

# De financiering van de Belgische ondernemingen in Europees perspectief

V. Baugnet  
M.-D. Zachary

## Inleiding

Een analyse van de financiering van de niet-financiële ondernemingen aan de hand van geaggregeerde gegevens kan aanzienlijke dispariteiten verhullen, onder meer volgens de omvang van de onderneming of de bedrijfstak waarin ze werkzaam is. Zo wordt van kleine ondernemingen aangenomen dat ze sterk afhankelijk zijn van bankkrediet en meer financieringsproblemen ondervinden dan de grotere. Daarnaast kan de bedrijfstak waarin de onderneming actief is, een bijzonder financieringstype vergen (bijvoorbeeld een financiering op zeer lange termijn in sectoren die grote infrastructuurwerken vereisen; een «risicodragende» financiering in de zogenaamde innoverende bedrijfstakken). Dit artikel beoogt de invloed te verduidelijken van de omvang en de bedrijfstak op de financieringswijze van de ondernemingen in België. Rekening houdend met de impact van die factoren wordt de financiële situatie van de Belgische ondernemingen daarna vergeleken met die van de ondernemingen in het eurogebied, waarbij de bestaande verschillen worden getoetst aan de respectieve institutionele patronen. Het is immers waarschijnlijk dat bepaalde institutionele kenmerken zoals de beschermingsgraad voor beleggers, de transparantie en de via de markten beschikbare informatie, het concurrentiepeil of het belastingstelsel de financieringskeuzes van de ondernemingen beïnvloeden.

Die gehele analyse berust hoofdzakelijk op naar omvang en naar bedrijfstak geaggregeerde statistieken die worden opgemaakt aan de hand van de balansen en de resultatenrekeningen van de Belgische ondernemingen. De gegevensbank BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), die wordt beheerd door de

Europese Commissie, maakt een deugdelijke vergelijking mogelijk tussen de Belgische ondernemingen en die van het eurogebied. De resultaten van recente enquêtes bij sommige ondernemingscategorieën, in België en in de Europese Unie, verschaffen bovendien een meer kwalitatief beeld van de financieringsvoorwaarden van de ondernemingen.

## 1. Beschrijving van de gegevens en methodologische verduidelijkingen

### 1.1 Opsplitsing naar omvang en naar bedrijfstak

Alvorens de indicatoren van de financiële structuur samen te stellen en te analyseren, is het nuttig zich een voorstelling te maken van de opsplitsing van de Belgische ondernemingen over de verschillende bedrijfstakken, samen met hun indeling naar grootteklasse. Wellicht is die verdeling immers niet homogeen, aangezien sommige bedrijfstakken worden gedomineerd door een massa bedrijven met een welbepaalde omvang. De indicatoren van de financiële structuur ondergaan dan de gezamenlijke invloed van twee factoren, de omvang en de bedrijfstak, die heel dit artikel apart zal trachten te analyseren.

De statistieken zijn ontleend aan de Balanscentrale en bestrijken de periode 1995-2005. Ze hebben betrekking op de ondernemingen uit de marktsectoren – ongerekend landbouw, jacht, visserij en winning van delfstoffen alsook de financiële instellingen – of, uitgedrukt in NACE-codes, uit de sectoren D, E, F, G, H, I en K (zie tabel 1). In de kwantitatieve analyse wordt

de omvang van een onderneming bepaald op basis van de omzet: ondernemingen met een omzet van minder dan 10 miljoen euro worden als klein beschouwd; middelgrote ondernemingen boeken een omzet tussen 10 en 50 miljoen euro (niet inbegrepen); de grote ondernemingen beschikken over een omzet van 50 miljoen euro of meer.

De kleine ondernemingen zijn veruit het talrijkst (97 pct. van het totale aantal ondernemingen) en zorgen voor 39 pct. van de totale werkgelegenheid, terwijl ze 32 pct. van de toegevoegde waarde produceren. Ondanks hun beperkte aantal (minder dan 1 pct. van het totale aantal ondernemingen) wegen de grote ondernemingen het zwaarst door in de werkgelegenheid en de toegevoegde waarde, met respectievelijk 42 pct. en 51 pct. De middelgrote ondernemingen, van hun kant, hebben 19 pct. van het totale aantal werknemers in dienst en realiseren 18 pct. van de toegevoegde waarde.

Vanuit sectoraal oogpunt bezien en ongeacht de omvang, geven drie bedrijfstakken in het Belgische economische landschap de toon aan inzake werkgelegenheid en toegevoegde waarde. De eerste plaats wordt ingenomen door de industrie (34 pct. van de toegevoegde waarde en 31 pct. van de werkgelegenheid), gevolgd door de groot- en kleinhandel (21 pct. van de toegevoegde waarde en 22 pct. van de werkgelegenheid) en de bedrijfstak onroerende goederen, verhuur en zakelijke dienstverlening (19 pct.

van de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid). De tak vervoer en communicatie vertegenwoordigt een niet te verwaarlozen deel (14 pct.) van de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid. De bouwnijverheid, ten slotte, heeft 10 pct. van de arbeidskrachten in dienst en produceert 7 pct. van de toegevoegde waarde. De twee resterende bedrijfstakken, namelijk de energiesector en de horeca, zijn van beperkt belang, althans in geaggregeerde cijfers.

Kleine ondernemingen komen meer voor in arbeidsintensieve dienstensectoren, zoals de horeca, de bouwnijverheid en de bedrijfstak onroerende goederen, verhuur en zakelijke dienstverlening alsook – in mindere mate – de handel. Dit wordt gecompenseerd door een veel geringere aanwezigheid in sterk gekapitaliseerde sectoren, zoals de energiesector, vervoer en communicatie en de industriector. De grote ondernemingen vertonen een tegengestelde sectorale specialisatie, aangezien ze ten grondslag liggen aan ongeveer 70 pct. van de geproduceerde toegevoegde waarde in de voornoemde sterk gekapitaliseerde sectoren, terwijl ze veel minder vertegenwoordigd zijn in sectoren als de bouwnijverheid en de horeca. Daarentegen realiseren de grote bedrijven het leeuwendeel van de toegevoegde waarde in de handel, wat wijst op het belang van de grote distributieondernemingen in ons land. De sectorale uitsplitsing van de middelgrote ondernemingen, ten slotte, ligt tussen die van beide andere ondernemingscategorieën in.

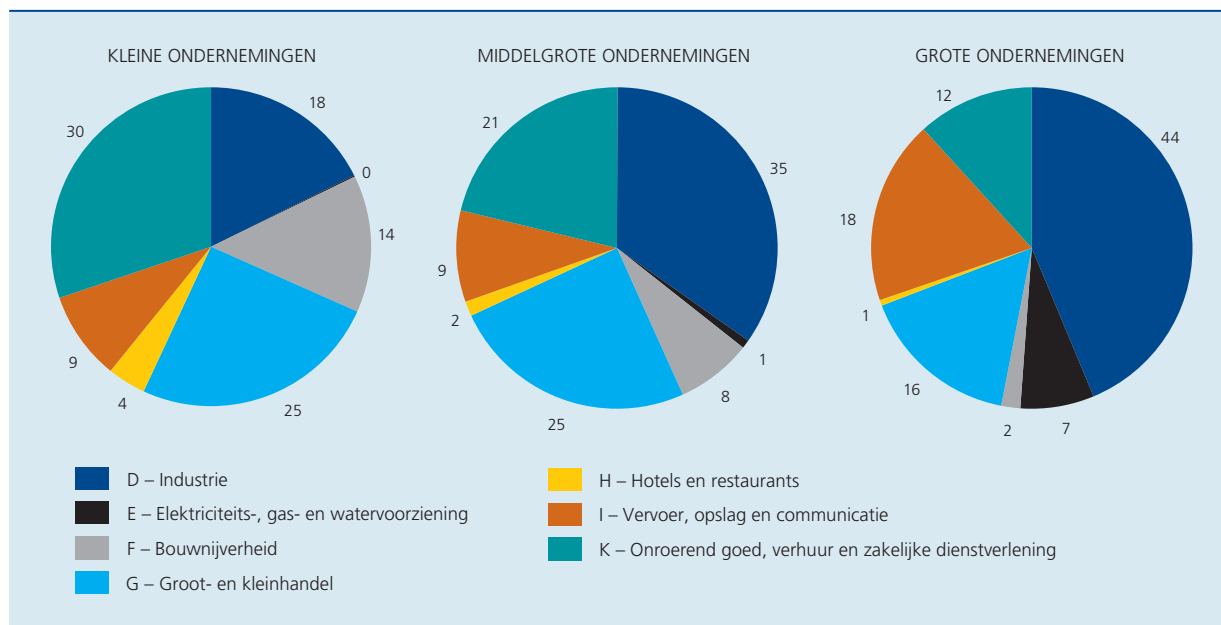
**TABEL 1** INDELING VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN <sup>(1)</sup> NAAR GROOTTE EN BEDRIJFSTAK  
(procenten van het totaal)

	Aantal ondernemingen	Werkgelegenheid	Toegevoegde waarde
Naar grootte (gemiddelde 1995-2005)			
Kleine .....	97,4	39,3	31,6
Middelgrote .....	2,0	19,2	17,9
Grote .....	0,6	41,5	50,5
Naar bedrijfstak (2005)			
D. Industrie .....	9,0	31,0	34,0
E. Elektriciteits-, gas- en watervoorziening .....	0,1	1,5	4,0
F. Bouwnijverheid .....	11,7	9,9	6,7
G. Groot- en kleinhandel .....	30,2	22,0	20,5
H. Hotels en restaurants .....	6,8	3,4	1,8
I. Vervoer, opslag en communicatie .....	4,7	13,8	13,9
K. Onroerende goederen, verhuur en zakelijke dienstverlening	37,6	18,5	19,1

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Enkel de marktsectoren ongerekend de landbouw, jacht, visserij en winning van delfstoffen alsook de financiële instellingen.

**GRAFIEK 1** SECTORALE INDELING VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE NAAR ONDERNEMINGSGROOTTE IN BELGIË<sup>(1)</sup>  
(2005)



Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Enkel de marktsectoren, ongerekend de landbouw, jacht, visserij en winning van delfstoffen alsook de financiële instellingen.

## 1.2 Methode om de financiële indicatoren te corrigeren

Teneinde de respectieve invloed van de omvang en de bedrijfstak van de onderneming op haar financiële structuur te kunnen weergeven, werden de « brutogegevens » van de Balanscentrale gecorrigeerd. Om het « omvangseffect » duidelijk te maken, werd elke grootteklasse een identieke sectorale structuur opgelegd, namelijk de op geaggregeerd niveau opgetekende structuur (voor alle omvangsklassen samen). Dit komt analytisch tot uiting in de formule:

$$Y(d)_t = \sum_s y(d)_{s,t} \cdot w_{s,t}$$

- waarbij
- $Y(d)$  = de waarde van de geaggregeerde variabele voor de grootteklasse  $d$
  - $y(d)_s$  = de individuele waarde van de variabele voor de combinatie grootteklasse  $d$ , sector  $s$
  - $w_s$  = aandeel van elke sector in de totale toegevoegde waarde (voor alle grootteklassen samen)
  - $s$  = 1, ...,  $S$  sectoren
  - $d$  = 1, ...,  $D$  grootteklassen
  - $t$  = 1, ...,  $T$  jaar

Teneinde evenzo het « sectoreffect » te verduidelijken, wordt ervan uitgegaan dat de structuur naar klasse in elke sector gelijk is aan die op geaggregeerd niveau (voor alle sectoren samen), wat als volgt wordt geformuleerd:

$$Y(s)_t = \sum_d y(s)_{d,t} \cdot w_{d,t}$$

Alle indicatoren werden afzonderlijk berekend voor de periode van 1995 tot 2005, maar enkel de gemiddelden van de periode worden toegelicht in dit artikel, dat het niet heeft over de conjuncturele aspecten van de financiering van ondernemingen.

Tal van indicatoren worden gehanteerd om de financiële structuur te kenschetsen. In de eerste plaats wordt de omvang van de schuldenlast bestudeerd ten opzichte van de waarde van het eigen vermogen (*debt-to-equity*) of van die van de totale activa (*debt-to-assets*). Terwijl de eerste maatstaf de klassieke arbitrage tussen schuld en eigen vermogen illustreert, houdt de tweede rekening met de – al dan niet kapitaalintensieve – aard van de bedrijfsactiviteit en met daarmee samenhangende vereisten inzake investeringen en financiering. Aan de hand van die twee indicatoren kan bovendien worden beoordeeld of de algehele financiële structuur van de onderneming evenwichtig en gezond is.

Vervolgens wordt de aard van de schuldenlast geanalyseerd, meer bepaald het respectieve aandeel van bankkrediet, handelskrediet en andere kredietvormen in de totale schuldenlast<sup>(1)</sup>, alsook de looptijd van de schuld (kortetermijnschuld tegenover langetermijnschuld). De financiële kosten van de schuld, dat zijn de rentelasten, worden onderzocht in verhouding tot de financiële schulden maar ook ten opzichte van de *cash-flow*. Terwijl de eerste maatstaf de gemiddelde kosten van de schulden raamt, geeft de tweede een beeld van de financiële afbetalingslasten voor de schuld die de onderneming moet dragen, dit in vergelijking met de beschikbare kasgeldstromen. Hierbij kan reeds worden opgemerkt dat het begrip rentelasten niet alleen de rente omvat die wordt betaald op alle vormen van door kredietinstellingen en andere niet-financiële vennootschappen (zoals intragroepsfinanciering) verstrekte leningen, maar ook de op obligatieleningen betaalde rente.

Ten slotte wordt de structuur van de passiva van de ondernemingen vergeleken met de structuur van hun activa, waarbij ook hun investeringsbeleid vluchtig onder de loep wordt genomen, wat een beter inzicht verschaft in het verband tussen de financiële positie van de ondernemingen en de aard van hun activiteit. Op grond van een gelijktijdig onderzoek van beide zijden van hun balans kan bovendien de liquiditeits- en solvabiliteitsgraad van de ondernemingen worden geschat.

## 2. Omvang en financiële structuur

Er zijn verscheidene aanwijzingen dat de kleine ondernemingen zich op een andere manier financieren dan de grote bedrijven en zelfs te kampen hebben met financiële beperkingen.

Wellicht zijn de problemen in verband met asymmetrische informatie pregnanter voor de kleine ondernemingen, die vaak te lijden hebben onder een nogal ondoorzichtige informatieverstrekking (OESO, 2006). In tegenstelling tot de grote bedrijven geven ze geen effecten uit met een systematische notering op de financiële markten. Ze worden minder gevolgd door de financiële analisten. Aan hun activiteiten of de contracten die ze met hun cliënten of leveranciers afsluiten, wordt minder ruchtbaarheid gegeven. Bijgevolg is het voor kleine ondernemingen moeilijker hun kwaliteit onder de aandacht te brengen of naam te maken (Berger en Udell, 1998). Dat is des te meer het geval omdat de kleine onderneming ook een jong bedrijf kan zijn, en/of een bedrijf dat zijn geluk beproeft in een

riskantere sector of op een niet of minder ontwikkelde deelmarkt (innovatie). Aangezien asymmetrische informatie voor de kapitaalverstrekker kosten met zich brengt (*screening, contracting, monitoring costs, enz.*), kunnen deze de toegang van kleine bedrijven tot financiering belemmeren. Wanneer die kosten bovendien een vaste component omvatten, verminderen de gemiddelde kosten naarmate de omvang van de kredietnemer toeneemt, waardoor de banken bijvoorbeeld voorrang zullen geven aan grotere cliënten. Kleine ondernemingen beschikken doorgaans over minder in onderpand te geven activa (*collateral*) die de schuldeisers zouden kunnen beschermen tegen problemen in verband met *adverse selection* of *moral hazard*. Ten slotte hebben kleinere bedrijven een zwakkere onderhandelingspositie dan de grotere ondernemingen.

### 2.1 Kwantitatieve analyse

De onderstaande analyse vergelijkt de indicatoren van de financiële structuur in de drie grootteklassen van ondernemingen (kleine, middelgrote en grote). De bruto-indicatoren werden zodanig aangepast dat de sectorale opsplitsing gelijk is in elke grootteklasse en overeenstemt met de sectorale indeling van de economie als geheel (cfr. deel 1.2).

Er valt geen enkel lineair verband te onderscheiden tussen de omvang van de onderneming en haar schuldgraad, welke indicator ook wordt gehanteerd (*debt-to-equity, debt-to-assets* of *debt/cash-flow*). Op basis van die drie indicatoren vertonen de middelgrote ondernemingen de hoogste schuldgraad, zonder evenwel noemenswaardig af te wijken van beide andere klassen. Het is belangrijk te vermelden dat het begrip schuld zoals berekend op basis van de balans alle schuldtypes omvat, met inbegrip van handelsschulden, schulden met betrekking tot belastingen, lonen en sociale lasten, schulden jegens vennoten of verbonden ondernemingen, naast schulden bij kredietinstellingen.

Daarentegen lijkt de structuur van de schuldenlast, en in het bijzonder het aandeel van bancaire schulden in de totale schuld, samen te hangen met de omvang van de onderneming. Kleine ondernemingen zijn sterker afhankelijk van bankkrediet dan de middelgrote, die er van hun kant een ruimer beroep op doen dan de grote bedrijven. Middelgrote ondernemingen maken intensiever gebruik van handelsschulden dan hun collega's. Alhoewel relatief duur, kan deze financieringsvorm nuttig blijken voor het kasbeheer. In bepaalde gevallen hebben de leveranciers ten opzichte van de banken een informatievoordeel met betrekking tot de activiteit van hun klanten en/of kunnen

(1) In de hier gebruikte statistieken zijn de uitgaven van vastrentende effecten niet vervat.

**TABEL 2** INDICATOREN VAN DE FINANCIËLE STRUCTUUR: INVLOED VAN DE OMVANG<sup>(1)</sup>  
(gemiddelden 1995-2005, procenten)

	<i>Debt-to-equity</i> (schuld / eigen vermogen)	Aandeel van de bancaire schulden in de totale schuld	Aandeel van liquiditeiten in de totale activa	Aandeel van de rentelasten in de <i>cash-flow</i>
Kleine .....	165,0	29,2	6,0	32,7
Middelgrote .....	175,8	24,3	4,0	29,7
Grote .....	164,5	21,5	1,8	27,3

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Aangepaste indicatoren zodat de sectorale spreiding gelijk is in elke grootteklasse. Het geheel van de financiële indicatoren, ook de niet in de tekst toegelichte, wordt in tabel A als bijlage weergegeven.

ze via het handelskrediet het gedrag van hun klanten beïnvloeden. Ten slotte zijn de overige schulden, die onder meer de niet-handelsschulden jegens vennoten of verbonden ondernemingen omvatten, iets hoger bij de kleine en de grote bedrijven. Voor de grote bedrijven mag worden verondersteld dat het gaat om intragroepsleningen, die doorgaans fiscaal voordelig zijn en eventueel op een internationale basis worden gesloten. Voor kleine bedrijven zijn het wellicht veeleer leningen die worden toegestaan door vennoten of verwanten. De gemiddelde looptijd van de schuld varieert niet lineair volgens de omvang van de onderneming.

De rentelasten zijn, uitgedrukt in verhouding tot het totaalbedrag van de schulden, iets hoger bij de kleine ondernemingen dan bij de andere. In verhouding tot de *cash-flow* nemen deze lasten overigens af in functie van de grootte van de onderneming.

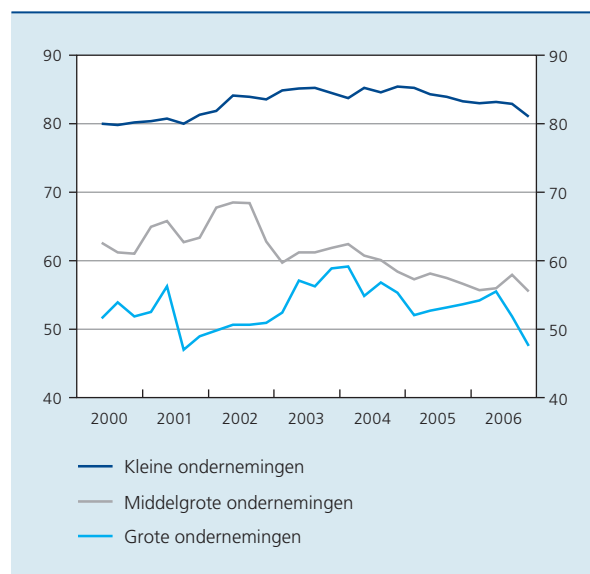
De uitsplitsing van de activa in hun voornaamste categorieën, namelijk de materiële vaste activa, de financiële vaste activa en de vlottende activa, verschilt niet fundamenteel volgens de omvang van de onderneming, behalve dat grote ondernemingen over een groter aandeel financiële activa beschikken. Niettemin kan worden vastgesteld dat de kleinere ondernemingen geneigd zijn een groter deel van hun actief in liquiditeiten aan te houden dan hun collega's, wat kan worden geïnterpreteerd als een teken dat ze anticiperen op financiële beperkingen. Op grond van de omvang van de onderneming vertonen de investeringen een U-profiel: ze zijn lager bij de middelgrote ondernemingen dan bij de kleine en grote bedrijven.

## 2.2 Kwalitatieve analyse

De grotere afhankelijkheid van de kleine ondernemingen van bankkrediet wordt bevestigd door een onderzoek van de aanwendingsgraad van de kredieten, die het bedrag van de aangewende bankkredieten relateert aan dat van de toegestane kredieten. De naar ondernemingsgrootte uitgesplitste Belgische gegevens tonen aan dat de aanwendingsgraad van de kredieten omgekeerd evenredig is aan de omvang van de ondernemingen. Een mogelijke

**GRAFIEK 2** AANWENDINGSGRAAD IN BELGIË VAN DE TOEGESTANE KREDIETEN NAAR ONDERNEMINGSGROOTTE<sup>(1)</sup>

(aan het einde van het kwartaal uitstaande bedragen, procenten)



Bron: NBB.

(1) Vennoetschappen die een verkort schema van de jaarrekening hebben ingediend, worden als klein beschouwd. Vennoetschappen die een volledig schema hebben neergelegd, worden als groot of middelgroot beschouwd naarmate de omzet van twee opeenvolgende jaren al dan niet hoger was dan 37,2 miljoen euro.

verklaring voor die bevinding is dat er geen of nagenoeg geen alternatieve financieringswijzen bestaan voor kleine ondernemingen, maar ze kan ook wijzen op een negatieve correlatie tussen de omvang van het kredietopnemende bedrijf en de inschatting van het risico. Zo verlenen de banken gemakkelijker krediet aan de middelgrote en grote ondernemingen, die daarvan een minder groot deel aanwenden dan de kleine ondernemingen.

Bovendien kunnen enquêteresultaten onze kennis van de specifieke financiering van de kmo's ook kwalitatief verfijnen. Voorzichtigheid is evenwel geboden zodra men de resultaten van verschillende enquêtes wil vergelijken. Naast verschillen van methodologische aard, zoals de samenstelling van de steekproef, de formulering van de vragen, enz., kan de periode waarin de enquête plaatsvindt immers de verkregen resultaten sterk beïnvloeden. In dit deel worden de in België gehouden investeringsenquête en de Eurobarometer-enquête naar de financiering van de kmo's behandeld.

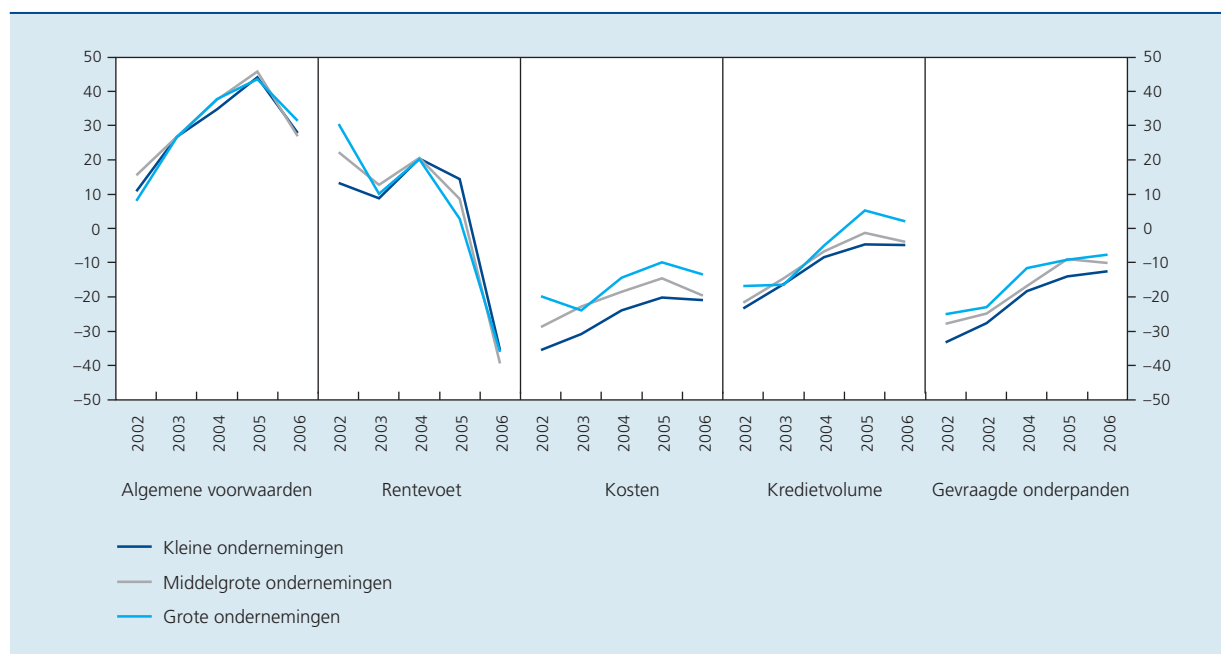
De investeringsenquête, die de Bank sinds 2002 heeft gehouden, ondervraagt elk najaar de Belgische ondernemingen over hun perceptie aangaande de voorwaarden om bankkrediet te verkrijgen. Volgens die enquête is er geen opvallend onderscheid waarneembaar in de

algemene beoordeling van de bankkredietvoorwaarden naargelang van de omvang van de onderneming, noch inzake niveau, noch inzake ontwikkeling. Zo verslechterden de kredietvoorwaarden in 2006 in zeer gelijke mate voor de drie ondernemingscategorieën (kleine, middelgrote en grote), wat doet vermoeden dat ze evenveel te kampen hadden met de rentestijging, de voornaamste oorzaak van de verslechtering.

Uit de meer gedetailleerde gegevens blijkt echter, over de beschouwde periode als geheel, dat de kleine ondernemingen minder tevreden zijn over de kosten en de waarborgen die van hen worden geëist om krediet te verkrijgen.

De Eurobarometer-enquête over de financiering van de kmo's, van haar kant, werd in september 2005 telefonisch uitgevoerd bij 3.047 kmo's uit de Europese Unie (15 landen), die 1 tot 249 personen in dienst hebben. Ze had ten doel de moeilijkheden te beoordelen waaraan de kmo's het hoofd moeten bieden om toegang te krijgen tot de financiering van hun activiteit. In België werden 202 ondernemingen bevroegd.

**GRAFIEK 3**      **INVESTERINGSENQUÊTE : BEOORDELING VAN DE KREDIETVOORWAARDEN NAAR ONDERNEMINGSGROOTTE IN BELGIË** <sup>(1)</sup>  
(saldo van de positieve en negatieve antwoorden, procenten)



Bron : NBB (Investeringsenquête).

(1) De vennootschappen met 1 tot 49 werknemers worden als klein beschouwd. De vennootschappen die tussen 50 en 249 werknemers in dienst hebben, worden als middelgroot beschouwd en die met 250 werknemers en meer als groot.

De op Europese schaal door Eurostat gehouden enquête waarborgt de representativiteit van de gegevens van elk land en maakt vergelijkingen tussen lidstaten mogelijk. Bovendien worden de resultaten op Europees niveau voorgesteld naar omvang van de onderneming: micro-ondernemingen (minder dan 10 werknemers), kleine ondernemingen (van 10 tot 49 werknemers) en middelgrote ondernemingen (van 50 tot 249 werknemers).

Die enquête behandelde met name de kwestie van de belemmeringen voor de ontwikkeling van de activiteit van de kmo's. De resultaten nopen ertoe de moeilijkheden te relativeren die de kmo's ondervinden bij de financiering van hun activiteit. Hoewel die moeilijkheden reëel zijn, worden ze maar zelden een echt probleem en minder vaak in België dan in de EU-15 als geheel. Op de vraag waardoor de toekomstige ontwikkeling van de Europese kmo's het best mogelijk in de hand zou kunnen worden gewerkt, antwoordde immers maar 14 pct. een betere toegang tot de diverse financieringsbronnen. In België gaf maar 6 pct. dat aan. Dat criterium kwam op de derde plaats in de EU-15, na beter aan de activiteit aangepaste sociale en fiscale bepalingen en een grotere beschikbaarheid van geschoold personeel. In België stond een betere toegang tot de financieringsmiddelen op de vijfde plaats, ver achter de sociale en fiscale regelgeving (genoemd door 41 pct. van de kmo's) en de beschikbaarheid van geschoold personeel (18 pct.).

Voorts had een van de vragen van de Eurobarometer-enquête betrekking op de perceptie die de kmo's hebben van de toegang tot bancaire financiering die, volgens de enquête, de meest courante wijze is om hun financieringsbehoefte te dekken. Het gevoel met betrekking tot de gemakkelijke toegang tot dat krediettype bleek matig. In totaal voelde 46 pct. van alle kmo's uit de EU-15 de toegang tot het bankkrediet als gemakkelijk aan, een cijfer dat in de buurt ligt van dat voor België (45 pct.), terwijl 47 pct. (42 pct. voor België) die als moeilijk aanvoelde. Het weze opgemerkt dat uit de analyse van de resultaten blijkt dat er grote verschillen bestaan van land tot land.

Tevens werd de toegang tot het bankkrediet als des te gemakkelijker ervaren naarmate het bedrijf groter was: 59 pct. van de middelgrote ondernemingen van de EU-15 voelde dat als zodanig aan, tegen 47 pct. van de kleine ondernemingen en 46 pct. van de micro-ondernemingen.

De visie van de ondernemer op de houding van de banken werd dan weer grondiger onderzocht aan de hand van vijf vragen met betrekking tot het gedrag van de banken inzake kredietverlening aan de ondernemingen, de van de bankiers gekregen steun, het inzicht van de bankiers in

de specifieke eigenschappen van de bedrijfssector, het op elkaar afgestemd zijn van het aanbod van de banken en de behoeften van de onderneming en ten slotte de noodzaak voor de onderneming om bankkrediet te krijgen ten einde haar activiteit te ontwikkelen. Volgens die criteria, toonden de kmo's zich veeleer positief ten aanzien van de toegang tot het bankkrediet. In de Europese Unie (EU-15) gaf gemiddeld 51 pct. van de bevroegde ondernemingen over het geheel genomen positieve antwoorden. Dat percentage lag hoger in België, nl. zowat 57 pct.

### 3. Bedrijfstak en financiële structuur

#### 3.1 Kwantitatieve analyse

##### 3.1.1 De financiering van de traditionele sectoren

Vanuit het oogpunt van de totale schuld, gemeten aan de hand van de verhouding *debt-to-equity*, de verhouding *debt-to-assets*, of de verhouding *debt/cash-flow*, blijken de horeca, de groot- en kleinhandel en vooral de bouwsector een grotere schuldenlast te vertonen dan de andere. Omgekeerd laten de energiesector, de industrie alsook de sector die onroerende goederen, verhuur en zakelijke dienstverlening omvat, een schuldgraad optekenen die over het algemeen onder het gemiddelde ligt.

De bouwnijverheid en de sector handel, die in het algemeen een hoge schuldenlast vertonen, laten een grote hoeveelheid handelsschulden optekenen, terwijl de omvang van hun schulden tegenover banken geringer is dan in de andere sectoren. De horeca, vervoer en communicatie en onroerende goederen, verhuur en zakelijke dienstverlening zijn de sectoren waar het bankkrediet het grootste aandeel heeft in de totale schuld.

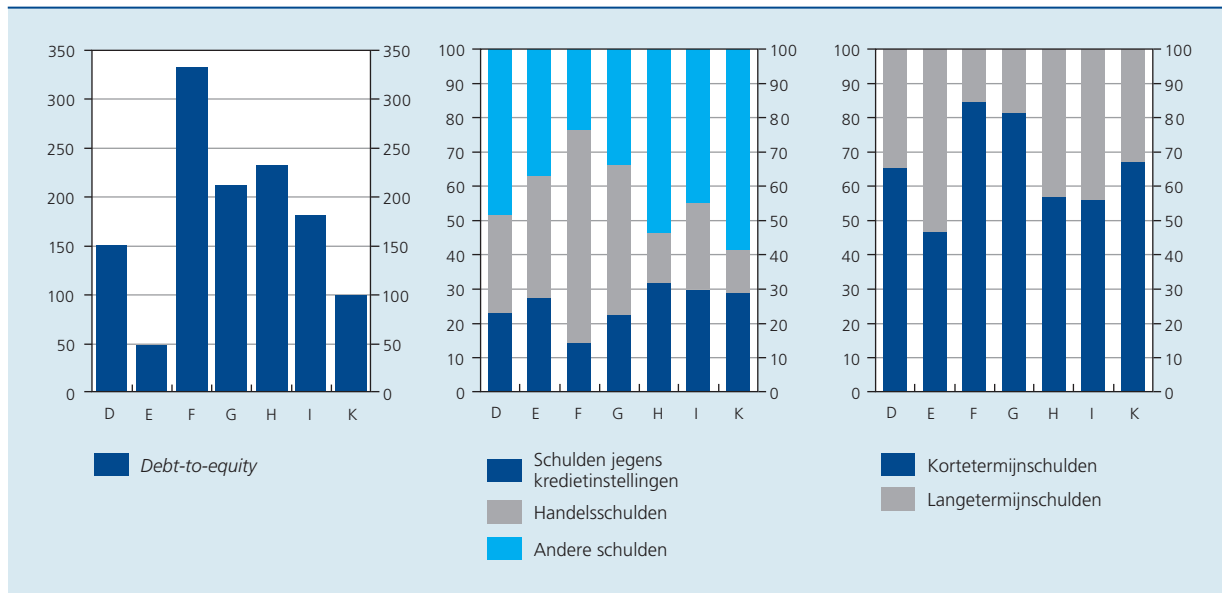
De gemiddelde looptijd van de schulden vertoont ook grote verschillen van sector tot sector. Zo sluiten de bouwnijverheid en de handel vooral kortetermijnschulden af; deze maken immers ruim 80 pct. van de totale schuldenlast uit, tegen gemiddeld 66 pct. voor alle sectoren samen. Omgekeerd zijn de schulden van de energiesector, die verhoudingsgewijs een zeer kleine schuldenlast te zien geeft, meer op de lange termijn, zelfs voor meer dan 50 pct. van de totale schuldenlast. Het aandeel van de langetermijnschuld is ook belangrijk in de horeca en bij vervoer en communicatie.

De sectorale verschillen in termen van structuur en looptijd van de schulden hebben een tegenpost op de actiefzijde van de balans van de ondernemingen. De ondernemingen uit de bouw en de handel beschikken over veel vlottende

GRAFIEK 4

OMVANG, STRUCTUUR EN LOOPTIJD VAN DE SCHULDEN VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN : INVLOED VAN DE BEDRIJFSTAK <sup>(1)</sup>

(gemiddelden 1995-2005, procenten)



Bron : NBB (Balanscentrale).

(1) Aangepaste indicatoren zodat de uitsplitsing per grootteklasse identiek is binnen elke bedrijfstak. Het geheel van de financiële indicatoren, ook de niet in de tekst toegelichte, wordt in tabel B als bijlage weergegeven.

activa, en met name liquiditeiten, in verhouding tot hun totale activa: hun cliënten betalen een gedeelte van de geboden diensten vooraf (typisch voor de bouwrijverheid), contant (de grote distributieketens), of op de zeer korte termijn. Zo beschikken ze al over een voorschot aan liquiditeiten om de regelmatige betalingstermijnen jegens hun leveranciers te kunnen nakomen. Aangezien de investeringsquote van die sectoren tot de laagste behoort, blijft hun beroep op bancaire financiering op de langere termijn beperkt.

De energiesector, de bedrijfstak vervoer en communicatie, en in zekere zin de horeca, beschikken daarentegen over ruime materiële vaste activa, naast overvloedige financiële activa. De twee eerstgenoemde sectoren hebben traditioneel af te rekenen met grootschalige investeringen (met name inzake netwerkinfrastructuur); de horeca beschikt uiteraard over heel wat vastgoed. De ondernemingen uit die sectoren zullen dus natuurlijk de voorkeur geven aan een financieringswijze op de langere termijn. Die zal worden vergemakkelijkt door het in onderpand geven van de onderliggende activa alsook door het groot eigen vermogen aangehouden door de ondernemingen van deze sectoren.

De overeenstemming inzake looptijd tussen de twee zijden van de balans, die wordt geanalyseerd vanuit sectoraal oogpunt, leidt tot een totaal bevredigend liquiditeitspeil (vermogen van de ondernemingen om de liquide middelen te mobiliseren die ze nodig hebben om te voldoen aan hun kortetermijnverplichtingen) en solvabiliteitsniveau (vermogen van de ondernemingen om te voldoen aan het geheel van hun verplichtingen op de korte en op de lange termijn). Enkel de horeca geeft over het geheel van de beschouwde periode een relatief zorgwekkend liquiditeitspeil te zien.

### 3.1.2 De financiering van innovaties

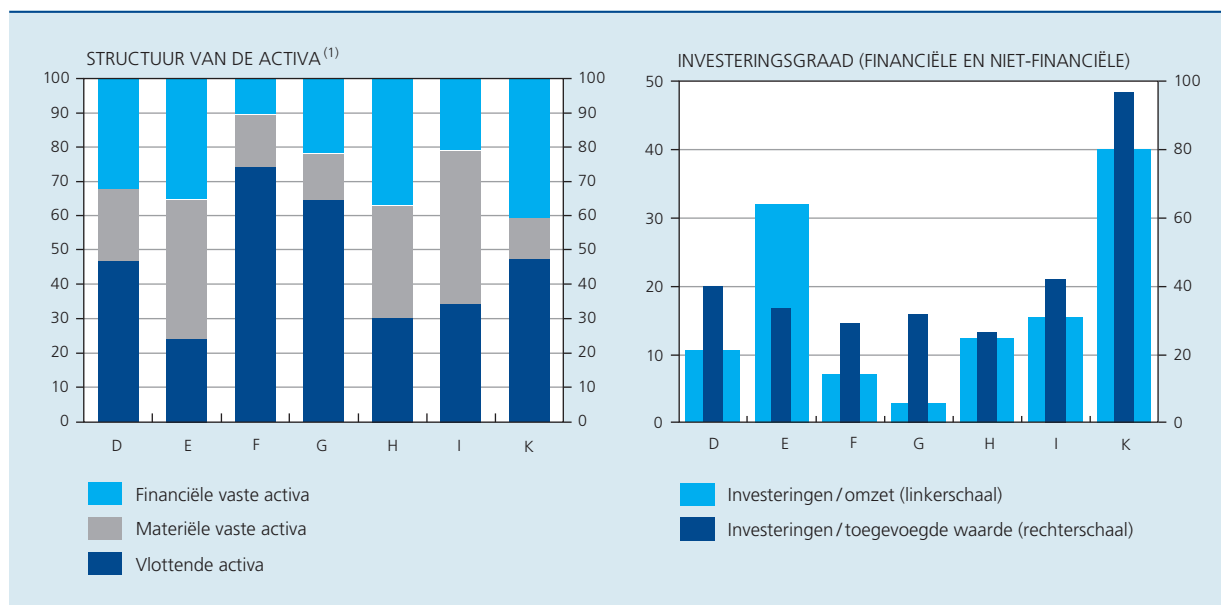
Innovaties zijn, net als de oprichting van een onderneming, risicodragende activiteiten, want ze zijn omgeven met een hoge graad van onzekerheid. In de hierna volgende analyse wordt getracht na te gaan in welke mate de hoge graad van onzekerheid een weerslag kan hebben op het type beleggers, of op de financieringsvorm, in de zogenoemde innoverende sectoren.

Er kan immers worden verondersteld dat de banksector een aversie voelt tegen het meer uitgesproken risico met betrekking tot de financiering van innovaties, wat, afgezien van de klassieke problemen in verband met de asymmetrische informatie, eveneens komt doordat de



**GRAFIEK 5** STRUCTUUR VAN DE ACTIVA <sup>(1)</sup> EN INVESTERINGSGRAAD VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN: INVLOED VAN DE  
BEDRIJFSTAK <sup>(2)</sup>

(gemiddelden 1995-2005, procenten)



Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Ongerekend de immateriële vaste activa en de oprichtingskosten.

(2) Aangepaste indicatoren zodat de uitsplitsing per grootteklasse identiek is binnen elke bedrijfstak. Het geheel van de financiële indicatoren, ook de niet in de tekst toegelichte, wordt in tabel B als bijlage weergegeven.

ondernemingen die een groot gedeelte van hun activiteiten toespitsen op onderzoek en ontwikkeling, vaak onvoldoende waarborgen bieden (zie met name OESO (2006) en Carpenter en Petersen (2005)).

Het risicokapitaal, en meer in het bijzonder dat verstrekt door de *business angels* en de *venture capitalists*, is een andere mogelijke financieringsbron voor innoverende bedrijven. De rol van de overheid bij de ondersteuning van die markt is ook belangrijk, met name ten gunste van de sterk op O&O gerichte kmo's.

De bepaling van de in dit deel geanalyseerde innoverende sectoren is gebaseerd op de OESO-classificatie, die een methode voorstelde om de industriële sectoren en de fabricaten van de lidstaten te klasseren volgens hun technologie-intensiteit (OESO, 1997). Door die poging tot classificatie is het mogelijk de meest innoverende sectoren te bepalen naargelang van het niveau van hun technologie-intensiteit. Volgens die classificatie worden de hierna volgende sectoren aangegeven als middelhoogtechnologisch of hoogtechnologisch (de NACE-codes worden tussen haakjes verstrekt):

- chemische nijverheid (24), waaronder de farmaceutische nijverheid (244);
- machines en werktuigen (29);

- informatie- en communicatietechnologie (30, 32);
- elektrische machines en apparaten (31);
- medische apparatuur, precisie- en optische instrumenten en uurwerken (33);
- vervaardiging en assemblage van auto's (34);
- vervaardiging van overige transportmiddelen (35), waaronder lucht- en ruimtevaarttuigen (353).

Al die deelsectoren samen, welke uitsluitend tot de verwerkende sector behoren, vormen de innoverende sector in de hierna volgende analyse. Gezien het zeer grote gewicht van de chemische nijverheid in de Belgische industrie, alsook haar eigen kenmerken, met name de zeer hoge bestedingen inzake O&O, de sterke internationalisatie en het zeer groot aantal middelgrote en grote bedrijven, werd die sector afzonderlijk beschouwd. In de hierna volgende analyse wordt dus een vergelijking gemaakt tussen de eigenschappen inzake financiële structuur van de niet-innoverende verwerkende sector en die van de innoverende verwerkende sector en de chemische nijverheid. Naar analogie met wat hiervoor aan de orde kwam, werden de uit de balansen afkomstige brutogegevens gezuiverd volgens de gemiddelde opsplitsing van de gehele economie naar grootteklasse, teneinde de invloed van de omvang op de financiële kenmerken van de geanalyseerde deelsectoren ongedaan te maken.

**TABEL 3** INDICATOREN VAN DE FINANCIËLE STRUCTUUR: INVLOED VAN DE INNOVATIE<sup>(1)</sup>  
(gemiddelden 1995-2005, procenten)

	<i>Debt-to-equity</i> (schuld / eigen vermogen)	Aandeel van het bankkrediet in de totale schuldenlast	Aandeel van de kortlopende schuld in de totale schuldenlast	Rente op de totale schuldenlast
Niet-innoverende verwerkende industrie . . . . .	165,3	23,4	64,1	3,6
Innoverende verwerkende industrie <sup>(2)</sup> . . . . .	175,7	17,0	78,1	3,2
Chemische nijverheid . . . . .	108,0	15,9	63,0	3,4

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Aangepaste indicatoren zodat de uitsplitsing per grootteklasse identiek is binnen elke bedrijfstak.

(2) Ongerekend de chemische nijverheid.

In termen van de totale financieringsstructuur, die wordt benaderd aan de hand van de verhouding schulden-eigen vermogen (*debt-to-equity*), lijken de innoverende ondernemingen een grotere schuldenlast te hebben dan de niet-innoverende. Enkel berekend voor de chemische nijverheid, lijkt de schuldratio daarentegen duidelijk onder die van de andere bestudeerde sectoren te liggen. Een meer gedetailleerd onderzoek van de financiële ratio's wijst erop dat niet het absolute niveau van de schuldenlast die situatie bepaalt: gerelateerd aan de omzet, is de schuldenlast geringer in de innoverende dan in de niet-innoverende sectoren; de ondernemingen uit de chemische nijverheid, van hun kant, geven een nog hogere ratio te zien. Vooral de omvang van het eigen vermogen, dat aanzienlijk is in de chemische nijverheid, maar veel geringer in de andere innoverende sectoren, beïnvloedt het niveau van de ratio *debt-to-equity*.

In de totale schuldenlast is het beroep op bankkrediet veel geringer in de innoverende sectoren (chemische nijverheid en overige) dan in de rest van de verwerkende industrie. Dat kan wijzen op enige huiverigheid van de banken ten opzichte van de meer risicodragende sectoren; als dat het geval is, lijkt zulks veeleer gepaard te gaan met enige rantsoenering van het krediet dan met de toepassing van hogere tarieven, zoals blijkt uit de gemiddelde rente op de schulden die maar weinig verschilt volgens het al dan niet innoverende karakter van de sector. De zeer sterke internationalisering van de chemische nijverheid, met name van de farmaceutische nijverheid, komt waarschijnlijk tot uiting in belangrijke financiële «intra-groep»-stromen, die automatisch het aandeel van het bankkrediet in de totale ontvangen kredieten drukken.

Ten slotte blijken de innoverende sectoren, ongerekend de chemische nijverheid, aanzienlijk meer kortlopende kredieten te ontvangen dan de meer traditionele sectoren. Dat strookt met de hypothese van de *staging*<sup>(1)</sup>, luidens welke de financiers (banken of andere), met betrekking tot meer risicovolle projecten, de verstrekte middelen spreiden, om het gevaar voor verliezen zo klein mogelijk te houden en de dreiging in stand te houden dat het krediet niet zal worden verlengd, dit om enige discipline aan de bedrijfsleiders op te leggen.

### 3.2 Kwalitatieve analyse

Dit deel behandelt de verschillende beschikbare enquêtes betreffende de financiering van de innoverende ondernemingen en gaat uitvoerig in op de resultaten voor België, aan de hand van een vergelijking met de Europese gegevens indien die voorhanden zijn.

De CIS-enquête, Community Innovation Survey (Europese Commissie, 2004), is in dat opzicht een eerste informatiebron. Ze verstrekt met name gegevens over de belemmeringen voor de ontwikkeling van de innovatie en wordt in alle Europese landen gehouden onder de ondernemingen die ten minste 10 werknemers in dienst hebben, aan de hand van een gemeenschappelijke vragenlijst en een door Eurostat opgestelde enquêtemethodologie, waardoor vergelijkingen op Europese schaal mogelijk zijn. De hierna volgende resultaten zijn afkomstig van de derde communautaire innovatie-enquête (CIS3) en hebben betrekking op de periode van 1998 tot 2001.

(1) Die term wordt vooral gebruikt in verband met risicokapitaal, waarbij de beleggers zich enkel ertoe verbinden te blijven investeren indien na het einde van een eerste financieringsronde een bepaald rendement wordt bereikt. De *staging* wordt beschouwd als een van de krachtigste instrumenten om de manager aan te zetten tot hogere prestaties (Baeyens en Manigart, 2006).

Uit de resultaten blijkt dat in het algemeen de ondernemingen die een innoverende activiteit ontwikkelen, meer gewag maken van belemmerende factoren dan de ondernemingen zonder innoverende activiteit.

De voornaamste factoren die de ontwikkeling van de innovatie in de Europese Unie kunnen afremmen, zijn, naar belangrijkheid, de hoge kosten die gepaard gaan met innovatie (factor genoemd door 24 pct. van de bevraagde ondernemers), het gebrek aan passende financiering (19 pct.), de als te groot aangevoelde economische risico's (17 pct.) en het tekort aan geschoold personeel (16 pct.).

In België wordt geconstateerd dat het percentage ondernemingen dat wijst op belemmeringen voor de ontwikkeling van innovatie, ongeacht de genoemde factor, doorgaans onder dat van de Europese Unie ligt. De belangrijkste factor voor de ondernemingen die een innovatieactiviteit ontwikkelen, is het tekort aan geschoold personeel (een door 11 pct. van de respondenten genoemde factor); vervolgens komen het tekort aan afdoende financiering (10 pct.), de hoge kosten van innovatie (10 pct.) en een ontoereikende flexibiliteit van de normen of verordeningen (8 pct.).

(1) Teneinde de twee types ondernemingen nauwgezet te kunnen vergelijken, hadden de beide enquêtes (Eurobarometer en CIS) op hetzelfde ogenblik moeten plaatsvinden, wat niet het geval is.

Zo zou de ontoereikende financiering zich meer doen gevoelen bij innoverende ondernemingen dan bij de kmo's in het algemeen<sup>(1)</sup>. Dat zou toe te schrijven kunnen zijn aan een behoefte aan een specifieke financiering eigen aan de innoverende kmo's, die maar moeilijk afdoende middelen op de markt zouden vinden. In dat opzicht hebben Bozkaya en Van Pottelsberghe (Solvay Business School) in 2003 een enquête gehouden omtrent de financiering van de zeer kleine hoogtechnologische ondernemingen in België (Bozkaya en Van Pottelsberghe, 2004). Die enquête is gebaseerd op een staal van 103 niet-genoteerde bedrijven die actief zijn in de technologische sectoren (zie hiervoor). Ze werd uitgevoerd in het derde kwartaal van 2003 bij tussen 1985 en 2002 opgezette *start-ups* en *spin-offs*. Die bedrijven vertonen eveneens de eigenschap minder dan 50 personen in dienst te hebben en over activa te beschikken van minder dan 5 miljoen euro. Aan de hand van de enquête kunnen bovendien de moeilijkheden worden onderkend welke die ondernemingen ondervinden naargelang van hun ontwikkelingsfase (opzet, start, expansie en ontwikkeling).

De resultaten wijzen erop dat heel wat kleine Belgische hoogtechnologische ondernemingen moeilijkheden ervaren inzake de toegang tot externe financieringsbronnen in de vroege stadia van hun ontwikkeling (opzet en start). De interne financiering lijkt dan ook van essentieel belang te zijn om de activiteit te starten en te ontwikkelen.

**TABEL 4** FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE KLEINE BELGISCHE HOOGTECHNOLOGISCHE ONDERNEMINGEN NAAR HUN ONTWIKKELINGSSTADIUM

	Opzet	Start	Expansie	Ontwikkeling
Aantal waarnemingen	103	99	85	41
Aantal gevallen in procenten				
Interne financiering				
Persoonlijke middelen van de ondernemers	82	48	28	17
Familie en vrienden	35	18	12	7
<i>Retained earnings</i>	0	0	5	7
Externe financiering door het aangaan van schulden				
Bankkredieten	8	28	40	36
Overheidssubsidies	20	33	17	14
Krediet van niet-financiële instellingen	1	8	9	10
Andere	1	2	3	5
Externe financiering via eigen vermogen				
<i>Business angels</i>	10	20	17	5
<i>Venture capital</i>	13	26	30	21
Andere	2	2	3	4

Bron: Bozkaya en Van Pottelsberghe, 2004.

De persoonlijke middelen van de ondernemers blijken, volgens de enquête, in 82 pct. van de gevallen de voornaamste financieringsbron tijdens de opzetfase; op de tweede plaats in dat stadium komen de familie of de vrienden (35 pct.). Vervolgens komen de overheidssubsidies als externe financieringsbron.

In de loop van de volgende ontwikkelingsstadia winnen de overheidssubsidies en het bankkrediet aan belang en worden ze de voornaamste financieringsbronnen. Volgens de enquête vormen ze het grootste gedeelte van de externe financiering tijdens de startfase. In het volgende stadium (expansie van de onderneming), wordt het bankkrediet belangrijker en is het de voornaamste bron van kapitaal (40 pct. van de gevallen).

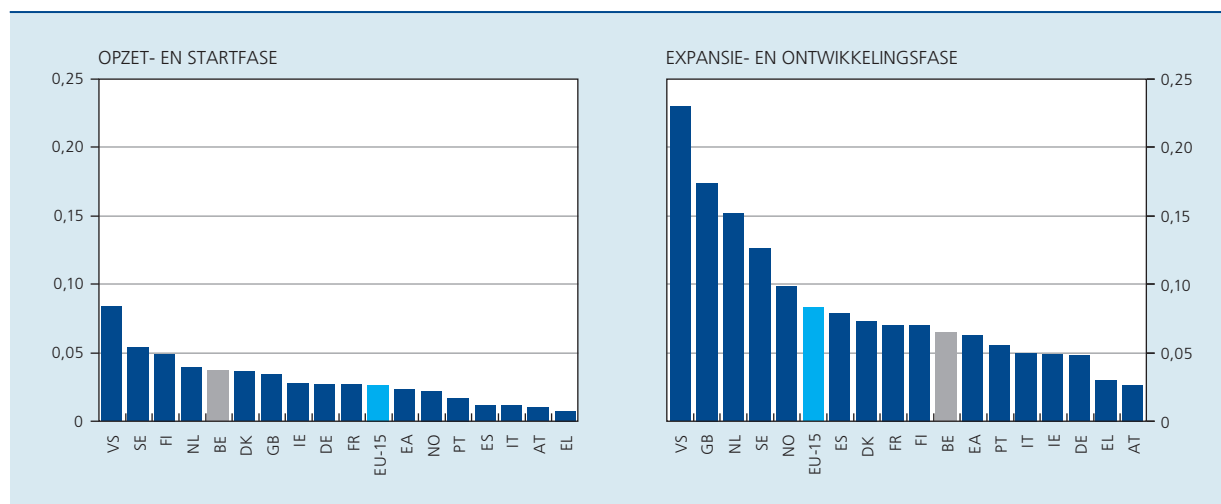
Hoewel het *venture capital* geen deel uitmaakt van de financieringsbronnen waarop de zeer kleine hoogtechnologische ondernemingen het vaakst een beroep doen, blijft het een significante rol spelen tijdens de startfase (Rigo, 2001). Zijn inbreng is nog steeds belangrijker dan die van de *business angels*, ongeacht de ontwikkelingsfase van de onderneming. Die twee types investeerders hebben vooral oog voor bedrijven met een hoog groeipotentieel. Een recente studie (Baeyens en Manigart, 2006) toont bovendien aan dat de innoverende vennootschappen de voorkeur geven aan risicokapitaal om immateriële activa met een geringe onderpandwaarde te financieren, terwijl het bankkrediet beter past bij de materiële investeringen.

Al met al wijzen de resultaten op een duidelijke ontwikkeling in het beroep op de interne en externe financieringsbronnen, waarbij de externe financieringsbronnen belangrijker worden naarmate het bedrijf zich ontwikkelt. Uit de gegevens van de enquête blijkt dat de ondernemer van een innoverend bedrijf, over het algemeen, zijn activiteit start met eigen middelen en vervolgens overheidssubsidies of een bankkrediet (met persoonlijke activa als onderpand) ontvangt, teneinde zijn activiteit te ondersteunen. Later, wanneer de reputatie van het bedrijf groeit, worden andere types beleggers aangetrokken, zoals de *venture capitalists* en de *business angels*.

De investeringswijze en het type van investeringen van deze laatste actoren zijn verschillend en vaak complementair, volgens de ontwikkelingsfase van de onderneming; beide spelen een essentiële rol bij de oprichting en groei van de technologische ondernemingen. Aangezien de verstrekkers van *venture capital* evenwel op zoek zijn naar een hoger verwacht rendement, beperken ze zich vaak tot vennootschappen met een sterk groeipotentieel; ze kunnen tevens terughoudend zijn ten aanzien van investeringen voor geringe bedragen in kmo's, gezien de omvang van de vaste kosten verbonden aan de inschatting en opvolging van hun investeringen.

De European Venture Capital Association (EVCA) verstrekt kwantitatieve gegevens over de geïnvesteerde bedragen aan *venture capital* in de Europese landen en in de Verenigde Staten. Aan de hand van deze gegevens kan een onderscheid worden gemaakt naar ontwikkelingsstadium van de ondernemingen waarin het kapitaal wordt

**GRAFIEK 6**      **INVESTERINGEN IN VENTURE CAPITAL**  
(gemiddelden 1995-2005, procenten bbb)



Bronnen: Eurostat, EVCA.

geïnvesteed. Aangezien dit type van investeringen sterk afhankelijk is van de conjunctuur, vertegenwoordigen de vermelde gegevens gemiddelden voor de periode gaande van 1995 tot 2005.

Gedurende de periode van 1995 tot 2005 bedroegen de investeringen in *venture capital* in de ondernemingen in de opzet- of startfase 0,037 pct. bbp in België, tegen een gemiddelde van 0,026 pct. in de EU-15. Het is in de Verenigde Staten dat de investeringen het omvangrijkst waren. Daar beliepen ze immers 0,084 pct. bbp. Bij de Europese landen was Zweden koploper inzake investeringen (0,054 pct. bbp), gevolgd door Finland (0,049 pct.) en Nederland (0,039 pct.), terwijl België de vierde plaats innam.

Zoals hierboven vermeld, zijn de investeringen in *venture capital* groter gedurende de expansie- en ontwikkelingsfasen van de ondernemingen. In de Verenigde Staten bedroegen ze gemiddeld 0,230 pct. bbp over de periode 1995-2005, tegenover gemiddeld 0,083 pct. in de EU-15. Hier haalde België een lagere score dan het Europese gemiddelde, met een cijfer van 0,065 pct. bbp. De beste Europese landen terzake zijn het Verenigd Koninkrijk (0,174 pct. bbp), Nederland (0,152 pct.), Zweden (0,126 pct.) en Noorwegen (0,098 pct.).

In vergelijking met de Verenigde Staten kan worden vastgesteld dat het aanbod van *venture capital* in de Europese Unie kleiner is, hetgeen op termijn zou kunnen leiden tot een lager percentage aan *start-ups*. Deze situatie zou deels toe te schrijven zijn aan het feit dat in Europa een groter deel van het beschikbare kapitaal wordt aangehouden door instellingen die de voorkeur geven aan veilige investeringen op de lange termijn, terwijl in de Verenigde Staten de individuen hun investeringen rechtstreeks beheren, makkelijker geneigd zijn hun portefeuilles te herschikken, en minder risico-avers zijn (CRB, 2001).

Wat de vraag naar *venture capital* betreft, doen zich eveneens een aantal beperkingen gevoelen. De enquête die bij de zeer kleine hoogtechnologische ondernemingen werd gehouden, werpt een verhelderend licht op de redenen waarom deze ondernemingen geen beroep doen op durfkapitaal (Bozkaya en Van Pottelsberghe, 2004). De bevroegde ondernemers zijn van mening dat de verwachtingen van deze investeerders in *venture capital* ten aanzien van een snelle uitstap (61 pct.) en een hoog rendement (59 pct.) de belangrijkste redenen vormen om er geen beroep op te doen. Vervolgens komt hun geringe belangstelling om kleine bedragen te investeren (58 pct.) en hun gebrek aan interesse voor investeringen in de vroege ontwikkelingsfasen van een onderneming (55 pct.).

De toegang van de Belgische innoverende ondernemingen tot adequate financieringen blijft bijgevolg een zorg voor de overheid. Uit de meest recente informatie – die in de bovenstaande analyses niet in aanmerking werd genomen – blijkt dat ernstige inspanningen werden geleverd om de fiscale en regelgevende omgeving van het Belgische *venture capital* te verbeteren (EVCA, 2006). Volgens deze analyse staat België nu op de vierde plaats inzake kwaliteit van de omgeving voor *venture capital*, na Ierland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, en dus vóór Nederland (7de plaats) en Duitsland (20ste plaats). Sinds 2004 zijn immers hervormingen ten uitvoer gelegd die België in staat hebben gesteld drie plaatsen te winnen in deze rangschikking. Er blijven evenwel nog een aantal zwakke punten bestaan: een geringe inbreng van de spaarfondsen gekoppeld aan de opbouw van pensioenen, een gebrek aan transparantie van bepaalde financieringsformules, enz.

## 4. Specifieke Belgische kenmerken in een Europees perspectief

### 4.1 De BACH-database

Dit laatste hoofdstuk toetst de financiering van de Belgische ondernemingen aan die van de ondernemingen van het eurogebied. Zoals reeds vermeld in de vorige hoofdstukken, is het feit dat de onderneming tot een bepaalde grootteklasse en vooral tot een bepaalde bedrijfstak behoort, bepalend voor de financiële structuur van de ondernemingen. Daarom moet eerst voor de ondernemingen van de twee economieën een identieke structuur qua grootte/bedrijfstak worden bepaald alvorens de Belgische ondernemingen te kunnen vergelijken met die van het eurogebied. De overblijvende verschillen inzake financiële structuur kunnen dan worden toegeschreven aan zuiver nationale factoren, zoals institutionele kenmerken.

Een dergelijke denkoefening werd gezamenlijk door de ECB en de NCB's uitgevoerd in het kader van de opstelling van het Structural Issues Report on Corporate Finance in the Euro Area (ECB, 2007). Er werd gebruik gemaakt van de BACH-database, die wordt beheerd door de Europese Commissie, en die gegevens verzamelt uit balansen en resultatenrekeningen van een staal van ondernemingen voor de meeste landen van het eurogebied. Hoewel BACH geen afzonderlijke gegevens verstrekt, kan aan de hand van BACH wel een opsplitsing worden gemaakt naar ondernemingsgrootte en bedrijfstak. De gegevens zijn geharmoniseerd doordat op gemeenschappelijke basis specifieke boekhoudkundige posten werden gedefinieerd en berekend voor elk van de landen. Maar aangezien de

boekhoudkundige schema's, de waarderingmethoden enz. kunnen verschillen van land tot land, blijft voorzichtigheid geboden bij het interpreteren van de resultaten. Daarnaast verschilt de dekking van BACH in verhouding tot het werkelijke aantal ondernemingen van land tot land: terwijl de dekkingsgraad in België 100 pct. bedraagt, maken de meeste andere landen gebruik van steekproefmethoden om een toereikende representativiteit van de populatie te verkrijgen. Dit verklaart waarom uitsluitend indicatoren met een relatief hoge vertegenwoordiging werden geselecteerd in de meerlandenanalyse. De samenstelling van financiële indicatoren voor de ondernemingen van het eurogebied was gebaseerd op het geheel van de beschikbare nationale gegevens, dat wil zeggen alle landen van het eurogebied minus Griekenland, Ierland en Luxemburg.

Vanuit een analytisch oogpunt kan de correctie voor de structuur naar grootte en bedrijfstak, die op het geheel van de brutogegevens werd uitgevoerd, als volgt worden uitgedrukt:

$$Y(i)_t = \sum_d \sum_s y(i)_{d,s,t} \cdot w(e)_{d,s,t}$$

- waarbij
- $Y(i)$  = waarde van de geaggregeerde variabele op het niveau van land  $i$
  - $y(i)_{d,s}$  = afzonderlijke waarde van de variabele op het niveau van de combinatie grootteklasse  $d$ , bedrijfstak  $s$ , land  $i$
  - $w(e)_{d,s}$  = gewicht van elke combinatie grootteklasse  $d$ , bedrijfstak  $s$  in de totale toegevoegde waarde (binnen het eurogebied)
  - $i$  = 1,...N landen
  - $e$  = eurogebied
  - $s$  = 1,...S bedrijfstakken
  - $d$  = 1,...D grootteklassen
  - $t$  = 1,...T jaren

De indicatoren werden berekend over de periode 1999-2005 en worden voorgesteld als gemiddelden.

## 4.2 Kwantitatieve analyse

De Belgische ondernemingen hebben een *debt-to-equity*-ratio die aanzienlijk lager ligt dan het gemiddelde van het eurogebied. Met name blijkt dat de verhouding van de schuldgraad tot de omzet in België hoger is dan in het eurogebied, maar dat de verhouding tussen de uitgegeven eigen middelen en de omzet nog hoger is, hetgeen resulteert in een evenwichtige *debt-to-equity*-ratio, die lager is dan in het eurogebied. De Belgische ondernemingen onderscheiden zich bijgevolg van hun Europese tegenhangers door een ruimer beroep op externe financiering, in het bijzonder door grotere kapitaalmissies.

Deze vaststelling vraagt alvast om nadere toelichtingen. België onderscheidt zich van de andere landen van het eurogebied door vermoedelijk grotere interne financiële stromen tussen de ondernemingen onderling. Dit komt doordat, enerzijds, in België de niet-financiële holdings in BACH zijn opgenomen in de sector van de niet-financiële vennootschappen, terwijl ze er in de meeste andere landen geen deel van uitmaken, en, anderzijds, door de aanwezigheid van de coördinatiecentra op ons grondgebied. Deze laatste maken deel uit van de sector van de niet-financiële vennootschappen, en financieren zelf via leningen vennootschappen van hun groep, die zowel in België als in het buitenland kunnen gevestigd zijn. De financiering van de coördinatiecentra gebeurt gewoonlijk via de uitgifte van niet-genoteerde aandelen, die eveneens voorkomen aan de passiefzijde van de sector van de niet-financiële vennootschappen. Aangezien de BACH-database is opgesteld op basis van de niet-geconsolideerde rekeningen, gaan deze financiële stromen die verlopen binnen de sector van de ondernemingen zelf, hun tegoeden en verplichtingen opdrijven in verhouding tot hun omzet.

**TABEL 5** INDICATOREN INZAKE FINANCIËLE STRUCTUUR: INVLOED VAN HET LAND VAN OORSPRONG<sup>(1)</sup>  
(gemiddelden 1999-2005, procenten)

	Schuld / omzet	Uitgegeven eigen middelen / omzet	<i>Debt-to-equity</i> (schuld / eigen middelen)	Aandeel van de schuld op de korte termijn in de totale schuld	Aandeel van het bankkrediet in de totale schuld
België . . . . .	92,2	61,7	156,6	64,8	22,1
Eurogebied . . . . .	76,3	29,6	181,1	63,5	22,3

Bron: ECB, 2007.

(1) Aangepaste indicatoren zodat de uitsplitsing per bedrijfstak en per grootteklasse identiek is in België en in het eurogebied.

De overige financiële indicatoren, van hun kant, zijn vrij vergelijkbaar in België en het eurogebied. De verhouding van de schuld op de korte termijn tot die op de lange termijn bedraagt ongeveer 2/3-1/3. Het aandeel van het bankkrediet in de totale schuld is kleiner dan 25 pct., en dit zowel in België als in het eurogebied.

### 4.3 Institutionele factoren

Naast de aanwezigheid van de niet-financiële holdings en coördinatiecentra is het ook mogelijk dat het grotere beroep van de Belgische ondernemingen op externe financiering het gevolg is van een institutionele context die hiertoe bijzonder gunstig is.

In het algemeen komt de literatuur tot de bevinding dat het beroep van de ondernemingen op externe financiering wordt bevorderd door de wettelijke context, de graad van transparantie en financiële informatie, of nog door de concurrentiegraad op de financiële markten. Het vermogen van het rechtssysteem om de wet toe te passen, en in het bijzonder die met betrekking tot de bescherming van de beleggers (schuldeisers en aandeelhouders), stimuleert het aanbod van middelen door deze laatsten, en draagt bij tot de ontwikkeling van de financiële markten. Bijgevolg wordt deze factor in verband gebracht met een groter beroep op externe financiering, in de vorm van schuldvorming of uitgifte van aandelen. De transparantie van het financiële stelsel, evenals de kwantiteit en kwaliteit van de bij het publiek verspreide financiële informatie, zijn eveneens positief gerelateerd aan het beroep op externe financiering, omdat ze mede de problemen verbonden aan asymmetrische informatie evenals de *agency*problemen verminderen. Tot slot gaat de concurrentiegraad van het financiële stelsel (en in het bijzonder die van de banksector) meestal ook samen met een groter beroep op externe financiering (en vooral op bankkrediet). In de traditionele visie gaat concurrentie hand in hand met meer efficiëntie, zodat meer middelen kunnen worden toegekend tegen een lagere kostprijs. De concurrentie zet de financiële instellingen eveneens aan tot innovatie, zodat ze aan hun cliënteel producten « op maat » kunnen aanbieden. Er bestaan evenwel tegengestelde argumenten, op grond waarvan meer concurrentie de bevoorrechte toegang van de banken tot informatie beperkt, en zodoende kan leiden tot een stijging van de kapitaalkosten en tot een daling van het volume aan verstrekte middelen. De empirische studies lijken echter aan te tonen dat de eerste argumenten zwaarder wegen.

Ook de keuze tussen schuld en eigen middelen kan worden beïnvloed door institutionele factoren, zoals de beschermingsgraad van de schuldeisers in verhouding

tot die van de aandeelhouders. Vanuit een theoretisch oogpunt is het effect evenwel dubbelzinnig. Zo zou een hoge beschermingsgraad van zijn rechten de schuldeiser ertoe aanzetten zijn middelenaanbod te verhogen, terwijl de kredietopnemende onderneming haar schuldgraad zou kunnen beperken uit angst om haar discretionaire vermogen te verliezen ingeval er zich financiële problemen zouden voordoen. Hetzelfde geldt op het niveau van de bescherming van de rechten van de aandeelhouders, die de onderneming kan aanzetten tot meer terughoudendheid om haar kapitaal open te stellen (angst om de controle te verliezen), terwijl aandeelhouders worden aangemoedigd te investeren.

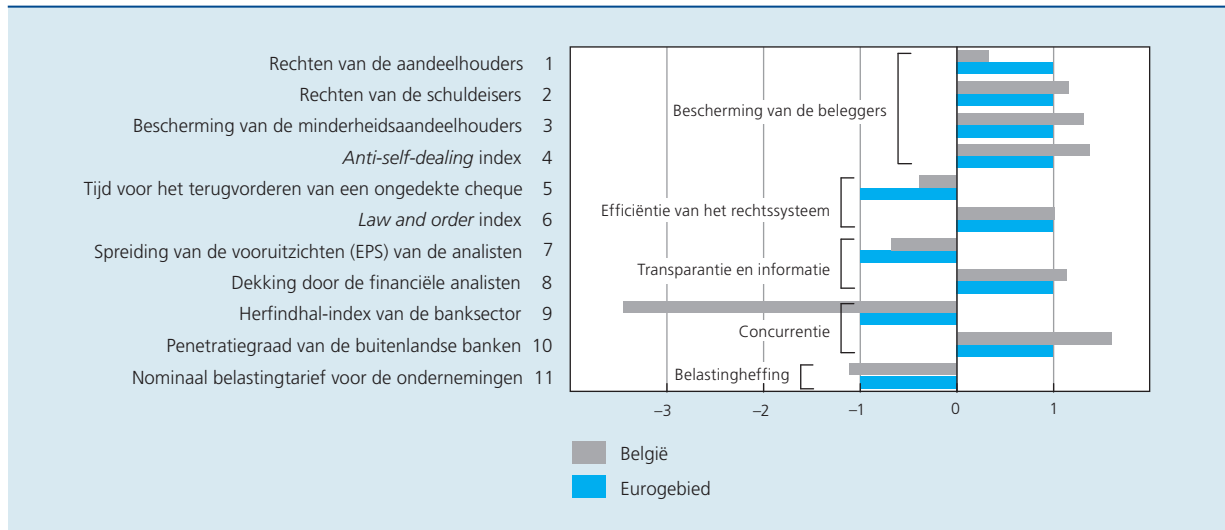
De argumenten die reeds eerder werden aangevoerd ten aanzien van de invloed van de concurrentiegraad van het banksysteem op het beroep op externe financiering, zijn eveneens van toepassing op de *debt-to-equity*-ratio. De lagere financieringskosten die voortvloeien uit een meer concurrerende omgeving, resulteren meestal in een hogere verhouding schuld-eigen middelen. Aangezien de schuldgerelateerde rentelasten fiscaal aftrekbaar zijn, vormt de fiscaliteit (meer bepaald het heffingstarief voor vennootschappen) een factor die de ondernemingen ertoe aanzet schulden aan te gaan. Vanaf een bepaalde schuldrendrempel speelt deze factor echter niet meer. Overigens kan de belasting op roerende inkomsten dit effect compenseren als die belasting gunstiger is op dividenden dan op renteontvangsten.

Elf institutionele indicatoren<sup>(1)</sup> die het specifieke profiel van België inzake beroep op externe financiering en *debt to-equity*-ratio kunnen verklaren, werden geselecteerd. Voor zover het mogelijk is, werden de gemiddelden over de periode 1999-2005 (die overeenstemt met de berekeningsperiode voor de financiële indicatoren) berekend voor België en het eurogebied; zo niet wordt de laatste beschikbare waarde vermeld. Duidelijkheidshalve werden de indicatoren in grafiek 7 genormaliseerd op 1 voor het eurogebied.

De indicatoren met betrekking tot de efficiëntie van het rechtssysteem evenals die met betrekking tot de transparantie en de financiële informatie positioneren België boven het gemiddelde van het eurogebied. Dit kan één van de verklaringen zijn voor het overvloedige beroep op externe financiering door de Belgische ondernemingen.

Wat de bescherming van de beleggers betreft, is het moeilijk een eenduidig beeld te schetsen van de positie van België ten opzichte van het gemiddelde van het

(1) De meeste institutionele indicatoren zijn afkomstig van het Structural Issues Report on Corporate Finance in the Euro Area (ECB, 2007), dat er een gedetailleerde beschrijving van geeft in zijn bijlage 2 (p. 103-104).



Bronnen: ECB en eigen berekeningen.

Opmerking: Voor de indicatoren 1 tot 4, 6, 8 en 10 duidt een hogere absolute waarde hiervan op een beter resultaat, terwijl een hogere absolute waarde van de overige indicatoren wijst op een minder goed resultaat.

eurogebied, omdat de verschillende beschikbare indicatoren uiteenlopende signalen uitzenden. Daarnaast is het belangrijk te weten dat de meeste aandelenemissies in België betrekking hebben op niet-genoteerde aandelen, waarvoor het concept van beleggersbescherming ongetwijfeld minder dwingend is, vooral als deze middelenstromen verlopen tussen verbonden ondernemingen. De rechten van de schuldeisers lijken in België dan weer iets uitgebreider dan in het eurogebied.

Inzake concurrentie is België één van de landen van het eurogebied waar de banksector het meest geconcentreerd is, zoals onder meer blijkt uit de Herfindhal-concentratie-index. Daarentegen is de penetratiegraad van de buitenlandse banken veel hoger in ons land dan in het eurogebied. Dit geeft een uiteenlopend beeld te zien van de daadwerkelijke concurrentie die ten aanzien van de Belgische ondernemingen geldt.

Tot slot is het nominale belastingtarief van de ondernemingen iets hoger dan dat van het eurogebied, zodat de fiscaliteit een factor kan vormen die het niveau van de Belgische *debt-to-equity*-ratio kan opdrijven.

## Conclusie

Om een analyse te maken van de financiering van de ondernemingen, dient rekening te worden gehouden met verschillende factoren die aanleiding kunnen geven tot

belangrijke onderlinge verschillen, met name hun grootte en hun bedrijfstak.

Wanneer rekening wordt gehouden met de grootte, en de sectorale verschillen worden geneutraliseerd, worden weinig verschillen vastgesteld tussen de schuldgraad van de kleine, middelgrote en grote ondernemingen. Daarentegen lijkt de schuldstructuur af te hangen van de ondernemingsgrootte: de kleine ondernemingen zijn in sterkere mate afhankelijk van bankkrediet. Dit wordt bevestigd door de hoge aanwendingsgraad van kredieten door deze laatste. Uit enquêtes blijkt evenwel dat de toegang tot financiering geen grote beperking vormt voor de kmo's, ongeacht of ze Belgisch zijn of Europees, en dat ze de toegang tot financiering, en meer bepaald de toegang tot bancaire financiering, als vrij makkelijk beschouwen.

Daarentegen verschilt de financiële structuur van de ondernemingen sterk van de ene sector tot de andere. Dit hangt grotendeels af van de intrinsieke activiteit en van de omvang van de investeringen die ermee samenhangen. De sectoren met een hoge investeringsquote, zoals de transport- en communicatiesector of de energiesector, financieren zichzelf voornamelijk op de lange termijn. Door hun overvloedige eigen middelen kunnen ze hun financiële situatie in evenwicht houden. Omgekeerd hebben de arbeidsintensieve sectoren, zoals de bouw of de handel, heel wat hogere *debt-to-equity*-ratios; hun schuld is hoofdzakelijk op korte termijn en ze doen een ruim beroep op handelskredieten.



Uit een verdere analyse van de verwerkende nijverheid blijken tevens verschillen in financiële structuur tussen de zogenaamde innoverende ondernemingen en niet-innoverende ondernemingen. Zo doen de ondernemingen van de innoverende sectoren, de chemische industrie buiten beschouwing gelaten, minder vaak een beroep op bankkrediet en ontvangen ze vaker korte-termijnkredieten dan de ondernemingen van de niet-innoverende sectoren. Dit kan het voornemen van de uitleners weergeven om hun gelopen risico te beperken, onder meer door te dreigen het krediet niet te verlengen en de bedrijfsleider zo tot efficiënt beheer aan te zetten.

Uit de kwalitatieve enquêtes blijkt dat de financiële beperking zich sterker zou doen gevoelen bij de innoverende ondernemingen dan bij de kmo's in het algemeen.

Dit wijst op een specifieke financieringsbehoefte van de innoverende kmo's. In de vroege fasen van hun ontwikkeling zijn deze ondernemingen immers bijna uitsluitend afhankelijk van de persoonlijke middelen van de ondernemer en van zijn verwanten, terwijl *venture capital* slechts ten dele de financieringsrol overneemt in de latere fasen.

Wat ten slotte de financieringsstructuur betreft, blijkt uit een vergelijking van de Belgische ondernemingen met hun Europese tegenhangers, na neutralisering van de specifieke kenmerken eigen aan de omvang en de bedrijfstak, dat de Belgische ondernemingen zich onderscheiden door belangrijkere kapitaalemissies. Deze situatie wordt in de hand gewerkt door overvloedige financiële stromen binnen de groepen, alsook door een gunstige institutionele context.

## Bijlage

**TABEL A** INDICATOREN INZAKE FINANCIËLE STRUCTUUR: INVLOED VAN DE OMVANG<sup>(1)</sup>  
(procenten, gemiddelden 1995-2005)

	Schuld / eigen middelen ( <i>debt-to-equity</i> )	Schuld / totale activa ( <i>debt-to-assets</i> )	Schuld / omzet	Schuld / <i>cash-flow</i>	Uitgegeven eigen middelen / omzet	
Kleine .....	165,0	58,1	147,3	8,2	124,6	
Middelgrote .....	175,8	58,5	85,6	9,8	56,6	
Grote .....	164,5	55,2	71,8	9,5	34,4	
	Schulden ten aanzien van kredietinstellingen / totale activa	Handelsschulden / totale activa	Andere schulden / totale activa	Vlottende activa / schuld op korte termijn	Vaste activa / schuld op lange termijn	
Kleine .....	16,7	16,6	24,7	135,2	263,5	
Middelgrote .....	14,1	22,1	22,3	136,8	288,2	
Grote .....	11,7	17,8	25,8	112,8	350,5	
	Uitgegeven eigen middelen / totale activa	(Schuld + uitgegeven eigen middelen) / totale activa	Schuld op korte termijn / totale schuld	Schulden ten aanzien van kredietinstellingen / totale schuld	Rentelasten / totale schuld	Rentelasten / <i>cash-flow</i>
Kleine .....	26,5	84,5	67,0	29,2	3,9	32,7
Middelgrote .....	22,7	81,2	71,2	24,3	2,9	29,7
Grote .....	22,5	77,8	66,6	21,5	3,2	27,3
	Vlottende activa / totale activa	Materiële vaste activa / totale activa	Financiële vaste activa / totale activa	Liquiditeiten / totale activa	Investeringen / omzet	Investeringen / toegevoegde waarde
Kleine .....	51,2	25,1	21,2	6,0	24,8	59,6
Middelgrote .....	55,9	21,5	19,0	4,0	8,7	28,5
Grote .....	42,2	18,7	35,7	1,8	12,2	45,4

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Aangepaste indicatoren zodat de sectorale spreiding identiek is binnen elke grootteklasse.

**TABEL B** INDICATOREN INZAKE FINANCIËLE STRUCTUUR: INVLOED VAN DE BEDRIJFSTAK <sup>(1)</sup>  
(procenten, gemiddelden 1995-2005)

	Schuld / eigen middelen ( <i>debt-to-equity</i> )	Schuld / totale activa ( <i>debt-to-assets</i> )	Schuld / omzet	Schuld / <i>cash-flow</i>	Uitgegeven eigen middelen / omzet	
D .....	150,9	57,0	58,5	6,7	22,0	
E .....	48,7	30,4	142,6	3,6	136,6	
F .....	332,4	70,7	75,2	14,2	11,7	
G .....	212,1	65,5	31,7	12,8	8,4	
H .....	232,8	57,1	79,9	8,8	41,4	
I .....	181,9	57,3	73,7	8,8	31,5	
K .....	99,5	47,9	282,4	10,2	268,4	
	Schulden ten aanzien van kredietinstellingen / totale activa	Handelsschulden / totale activa	Andere schulden / totale activa	Vlottende activa / schuld op korte termijn	Vaste activa / schuld op lange termijn	
D .....	13,1	16,4	27,6	120,9	272,6	
E .....	8,4	10,7	11,3	167,0	508,1	
F .....	10,0	44,2	16,6	123,0	282,9	
G .....	14,8	28,6	22,1	118,3	316,7	
H .....	18,0	8,4	30,7	100,9	641,2	
I .....	17,0	14,6	25,7	102,2	258,6	
K .....	13,9	6,0	28,1	146,3	353,9	
	Uitgegeven eigen middelen / totale activa	(Schuld + uitgegeven eigen middelen) / totale activa	Schuld op korte termijn / totale schuld	Schulden ten aanzien van kredietinstellingen / totale schuld	Rentelasten / totale schuld	Rentelasten / <i>cash-flow</i>
D .....	21,4	78,4	65,0	22,7	3,4	23,0
E .....	32,5	62,9	47,2	28,2	3,2	11,5
F .....	11,9	82,6	84,3	14,7	1,7	19,0
G .....	17,3	82,7	81,4	22,3	3,2	39,9
H .....	27,0	84,1	61,9	31,1	3,9	36,2
I .....	23,6	80,8	55,3	29,9	3,4	29,3
K .....	38,8	86,7	67,0	28,4	3,9	40,6
	Vlottende activa / totale activa	Materiële vaste activa / totale activa	Financiële vaste activa / totale activa	Liquideiten / totale activa	Investerings / omzet	Investerings / toegevoegde waarde
D .....	45,3	20,2	31,6	3,6	10,6	40,0
E .....	21,4	36,1	31,2	1,1	32,0	33,7
F .....	72,6	15,1	10,4	4,6	7,2	29,3
G .....	63,0	13,2	21,4	5,1	3,0	31,9
H .....	29,3	32,0	36,3	4,1	12,5	26,6
I .....	32,6	42,6	20,0	3,5	15,5	42,3
K .....	46,3	11,8	40,1	2,0	40,1	96,9

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Aangepaste indicatoren zodat de spreiding per grootteklasse identiek is binnen elke bedrijfstak.

## Bibliografie

- Baeyens K. en S. Manigart (2006), *Follow-on Financing of Venture Capital Backed Companies: the Choice between Debt, Equity, Existing and New Investors*, Vlerick Leuven Gent Working Paper 2006/5, 51 p.
- Berger A. en G. Udell (1998), *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 613-673.
- Bozkaya A. en B. Van Pottelsberghe (2004), *The Financial Architecture of Technology-Based Small Firms in Belgium, an Explorative Study*, Solvay Business School Working Papers, 04/027, 13 p.
- Carpenter R.E. en B.C. Petersen (2005), *Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing in Finance Markets, New Economy and Growth*, Luigi Paganetto, (Ed.), Rome, pp. 143-162.
- CRB (2001), *De ondernemingsgeest in de praktijk*, Sociaal-economische nieuwsbrief, nr. 59, januari, pp. 3-16.
- ECB (2007), *Corporate Finance in the Euro Area*, Structural Issues Report, mei, 132 p.
- Europese Commissie (2004), *Innovation in Europe. Results for the EU, Iceland and Norway. Data 1998-2001*, Luxemburg, 295 p.
- Europese Commissie (2005), *SME access to finance*, Flash Eurobarometer, nr. 174, oktober, 142 p.
- EVCA (1996-2006), *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, EVCA yearbook 1996-2006.
- EVCA (2006), *Benchmarking European Tax and Legal Environments. Indicators of Tax and Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe*, december, 174 p.
- Hartmann P., A. Ferrando, F. Fritzer, P. Heider, B. Lauro en M. Lo Duca, *The performance of the European Financial System*, ECB Occasional Papers, forthcoming.
- OESO (1997), *Revision of the High-Technology Sector and Product Classification*, Parijs, Frankrijk, 136 p.
- OESO (2006), *The SME Financing Gap, Volume I, Theory and Evidence*, Parijs, Frankrijk, 136 p.
- Rigo C. (2001), *Le financement des entreprises par capital-risque*, NBB Working Paper, nr. 13, februari.