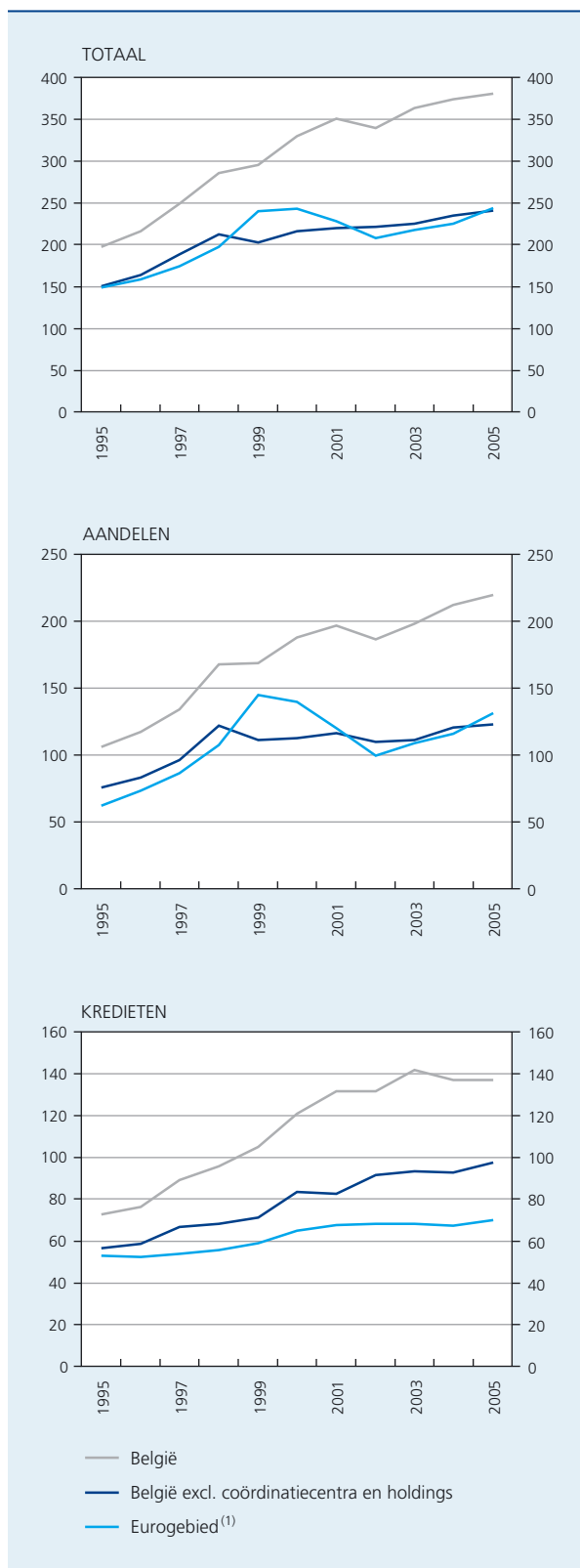
Het passief van die beide soorten vennootschappen die ten grondslag liggen aan tal van financieringstransacties, is over de laatste tien jaar immers krachtig gegroeid, namelijk van 101 miljard euro eind 1995 tot 417 miljard euro eind 2005. Die passiva bestaan voornamelijk uit aandelen voor de niet-financiële holdings, en uit aandelen en kredieten voor de coördinatiecentra. Wanneer in de totale

(1) De emissiestromen van niet-genoteerde aandelen sluiten zeer nauw aan bij het verloop van de emissies van genoteerde aandelen, wat doet vermoeden dat ze worden bepaald door dezelfde factoren.

GRAFIEK 6

FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, procenten bbp)



Bronnen: Eurostat, NBB.
(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

uitstaande passiva van de Belgische niet-financiële vennootschappen de gegevens betreffende de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings buiten beschouwing worden gelaten, dan liggen de ontwikkeling en het peil dicht in de buurt van die in het eurogebied. De snellere groei van de financiële verplichtingen in het eurogebied tijdens de jaren 1999 en 2000 is toe te schrijven aan de intensieve beursactiviteit gedurende die periode. In België, waar niet-genoteerde aandelen een overwicht hebben, doet datzelfde verschijnsel zich niet voor.

Dezelfde bevindingen zijn, in grote trekken, van toepassing bij beschouwing van de twee voornaamste financieringsinstrumenten van de niet-financiële vennootschappen, namelijk aandelen en kredieten. Uitgedrukt in procenten bbp vertoont het belang van aandelen immers een niveau en een verloop die vergelijkbaar zijn met die in de ondernemingen van het eurogebied, indien de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings buiten beschouwing worden gelaten. Ook op het vlak van de kredieten vertekent de aanwezigheid van die twee soorten vennootschappen enigszins de ontwikkelingen van de laatste tien jaar. Als hun gegevens worden geweerd uit die van de andere niet-financiële vennootschappen, lijkt het profiel van de uitstaande kredieten op de passiefzijde van de Belgische ondernemingen meer op dat van de ondernemingen in het eurogebied.

Van de verschillende financieringskanalen van de Belgische ondernemingen neemt de financiering via aandelen de belangrijkste plaats in. Terwijl het aandeel van de genoteerde aandelen in de passiva van de ondernemingen tijdens het afgelopen decennium schommelde naargelang van de beursactiviteit, is het belang van de niet-genoteerde aandelen en andere participaties aanhoudend gestegen ten opzichte van het bbp. Zoals reeds werd uiteengezet, zijn de coördinatiecentra, die zich hoofdzakelijk financieren met aandelen, deels verantwoordelijk voor de sterke groei van de aandelen in de balans van de ondernemingen.

Op de passiefzijde van de ondernemingen werden de afgelopen tien jaar ook steeds meer kredieten geboekt. Het gaat voornamelijk om niet-bancaire kredieten, die in 1995 38 pct. bbp vertegenwoordigden, terwijl ze eind 2005 uitkwamen op 96 pct. bbp, of 287 miljard euro. Het aandeel van de bankkredieten was tijdens het voorbije decennium relatief stabiel en vertegenwoordigde ongeveer 40 pct. bbp.

De structuur van de financiële verplichtingen van de Belgische niet-financiële vennootschappen is derhalve tussen 1995 en 2005 enigszins veranderd. Het blijkt immers dat aandelen aan betekenis hebben gewonnen:

terwijl ze in 1995 54 pct. van de totale financiële verplichtingen uitmaakten, bereikten ze in 2005 een totaal aandeel van 58 pct. Niettemin is het belang van de genoteerde aandelen afgenomen (ze vertegenwoordigden in 2005 nog slechts 10 pct. van de passiva van de ondernemingen, tegen 13 pct. in 1995), terwijl dat van de niet-genoteerde aandelen en andere participaties toenam tot 47 pct. bpb in 2005 (tegen 41 pct. in 1995).

Het aandeel van de kredieten bleef min of meer vergelijkbaar in 1995 (37 pct. van de totale financiële verplichtingen) en in 2005 (36 pct.). Maar ook hier moet een onderscheid worden gemaakt tussen bancaire en niet-bancaire kredieten. Terwijl die twee kredietsoorten in 1995 een vrijwel gelijk aandeel hadden (18 en 19 pct. van het totaal), bedroeg in 2005 het aandeel van de niet-bancaire kredieten 25 pct. van de financiële passiva, tegen 11 pct. voor de bankkredieten.

Het aandeel van de tegenpartijen in de financiering van de Belgische ondernemingen is eveneens geëvolueerd. In 2005 financierden deze laatste zich hoofdzakelijk bij andere niet-financiële vennootschappen en in het buitenland, ten belope van respectievelijk 442 en 445 miljard euro. Het is tevens bij die twee sectoren dat de financiële verplichtingen van de ondernemingen de afgelopen tien jaar het sterkst zijn toegenomen. Het aandeel van de andere niet-financiële vennootschappen en van het buitenland in de financiering van de ondernemingen lag verhoudingsgewijs immers hoger in 2005 dan in 1995. Terwijl de ondernemingen zich in 1995 voor 31 pct. financierden bij andere niet-financiële vennootschappen en voor 23 pct. in het buitenland, was in 2005 het aandeel van die twee sectoren toegenomen, zodat ze bijna 80 pct. van de financieringsbehoeften van de niet-financiële vennootschappen dekten (namelijk 39 pct. elk). Het aandeel van de andere actoren in de economie is dus relatief gedaald. Eind 2005 bedroegen de tegoeden van de particulieren bij de niet-financiële vennootschappen nog slechts 8,1 pct. van de totale verplichtingen van de ondernemingen (tegen 17,4 pct. aan het einde van 1995), de tegoeden van de financiële instellingen 12,4 pct. (tegen 26,3 pct.) en die van de overheid 1,5 pct. (tegen 2,4 pct.).

Conclusie

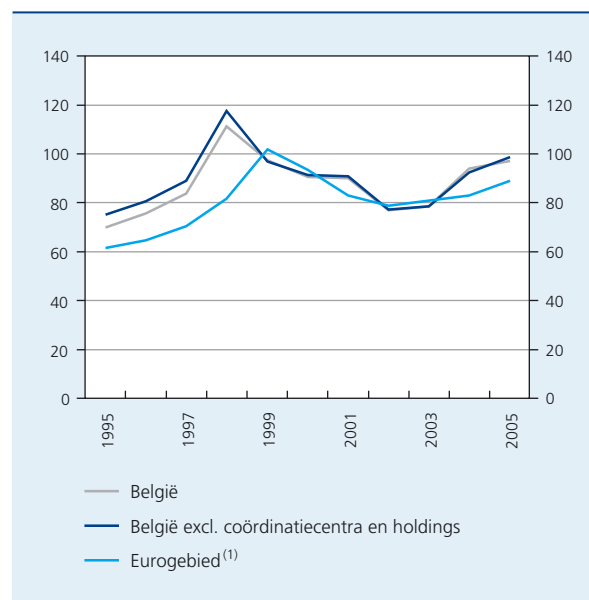
De voorbije jaren hebben de Belgische niet-financiële vennootschappen aanzienlijk meer financiële activa gevormd dan hun tegenhangers in het eurogebied. Mede hierdoor hadden de Belgische vennootschappen in 2005 bijna dubbel zoveel financiële activa, uitgedrukt in procenten bpb, in hun bezit als de niet-financiële vennootschappen in het eurogebied.

Deze situatie wijst evenwel geenszins op een risicomijdend gedrag van de Belgische niet-financiële vennootschappen. Ook aan de passiefzijde van hun balansen ziet men immers een forsere groei van de nieuwe financiële verplichtingen dan bij de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied, zodat ook hier het uitstaande bedrag in België, relatief gezien, ruimschoots hoger uitvalt dan in het eurogebied.

Deze paradoxale situatie van de Belgische niet-financiële vennootschappen – dat ze tegelijkertijd veel grotere tegoeden aanhouden en aanzienlijk hogere verplichtingen aangaan – vloeit voort uit het feit dat de Belgische niet-financiële vennootschappen coördinatiecentra en niet-financiële holdings omvatten, ondernemingen met nagenoeg een functie van financiële tussenpersoon. Wanneer de uitstaande totale bruto-activa en -verplichtingen van de Belgische niet-financiële ondernemingen worden gezuiverd voor de aanwezigheid van die coördinatiecentra en niet-financiële holdings, dan lopen die uitstaande bedragen terug tot een peil dat zeer dicht bij dat voor het eurogebied aansluit.

Uiteindelijk bedroegen de uitstaande nettoverplichtingen van de Belgische niet-financiële instellingen in 2005 ongeveer 100 pct. bpb, een niveau dat zelfs iets hoger ligt dan dat voor de niet-financiële vennootschappen in het eurogebied. Bovendien valt op dat het afzonderen van

GRAFIEK 7 NETTO FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, procenten bpb)



Bronnen : Eurostat, NBB.
(1) Ongerekend Ierland en Luxemburg.

de coördinatiecentra en de niet-financiële holdings uit de niet-financiële vennootschappen nagenoeg geen effect heeft op de Belgische netto debetpositie, wat nogmaals het «intermediaire» karakter van beide categorieën van instellingen bevestigt.

Het is evenwel niet mogelijk de coördinatiecentra en niet-financiële holdings af te zonderen voor de nieuwe transacties, op het vlak van de «stromen» dus. Er is echter geen reden om aan te nemen dat het effect hier verschillend zal zijn: een forse vermindering van de brutostromen van nieuwe activa en verplichtingen met uiteindelijk een verwaarloosbaar effect op het financieel saldo. Dit laatste komt zeer dicht in de buurt van het saldo voor het eurogebied als geheel.

Bibliografie

Baugnet V. en G. Wuyts (2006), « De rol van de aandelen in de financiering van de Belgische vennootschappen », *Economisch Tijdschrift Nationale Bank van België*, september, 37-50.

ECB (2006), « Why have listed non-financial corporations in the euro area increased their cash holdings over the last three years? », *ECB Monthly Bulletin*, September, 41-43.

ECB (2006), « Equity issuance in the Euro Area », *ECB Monthly Bulletin*, May, 89-99 (en meer bepaald het kader op de pp. 93-96).

Ferreira M.A. en A.S. Vilela (2004), « Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU-countries », *European Financial Management*, 295-319.

International Monetary Fund (2006), *World Economic Outlook*, April, 135-159.

Minne P. en S. Douénias (2004), *Planification fiscale internationale des sociétés belges*, Larcier, Bruxelles.

National Bank of Belgium (2006), *Financial Stability Review*.

Opler T., L. Pinkowitz, R. Stulz en R. Williamson (1999), « The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial Economics*, April, 3-46.

Passov R. (2003), « How Much Cash Does Your Company need? », *Harvard Business Review*, November, 119-128.