



Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden

Risico's door Nederlandse bedrijfsschulden zijn het afgelopen decennium afgenomen, doordat schuldratio's zijn gedaald en schulden beter houdbaar zijn geworden.

Bedrijven hebben hogere financiële buffers om schokken op te vangen. Problematische schulden concentreren bij jonge, kleine, verlieslatende bedrijven met weinig onderpand, maar deze groep is klein en over tijd gekrompen.

Bedrijfsschulden vormen daarmee geen groot risico voor de financiële stabiliteit.

De verbetering in de schuldposities is vooral gedreven doordat bedrijven zich toenemend met eigen vermogen hebben gefinancierd en winsten sterk zijn toegenomen. Op lange termijn is wel essentieel dat bedrijven voldoende financiering kunnen aantrekken om productieve investeringen te doen.

CPB - juni 2024

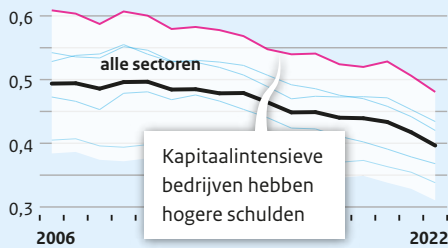
Sander Lammers, Friso Scheepstra,
Adam Elbourne

Schuldpositie bedrijven verbeterd

Risico's door Nederlandse bedrijfsschulden zijn het afgelopen decennium afgenomen, doordat schuldratio's zijn gedaald en schulden beter houdbaar zijn geworden.

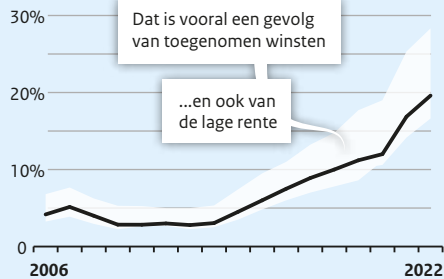
1 Schuldratio lager

Bedrijven zijn zich meer met eigen vermogen gaan financieren



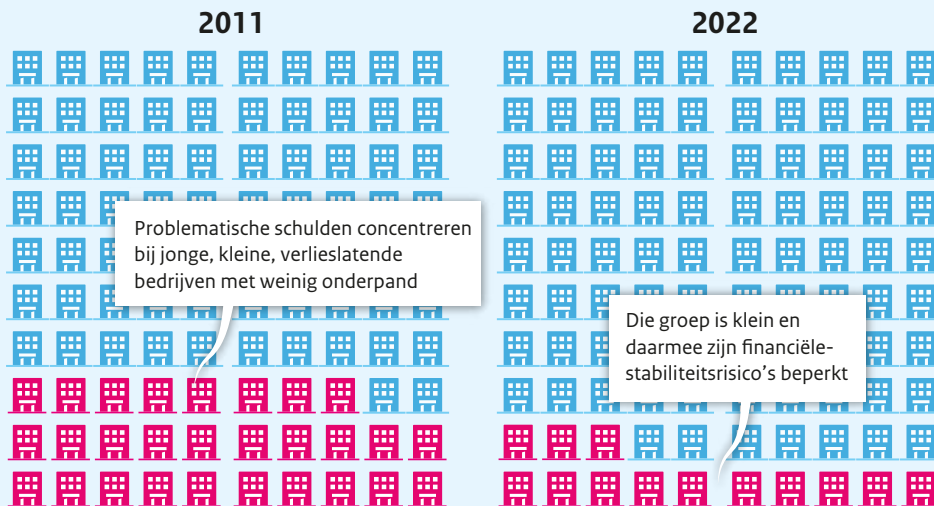
2 Rentedeckingsgraad verbeterd

Bedrijven kunnen rentelasten steeds beter betalen.



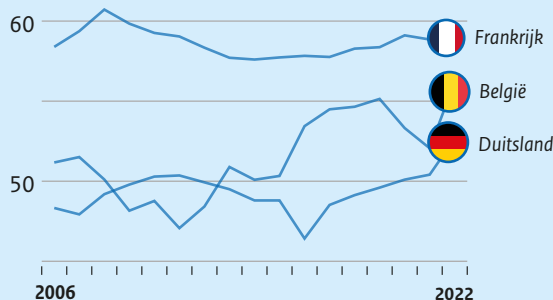
3 Minder bedrijven met lage rentedeckingsgraad

De fractie bedrijven waar zich potentieel **problematische schulden** concentreert, is over tijd gekrompen



4 Opvallend verschil met buitenland

De schuldratio is in omliggende landen niet gedaald.



De keerzijde van gedaalde schuldratio's

De ontwikkeling roept wel vragen op of bedrijven zich voldoende kunnen financieren om productieve investeringen te doen, essentieel voor

- productiviteitsgroei
- economische ontwikkelingen



1 Inleiding

1.1 Relevantie en risico's van bedrijfsschulden

Bedrijfsschulden hebben een essentiële economische functie bij het financieren van productieve investeringen. Met schuld financieren bedrijven hun activiteiten en investeringen, daar waar financiering met eigen vermogen niet toereikend of niet optimaal is. Voor de verstrekkers van schulden, zoals banken, is een belangrijke screeningsrol weggelegd: zij financieren bedrijven (of projecten van bedrijven) die naar verwachting economisch waarde toevoegen. Schuldfinanciering kan daarmee bedrijven disciplineren en excessieve risico's beperken die bedrijven met projecten nemen.

Schuldfinanciering gaat ook gepaard met financiële en reëel-economische risico's, en overmatige schuldgroei ligt vaak ten grondslag aan financiële crises. Ten eerste kunnen er door hoge schulden en hoge schuldlasten wanbetalingsrisico's ontstaan (een financieel risico). Daardoor komen bedrijven mogelijk in faillissement terecht en is de kredietverschaffer zijn geld kwijt, of raakt hij mogelijk zelf in faillissement. Als dit in groten getale plaatsvindt, bijvoorbeeld door een economische schok, kan dat tot aanzienlijke verliezen bij kredietverschaffers leiden en een financieel stabiliteitsrisico vormen. Ten tweede kan ook het gebruik van kortetermijnfinanciering een risico vormen (*rollover risk*). Kortetermijnschuld moet frequenter worden geherfinancierd en is daarmee gevoeliger voor renteveranderingen op de korte termijn.¹ Ten slotte kunnen schulden gepaard gaan met reëel-economische risico's. Hoge schuld en/of schuldlasten kunnen bijvoorbeeld een rem zijn op investeringen en daarmee productiviteitsgroei (*debt overhang*). Ook lage schuld kan een economisch risico zijn als bedrijven zich niet in voldoende mate met schuld kunnen financieren, en daardoor geen productieve activiteiten kunnen ondernemen.

In deze studie analyseren we kwetsbaarheden in de samenstelling van de Nederlandse bedrijfsschulden in het licht van de recent sterk gestegen rente, maar ook in de context van een dalende trend in de investeringsquote. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft sinds het najaar van 2022 de beleidsrente² stapsgewijs verhoogd van 0,00% tot 4,00% in het najaar van 2023.³ Parallel aan deze verhoging zijn ook rentes op bedrijfsschulden rap toegenomen en bevindt de gemiddelde rente op deze leningen in Nederland zich op het hoogste niveau sinds de Grote Financiële Crisis ('GFC', zie figuur 1.1). Voor bedrijven met hoge schuld niveaus en rentelasten kan een dergelijke renteschok de nodige risico's opleveren. Tegelijkertijd geldt dat de (bancaire) kredietgroei aan Nederlandse bedrijven tussen 2014 en 2020 in Nederland gestagneerd is (zie figuur 1.1).⁴ Hoewel dit gunstig is voor de schuldhoudbaarheid van bedrijven en hun financiers, roept deze ontwikkeling ook de vraag op in hoeverre bedrijven toegang hebben tot schuldfinanciering om productieve investeringen te financieren.

¹ Bijlage A gaat dieper en vollediger in op de mechanismes achter zowel de noodzaak als risico's van bedrijfsschulden.

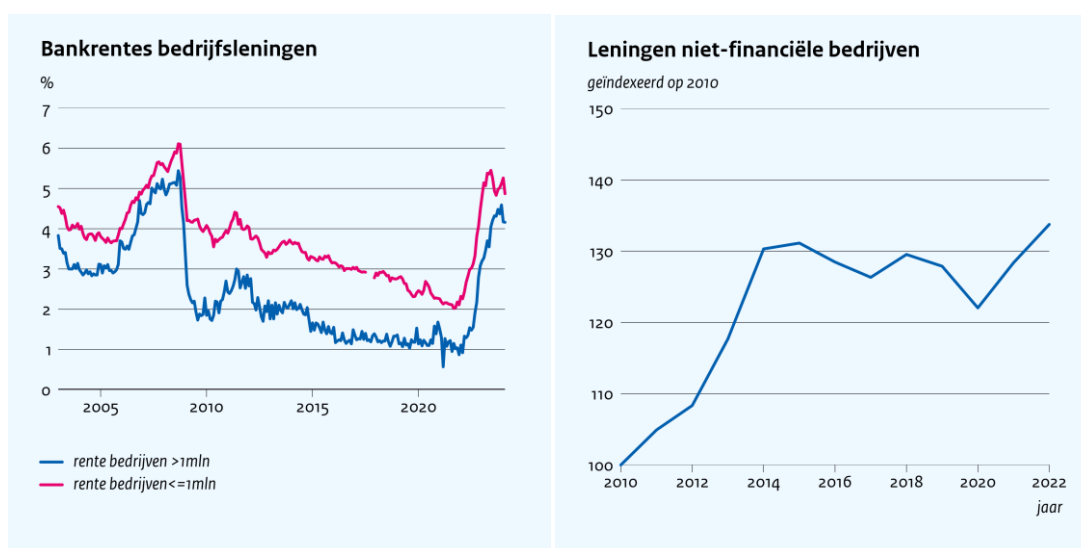
² Het betreft hier de rente op de *deposit facility* van de ECB.

³ Stand per eind april 2024.

⁴ Sinds 2020 trok de kredietverlening weer aan, mede als gevolg van de *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO's) waarmee banken gunstig geprijsde financiering konden aantrekken ten behoeve van bedrijfsleningen, bankgaranties door de overheid en een vraag naar liquiditeit tijdens de coronacrisis. In hoofdstuk 3 beschrijven we hoe schuldfinanciering zich heeft ontwikkeld vanuit microperspectief, waarbij de stagnatie in schuldfinanciering zichtbaar is over economische sectoren en grootteklassen heen, en staan we nader stil bij de mogelijke verklaringen hiervoor.

Deze studie gebruikt administratieve microdata van de hele populatie aan Nederlandse bedrijven om de ontwikkeling en verdeling van schulden van Nederlandse bedrijven systematisch in kaart te brengen. Ook al staat de schuldquote er gemiddeld gunstig voor, schulden kunnen aanzienlijk verschillen tussen sectoren en tussen grootteklassen, waardoor bij bepaalde groepen bedrijven door recent sterk gestegen rentes sprake kan zijn van problematische schulden en rentelasten. Ook weten we dat macro-economische cijfers over schulden vertekend worden door fiscale constructies ten behoeve van belastingoptimalisatie (zie hoofdstuk 2). Met microdata kunnen we hiervoor corrigeren. In eerdere publicaties van het Centraal Planbureau (Van Veldhuizen et al., 2014), De Nederlandsche Bank en internationale instellingen (OECD, IMF) is de financiële positie (liquiditeit, solvabiliteit) van Nederlandse bedrijven in kaart gebracht naar sector en bedrijfsgrootte. Daarbij zoomen enkele publicaties in op financiële posities van bedrijven tijdens de coronacrisis. Het ontbreekt in de beleidsmatige literatuur echter nog aan een fijnmazig en recent inzicht in de verdeling van bedrijfsschulden in Nederland.⁵

Figuur 1.1 Ontwikkeling rentes nieuwe bedrijfsleningen (links) en groei bedrijfsleningen (rechts)



Figuurnoot: Links weergegeven is de gemiddelde rente op alle nieuwe bedrijfsleningen en herfinancieringen in Nederland na aflopen rentevaste periode in de periode 2000-2024. Rechts weergegeven is de mutatie in de uitstaande hoeveelheid kredieten aan bedrijven door ‘monetaire financiële instituten’. Dit betreft banken, geldmarktfondsen en financiële intermediairs (zie [link](#)). Financiering door overige partijen die financiering verstrekken aan bedrijven (de zogenoemde Overige Financiële Instellingen) is in deze figuur niet weergegeven.

Bron: ECB (bankrentes) en Eurostat (leningen)

1.2 Focus van deze studie

In deze studie brengen we de **schuldhoogte, de schuldhoudbaarheid en combinaties daarvan voor Nederlandse bedrijven in kaart**. Zoals beschreven in paragraaf 1.1, gaan zowel (te) hoge als (te) lage schulden gepaard met financiële en reëel-economische risico's. We analyseren daarom eerst de verdeling van de *schuldhoogte* en brengen in beeld waar zich kwetsbaarheden bevinden. Dit doen we door de verdeling van de schuldratio in kaart te brengen naar bedrijfskenmerken: sector, grootte, beschikbaarheid van onderpand, en arbeidsproductiviteitsgroei. Vervolgens analyseren we de *schuldhoudbaarheid*, die we benaderen door de rentedekkingsgraad (*interest coverage ratio*) en brengen die in kaart voor dezelfde bedrijfskenmerken. De rentedekkingsgraad geeft aan in hoeverre bedrijven rentelasten kunnen betalen (uit operationele winsten) en is daarmee indicatief voor de houdbaarheid van de schuld. Een negatieve rentedekkingsgraad betekent dat

⁵ Zie bijvoorbeeld Freeman et al. (2021); Lammers et al. (2021); De Winter et al. (2021). In een recent rapport toont het IMF (2024) tevens enkele ontwikkelingen in bedrijfsschulden. Deze cijfers blijven echter op het niveau van het gehele bedrijfsleven.

bedrijven te weinig winst boeken om de rente op de schuld te betalen. Ten slotte analyseren we combinaties van schuldhoogtes en houdbaarheid en vergelijken we schuldhoogte en -houdbaarheid met bedrijven uit andere landen. Het kader licht deze belangrijkste variabelen in meer detail toe; in bijlage C volgt een beschrijving van alle gebruikte variabelen.

We analyseren de verdeling van bedrijfsschulden in de periode 2006-2022 en zoomen in op een aantal specifieke momenten. We kiezen ervoor om zo ver terug te gaan als de beschikbare data toelaten om de historische verdeling van bedrijfsschulden in kaart brengen en veranderingen over tijd laten zien. De volgende sectie beschrijft de gebruikte data en laat zien dat we terug kunnen gaan tot 2006 en dat 2022 het meest recente jaar is waarover data beschikbaar zijn. We zoomen in de analyse in op een aantal specifieke jaren met een interval van circa vijf jaar:⁶ 2006, 2011, 2016 en 2022. Zo kunnen we de ontwikkeling van bedrijfsschulden voor en na de GFC (2006 versus 2011), net als voor en na de coronacrisis (2016 versus 2022) in beeld brengen. Sinds de coronacrisis hebben veel Nederlandse bedrijven ook de Belastingdienst als schuldeiser (door het verleende uitstel van belastingbetalingen tijdens de coronacrisis). Daarom wordt in hoofdstuk 4 tevens geanalyseerd hoe die coronabelastingschuld is verdeeld.

De in deze studie gepresenteerde relaties zijn descriptief van aard zijn en dienen niet als causale verbanden te worden geïnterpreteerd. De gepresenteerde descriptieve analyses in de volgende hoofdstukken geven inzicht in de verdeling van bedrijfsschulden in Nederland, maar vertegenwoordigen daarmee nog geen causale verbanden.

⁶ Met uitzondering van 2022, om twee redenen: i) 2021 was een coronajaar, ii) er is recentere data beschikbaar.

Operationalisering van de belangrijkste variabelen

Schuldratio. We analyseren de schuldhoogte via de schuldratio (*leverage ratio*) die op bedrijfsgroepsniveau wordt gedefinieerd als de totale schuld (ongeacht de schuldverstrekker) gedeeld door de totale omvang van de balans. Ook tonen we de gewogen gemiddelde schuldratio, waarbij we meer gewicht toekennen aan bedrijven met een grote balans. Voor de volledigheid geven we ook de mediaan weer. De schuldratio is *gewinsorized* op 1% ('aan de bovenkant'), wat betekent dat de bovenste staart van de verdeling (waardes boven het 99^e percentiel) wordt vervangen door de schuldratio op de grens van het 99^e percentiel. *Winsorizing* wordt hier toegepast om het effect van extreme *outliers* op de verdeling van de schuldhoogte te beperken. De onderkant van de verdeling is niet *gewinsorized*, omdat zeer lage schuldratio's vaker voorkomen en juist relevant kunnen zijn.

Schuldhoudbaarheid. De houdbaarheid van schulden analyseren we aan de hand van de 'rentedekkingsgraad' (*interest coverage ratio*). Deze ratio wordt berekend door de operationele winst voor rente-inkomsten en uitgaven en voor belasting (*EBIT*) te delen door de (bruto) rentebetalingen. De rentedekkingsgraad geeft weer in hoeverre bedrijven rentelasten (op schulden) kunnen dragen met hun operationele winsten. Het geeft dus weer hoeveel financiële ruimte er is om een eventuele stijging in rentelasten op te vangen. Omdat de spreiding in de rentedekkingsgraad in onze dataset heel hoog is, kiezen we ervoor om alleen de mediaan van de rentedekkingsgraad weer te geven. Net zoals bij de schuldratio, wordt ook de rentedekkingsgraad *gewinsorized*.

Onderpandsratio en arbeidsproductiviteit. We benaderen hoeveel onderpand een bedrijf heeft, wat in het geval van wanbetaling opgeëist kan worden door een schuldverstrekker en aldus het verlies kan beperken. Bovendien vergemakkelijkt de beschikbaarheid van onderpand de toegang tot schuldfinanciering en zijn er aanwijzingen dat bedrijven die minder (fysiek) onderpand hebben, maar wel immaterieel onderpand, zich moeilijker met schuld kunnen financieren. We berekenen de onderpandsratio door te berekenen hoeveel vaste activa (machines, gebouwen, enzovoort) een bedrijf heeft ten opzichte van het balanstotaal. Daarnaast berekenen we per jaar het niveau aan arbeidsproductiviteit, dat wordt gedefinieerd als de toegevoegde waarde op bedrijfsniveau gedeeld door het gerapporteerde aantal betaalde werkuren. Bijlage C geeft een overzicht van de belangrijkste variabelen en hoe deze zijn berekend. Verder presenteert bijlage E de descriptieve statistiek van variabelen in de dataset (gemiddeldes, mediaan, standaarddeviatie), waaruit blijkt dat de spreiding hoog is.

1.3 Databronnen en sample

We gebruiken microdatabestanden van het CBS om patronen bij bedrijven in kaart te brengen. Het betreft gedetailleerde informatie over financiële gegevens op bedrijfsniveau, voor alle bedrijven in Nederland. Deze data stellen ons in staat om, over tijd, op bedrijfsniveau financiële ontwikkelingen op een consistente manier in kaart te brengen. We gebruiken microdatabestanden op het individuele bedrijfsniveau voor Nederlandse bedrijven en geaggregeerde data op sectorniveau voor bedrijven in het buitenland (zie hoofdstuk 5). We koppelen data uit het Algemeen Bedrijven Register (ABR) aan data uit de Financiën van niet-financiële ondernemingen (NFO) en de zogenoemde Polisadministratie (POLIS, data over banen en lonen). Met deze samengestelde dataset analyseren we de hoogte en houdbaarheid van schulden. Voor het analyseren van coronaschulden maken we gebruik van maatwerkdata van het CBS, die op bedrijfsniveau bevatten of en hoeveel resterende coronabelastingschuld een bedrijf nog heeft uitstaan. De peildatum van deze coronabelastingschuld is juni 2022.⁷ Het koppelen van de ABR-, NFO- en de POLIS-bestanden resulteert in een dataset die financiële gegevens op bedrijfspgroepsniveau bevat over de periode 2006 tot en met 2022 (financiële gegevens telkens per jaareinde). De dataset is een zogeheten ongebalanceerd panel, wat in dit geval betekent dat het aantal bedrijven per jaar niet gelijk is vanwege uit- en toetreding van bedrijven.

We corrigeren zoveel mogelijk voor schulden van bv's die vermoedelijk bestaan voor belastingoptimalisatie. Recent onderzoek door het CPB en het Ministerie van Financiën laat zien dat er een aanzienlijk aantal bv's in Nederland bestaan die vermoedelijk worden gebruikt voor belastingplanning (Deinum et al., 2022; Ministerie van Financiën, 2023). Het betreft hier bv's die bestaan om (privé)vermogen te beheren (spaar- en beleggings-bv's), pensioenvermogen te beheren (pensioen- en stamrecht-bv's), vastgoed beheren en/of verhuren (vastgoed en verhuur bv's), een zogeheten Doorstroomvennootschap zijn of niet meer actief zijn ('lege hulzen'). Deze 'bijzondere' bv's vertegenwoordigen samen slechts ongeveer 10% van alle omzet die door bv's worden gegenereerd, maar hebben een disproportioneel aandeel in de totale schuld en het eigen vermogen van Nederland als geheel. Als deze bv's in onze dataset zouden blijven, zou dat de analyse van bedrijfsschulden vertekenen, omdat het ten koste gaat van de representativiteit van de bedrijvenpopulatie. Er wordt in deze 'bijzondere' bv's namelijk veel vermogen opgepot, zonder dat dit vermogen noodzakelijkerwijs wordt gebruikt om bedrijfsactiviteiten mee te financieren (Deinum et al., 2022). Waar mogelijk filteren we deze bv's uit onze dataset. Bijlage B beschrijft in meer detail de methodologische keuzes die gemaakt zijn.

1.4 Leeswijzer en belangrijkste bevindingen

Het vervolg van deze studie is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 brengen we de schuldhoogte van Nederlandse bedrijven in kaart, afgezet tegen de bedrijfsbalans. De analyse laat ten eerste zien dat Nederlandse bedrijven over de periode 2006-2022 fors minder schuld zijn gaan aanhouden, een trend die zichtbaar is over de sectoren heen. We laten tevens zien dat bedrijven dit hebben kunnen doen door het inhouden van een deel van hun flink gestegen bedrijfswinsten. In hoofdstuk 3 zoomen we in op de rentelasten, en tonen we aan dat parallel aan de gedaalde schulden, lagere rentes en hogere winsten de rentelasten van Nederlandse bedrijven in de periode 2006-2022 flink gedaald zijn als aandeel van hun winsten. Daar waar winsten van het mediane bedrijf in de periode 2006-2014 nog vijf keer zo hoog waren als rentelasten, was dit in 2022 meer dan 20 keer zo hoog. Ook dit geldt over de sectoren en grootteklassen heen. In hoofdstuk 4 brengen we specifieke kwetsbaarheden in kaart door schuldquotes, rentelasten en een aantal andere mogelijke kwetsbaarheden (waaronder aanwezigheid van korte termijnschuld en coronabelastingschuld) te combineren. Hieruit blijkt dat de groep bedrijven in de minst gunstige positie (hoge schuld, hoge rentelasten) klein is, en tussen 2006 en 2022

⁷ Recenter is op het moment van schrijven niet beschikbaar.

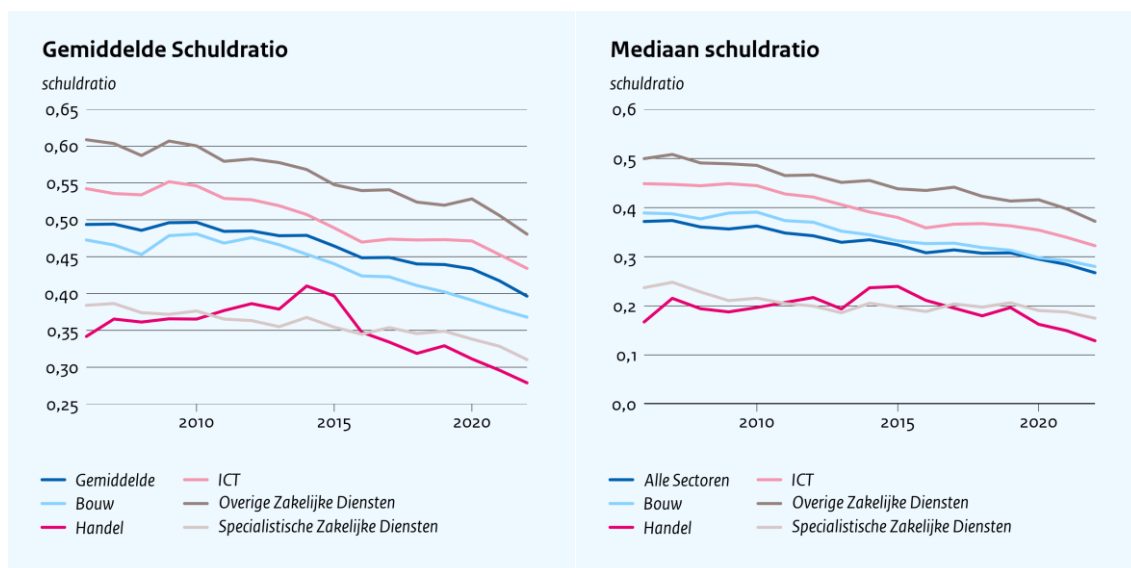
bovendien gekrompen (van 6% naar 3% van de bedrijven). In hoofdstuk 5 vergelijken we de ontwikkeling van de Nederlandse bedrijfsschulden en rentelasten met die van een aantal Europese landen. Daar zien we een vergelijkbaar patroon voor de rentelasten, maar zijn schuldratio's juist relatief stabiel. In hoofdstuk 6 presenteren we onze conclusies. De belangrijkste zijn dat bedrijven door de dalende schuldquote enerzijds weerbaarder zijn geworden, en hun financiers minder risico lopen, maar dat deze ontwikkeling ook vragen oproept over de gevolgen hiervan voor bedrijfsinvesteringen en economische ontwikkeling in het algemeen. Dit vraagt om nader onderzoek.

2 Ontwikkeling schuldhoogte Nederlandse bedrijven

2.1 Ontwikkelingen naar sector

Schuldratio's van Nederlandse bedrijven zijn gedaald in de periode 2006-2022. Tussen 2006 en 2010 waren schuldratio's gemiddeld genomen vrijwel constant, tussen 2010 en 2014 daalde de ratio licht en na 2014 was er sprake van een relatief sterke daling. Om een zo volledig mogelijk beeld te geven van de ontwikkeling van de schuldratio, geeft figuur 2.1 de ontwikkeling van het gemiddelde en de mediaan van de schuldratio weer. Ook laat deze figuur de ontwikkeling van de schuldratio's voor de vijf grootste sectoren zien (naar aantal bedrijven in een bepaald jaar).

Figuur 2.1 Ontwikkeling schuldratio's Nederlandse bedrijven



Bron: CBS, CPB-bewerking

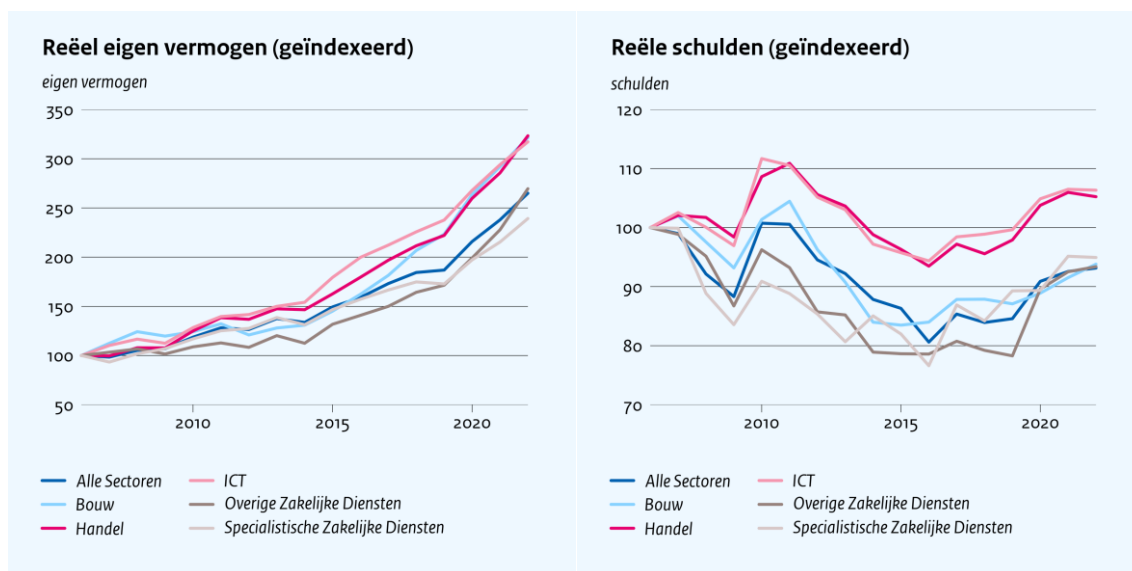
Schuldratio's van Nederlandse bedrijven laten een opvallend grote spreiding zien tussen sectoren, met hogere schuldratio's bij de kapitaalintensievere sectoren. Deze kapitaalintensievere sectoren (zoals de ICT-sector, het verhuur van roerende goederen en de bouwnijverheid) gebruiken dus relatief meer schuld dan eigenvermogenfinanciering. Een voor de hand liggende verklaring is dat kapitaalintensievere sectoren meer vaste activa op de balans hebben, die als onderpand kunnen worden gebruikt bij schulden, zoals bankleningen. Daardoor kunnen zij relatief hogere schulden aangaan (Rampini & Viswanathan, 2013). Een andere verklaring is dat kapitaalintensievere sectoren om grote investeringen vragen, in machines of gebouwen bijvoorbeeld, waarvoor eigen vermogen niet toereikend is of niet direct beschikbaar is.

De daling in de schuldratio tussen 2006 en 2022 is gedreven door een toename in het eigen vermogen, die op zijn beurt is gestegen door ingehouden winsten. De daling in de schuldratio roept de vraag op waardoor deze is gedreven. Is dat door een 'eigenvermogeneffect': een absolute stijging in het eigen vermogen? Of door een 'schuldeffect': een daling in het gebruik van schuld of stijging die beperkter is dan de toename in het eigen vermogen. Zoals blijkt uit figuur 2.2, is het eerste effect dominant. Sinds 2010, vanaf wanneer schuldratio's

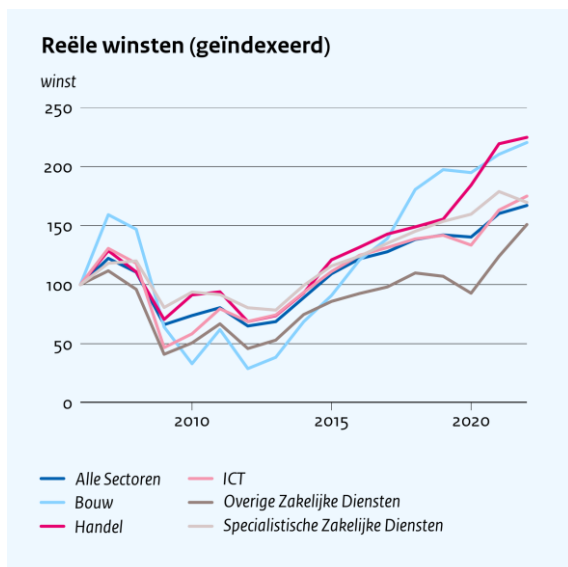
begonnen te dalen, is het (reëel) eigen vermogen van Nederlandse bedrijven gemiddeld bijna verdrievoudigd, terwijl schulden in reële termen niet zijn toegenomen. Het eigen vermogen is dus veel sterker toegenomen dan de schulden. De toename in het eigen vermogen is op zijn beurt een gevolg van gestegen winsten onder bedrijven (wederom na 2010), die zijn ingehouden (dus niet als dividenden zijn uitgekeerd) en bij het eigen vermogen zijn opgeteld.

Met de toename van het eigen vermogen, hebben bedrijven een grotere buffer om schokken op te vangen. De daling in de schuldratio betekent dat bedrijven een grote buffer aan eigen vermogen hebben. Bedrijven zijn daarmee over het algemeen meer solvabel geworden. Ze kunnen deze eigenvermogenbuffer ten tijde van negatieve economische schokken gebruiken om verliezen op te vangen. Dat kan ook het wanbetalingsrisico op schuld beperken.⁸ Bovendien kunnen buffers gebruikt worden om snel te investeren, bijvoorbeeld als zich een onverwachte kans voordoet (een positieve schok).

Figuur 2.2 Groei in eigen vermogen, schulden en winsten (in reële bedragen en geïndexeerd)



⁸ Nuance: al zal dat wel afhangen van in hoeverre deze buffer 'liquide' te maken is, omdat er activa tegenover staan. In het geval een bedrijf niet aan zijn verplichte schuldbetalingen kan voldoen, zullen mogelijk activa moeten worden gekocht ('worden geliquideerd'). De opbrengsten daarvan kunnen worden gebruikt om aan de schuldverplichting te voldoen.



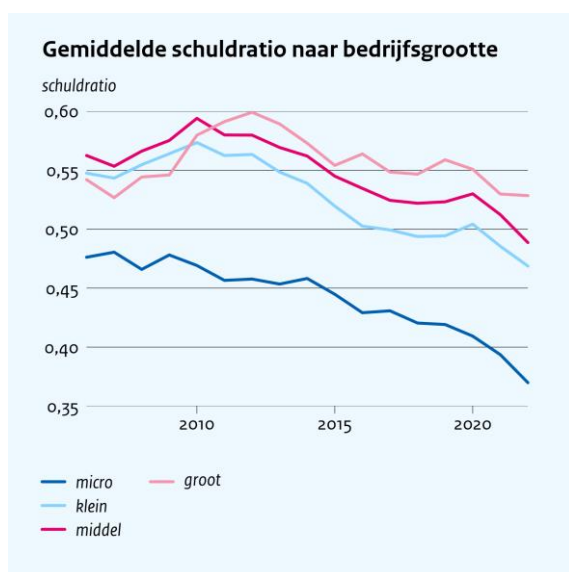
Figuurnoot: Weergegeven zijn de reële (dat wil zeggen gecorrigeerd voor jaarlijkse inflatie, consumentenprijsindex (CPI)) ontwikkelingen in het eigen vermogen, de schulden en netto winsten per sector. Om de mutaties over tijd goed te kunnen zien, zijn de reële bedragen geïndexeerd ten opzichte van 2006 (het startjaar = 100).

Bron: CBS, CPB-bewerking

2.2 Schuldratio's naar bedrijfsgrootte

Grotere bedrijven hebben aanzienlijk hogere schuldratio's dan kleinere bedrijven, wat een indicatie kan zijn van een betere toegang tot schuldfinanciering. In deze sectie laten we de (ongewogen) schuldratio's zien naar bedrijfsgrootte, op basis van het aantal medewerkers (fte-equivalent). Hoewel schuldratio's zijn gedaald ongeacht de bedrijfsgrootte, blijkt dat schuldratio's van grotere bedrijven hoger liggen. Figuur 2.3 geeft de ongewogen schuldratio's weer voor verschillende bedrijfsgroottes. Er zijn verschillende verklaringen voor het verschil. Ten eerste zijn grotere bedrijven – in onze dataset – ook ouder. Oudere bedrijven hebben doorgaans een betere toegang tot bancaire kredieten, omdat ze doorgaans een langer financieel *track record* hebben en daarmee meer en gedetailleerdere informatie kunnen aanleveren voor een lening (Baas & Schrooten, 2006). Ten tweede zijn banken terughoudender in het verstrekken van krediet aan kleinere bedrijven (Beck & Demirgüç-Kunt, 2006). Dat komt mede doordat kleinere bedrijven een hogere kans hebben op faillissement, een minder bewezen bedrijfsmodel hebben of doordat de kredietverlening aan deze bedrijven relatief bewerkelijk is. Mogelijk vertaalt zich dat ook in de duurdere kredieten aan kleinere bedrijven. Ten slotte kunnen grotere bedrijven, in tegenstelling tot bijvoorbeeld het mkb, zich financieren met obligaties (ook een vorm van schuldfinanciering) die op internationale kapitaalmarkten worden verhandeld (Harford & Uysal, 2014).

Figuur 2.3 Schuldratio's naar bedrijfsgrootte



Figuurnot: Weergegeven zijn ongewogen schuldratio's naar het aantal medewerkers (fte-equivalent). We hanteren hiervoor de definitie van de Europese Commissie: 1-10 medewerkers (micro), 11-50 medewerkers (klein), 51-250 medewerkers (middel), >250 medewerkers (groot). Zie [link](#) voor een beschrijving van de classificatie. Bron: CBS, CPB-bewerking

2.3 Schuldratio's naar beschikbaarheid onderpand en productiviteitsgroei

We analyseren de schuldratio naar de verdeling van onderpand en de arbeidsproductiviteitsgroei. We plotten steeds intervallen van tien gelijke delen in de waarde van de variabele (van de onderpandsratio en de productiviteitsgroei⁹) op de x-as¹⁰ en zetten die af tegen de gemiddelde schuldratio (voor de bedrijven in dat interval) op de y-as. We rapporteren dezelfde tijdstippen: 2006, 2011, 2016, 2022, behalve voor de arbeidsproductiviteitsgroei. Productiviteitsgroei tijdens de coronacrisis zijn niet betrouwbaar (Bettendorf & Polder, 2024). Daarom berekenen we niet de arbeidsproductiviteitsgroei tijdens de coronajaren (2020-2022). Het laatste moment waarop we de productiviteitsgroei¹¹ laten zien is daarmee 2016.

Bedrijven met hoge schuldratio's bezitten meer vaste activa (die als onderpand kunnen dienen) en dat beperkt het financiële risico voor een schuldstrekkers. Bedrijven met een hogere schuldratio hebben ook een hogere onderpandsratio, al is het patroon over tijd minder uitgesproken, zeker als het laatste deciel buiten beschouwing wordt gelaten (figuur 2.4). Beschikbaarheid van onderpand vergemakkelijkt de toegang tot schuld.¹² Opvallend is dat bedrijven in de hoogste twee intervallen van de onderpandsratio (telkens de twee rechterstaafjes in de figuur), aanzienlijk hogere schuldratio's kennen dan bedrijven in de andere intervallen.

⁹ Arbeidsproductiviteitsgroei wordt hier steeds over drie jaar berekend (gemiddelde groei per jaar, de *compounded annual growth rate*, CAGR). De keuze om arbeidsproductiviteitsgroei over een langere periode te berekenen, in dit geval drie jaar, is gedreven door aanzienlijke jaarlijkse variatie in de arbeidsproductiviteit en een langere periode reduceert deze ruis. Voorbeeld: als we de schuldratio in 2011 afzetten tegen het deciel productiviteitsgroei in figuur 2.5, heeft dat deciel betrekking op de productiviteitsgroei drie jaar vooruit vanaf 2011 (2012-2014 dus).

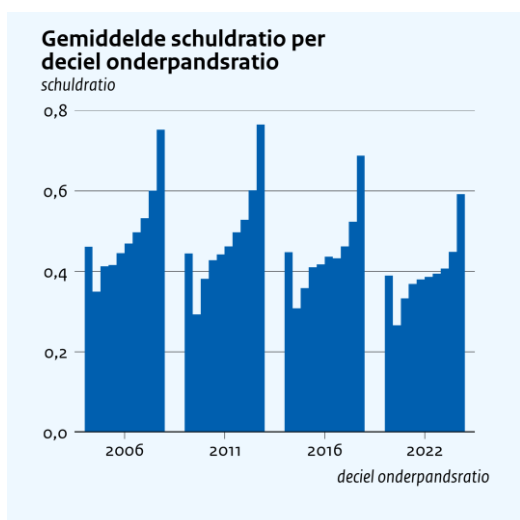
¹⁰ Hoe meer naar rechts op de x-as, des te hoger de waarde van de onderliggende variabele.

¹¹ Dat weerspiegelt dus de productiviteitsgroei over de periode 2016-2019, afgezet tegen de gemiddelde schuldratio in 2016 per interval productiviteitsgroei.

¹² Bancair, maar voor de grotere bedrijven kan dat ook gesecuriteerde leningen/obligaties betreffen waarvoor onderpand doorgaans is vereist.

Een mogelijke verklaring voor dit patroon is dat schuldstrekkers meer en vaker onderpand vereisen als een bedrijf reeds veel schuld heeft (Tirole, 2006). Het is denkbaar dat schuldstrekkers substantieel meer onderpand vereisen, omdat deze bedrijven al hoge schuldratio's hebben. Ook kan de sectorale samenstelling een rol spelen: kapitaalintensieve sectoren hebben meer materiële activa en daarmee mogelijk ook een hogere behoefte aan schuldfinanciering.

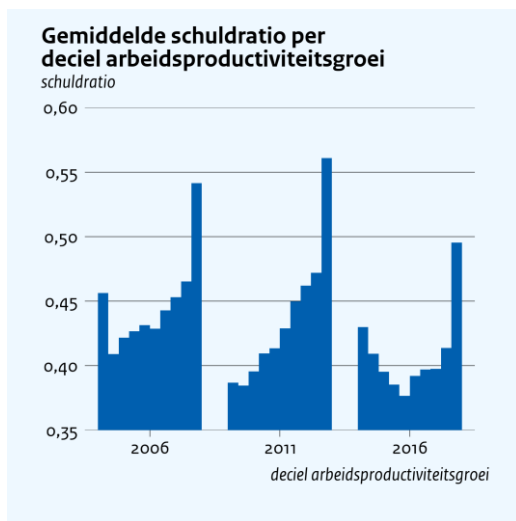
Figuur 2.4 Schuldratio's naar de beschikbaarheid van onderpand



Bron: CBS, CPB-bewerking

Bedrijven met een hogere schuldratio kennen de jaren daarop een hogere arbeidsproductiviteitsgroei. Dat blijkt uit figuur 2.5. Mogelijk is dit een indicatie dat *debt overhang*-problematiek in Nederland geen (grote) rol speelt. Het is niet zo dat juist productieve bedrijven weinig schuld hebben. Integendeel, bedrijven met relatief hoge schulden laten de hoogste arbeidsproductiviteitsgroei zien. Een mogelijke verklaring hiervoor is de bedrijfsgrootte: grotere bedrijven hebben hogere schuldratio's en zijn, door schaalvoordelen, over het algemeen tevens productiever (Bettendorf & Polder, 2024). Bovendien kan het een teken zijn dat schuldstrekkers, zoals banken, 'goede bedrijven' selecteren: schuld wordt verstrekt aan bedrijven die op termijn productiever zijn.

Figuur 2.5 Schuldratio's naar arbeidsproductiviteitsgroei



Figuurnot: Arbeidsproductiviteitsgroei wordt steeds berekend als de gemiddelde groei over de komende drie jaar. In de bijlage wordt dit nog verder toegelicht.

Bron: CBS, CPB-bewerking

2.4 Stagnatie kredietgroei en ontwikkelingen in de schuldratio: uitdieping aanbod- en vraagfactoren

De stagnatie in de (bancaire) kredietverlening na 2014 valt samen met een relatief sterke daling in de schuldratio van Nederlandse bedrijven. De gedaalde rente op bedrijfsleningen het afgelopen decennium maakte schuldfinanciering relatief aantrekkelijk. Desondanks zijn schuldratio's van Nederlandse bedrijven aanzienlijk gedaald. De daling in schuldratio is gedreven door een forse toename van het eigen vermogen van bedrijven, mogelijk gemaakt door het inhouden van operationele winsten.

Waarschijnlijk liggen zowel factoren aan de aanbodzijde (schuldverstrekkers) als de vraagzijde (bedrijven) ten grondslag aan de daling van de schuldratio. In deze paragraaf benoemen we een aantal ontwikkelingen die mogelijk een rol hebben gespeeld. Het valt buiten de scope van deze studie om vast te stellen of en welke aanbod-of vraagfactoren domineren in het dalen van schuldratio's van bedrijven.

Aan de aanbodzijde viel de afname van de kredietgroei aan bedrijven samen met het aanscherpen van de regelgeving voor banken. In de periode na 2014 is de regelgeving voor banken aangescherpt, zoals door het invoeren van het Europese banktoezicht in 2015 (het *Single Supervisory Mechanism*), het verhogen van vereiste kapitaalbuffers en het aanscherpen van witwasregels (Kamerstukken II, 32637, nr. 578, 2023). Daardoor kan het voor banken minder aantrekkelijk zijn geworden om leningen aan bedrijven te verstrekken. Het vereiste bufferkapitaal dat banken moeten aanhouden ligt hoger wanneer ze meer bedrijfsleningen op hun balansen hebben, zeker vergeleken met de lagere buffereisen die behoren bij hypotheekleningen. Onderzoek laat zien dat banken minder bedrijfsleningen aanhouden en verstrekken in reactie op hogere kapitaaleisen, om zo beter tegemoet te kunnen komen aan de hogere verplichte buffereisen (Gropp et al., 2019; De Jonghe et al., 2020). Internationale surveydata suggereren dat aanbodfactoren, in ieder geval in het verleden, in Nederland relatief sterk aanwezig lijken. Zo werden kredietaanvragen door Nederlandse bedrijven relatief vaak afgewezen, liggen rentes op Nederlandse kredieten relatief hoog, is de doorlooptijd van een kredietaanvraag in Nederland relatief lang en ook tijdens dit aanvraag proces haken veel bedrijven af (Kamerstukken II, 32637, nr. 578, 2023).

Met name kredietaanvragen tot 1 mln euro worden relatief vaak afgewezen, mogelijk omdat die voor banken niet rendabel genoeg (meer) zijn. Het aandeel van de zogenoemde niet-bancaire financiers (*non bank financial institutions*) in de kredietverlening aan bedrijven groeit daarentegen gestaag, mede door het verschil in regelgeving. Mogelijk komt dit doordat deze instellingen bedrijven financieren waar bancaire financiering niet tot stand komt.

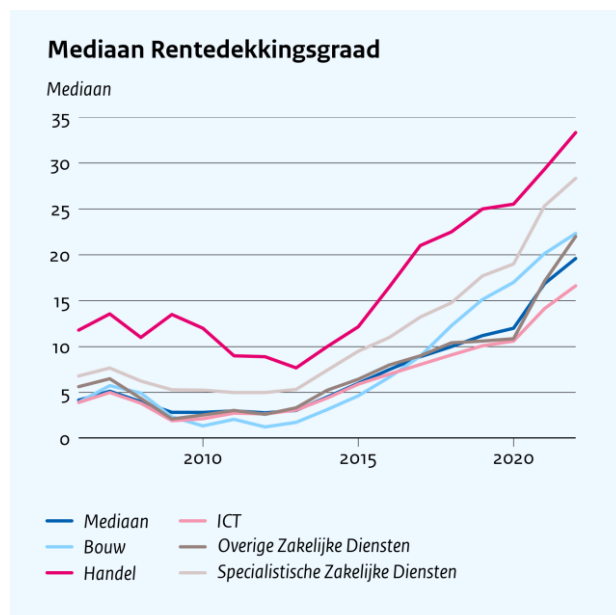
Aan de vraagzijde was er ook minder behoefte aan schuldfinanciering, door hogere bedrijfswinsten en een toenemend belang van immateriële activa. Winsten van bedrijven in Nederland zijn het afgelopen decennium sterk toegenomen. Bedrijven kunnen deze winsten gebruiken om het eigen vermogen mee aan te vullen, waardoor hun behoefte aan externe schuldfinanciering mogelijk afneemt. Dat was afgelopen decennium ook het geval (CBS, 2024). Ook technologische ontwikkelingen kunnen volgens sommige economen een rol hebben gespeeld in een verminderde vraag naar schuldfinanciering (Eichengreen, 2015). Door technologische ontwikkelingen neemt voor bedrijven het belang toe van immateriële activa (kennis, zoals *human capital*) en digitale activa (bijvoorbeeld software, algoritmes of datamining). Het belang van deze immateriële activa is voor Nederlandse bedrijven groot, gegeven de grootte van de kennisintensieve dienstensector (CPB, 2022). Kenmerkend voor deze activa is dat ze niet 'vast' zijn en dat er minder kapitaal tegenover moet staan, vergeleken met – bijvoorbeeld – machines die wel kapitaalintensief zijn. Dat kan de behoefte aan externe schuldfinanciering verminderen.

3 Ontwikkeling schuldhoudbaarheid Nederlandse bedrijven

3.1 Ontwikkelingen naar sector

De mediane rentedekkingsgraad is over tijd sterk verbeterd en dat is een indicatie dat bedrijven steeds beter in staat zijn om rentelasten te betalen. Sinds 2012 zijn (mediane) rentedekkingsgraden sterk toegenomen (zie figuur 3.1). We berekenen de rentedekkingsgraad door de operationele winsten te delen door de te betalen bruto rentelasten. Bedrijven zijn dus steeds beter in staat geweest om rentelasten uit de bruto operationele winst (EBIT) te betalen. Net als bij de schuldratio zijn er ook hier aanzienlijke verschillen tussen sectoren. Waar de schuldratio's van de kapitaalintensieve sectoren hoger lagen dan die van de meer 'klassieke' dienstverlening (zoals advisering), is dat bij de rentedekkingsgraad juist omgekeerd. Dat is een direct gevolg van een hoger gebruik van schuldfinanciering, en daarmee relatief hoge rentelasten. Daardoor valt de rentedekkingsgraad – bij gelijke winstgevendheid – lager uit.

Figuur 3.1 Mediane rentedekkingsgraden over tijd



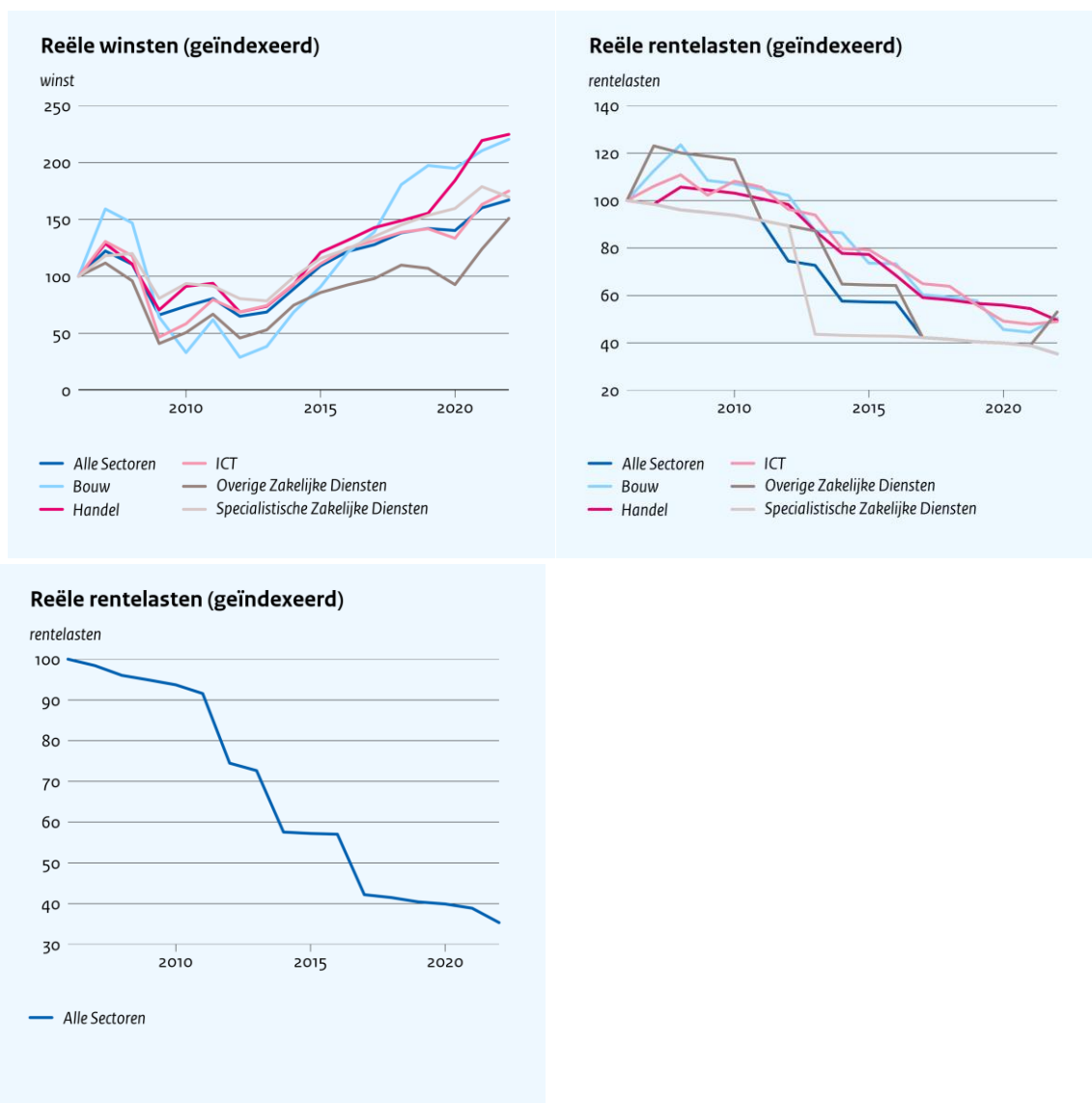
Figuurnoot: Weergegeven zijn rentedekkingsgraden voor alle sectoren (mediaan) en die voor de vijf grootste sectoren naar aantal bedrijven. De rentedekkingsgraad is gedefinieerd als de operationele winst gedeeld door de bruto rentelasten.
Bron: CBS, CPB-bewerking

De verbetering in de rentedekkingsgraad wordt zowel gedreven door een stijging in winsten en de schuldratio, als door de lage rente van het afgelopen decennium. Opvallend genoeg is de verbetering van de (mediane) rentedekkingsgraad niet enkel het gevolg van de lage rente-omgeving van het afgelopen decennium. Weliswaar zijn rentelasten, met name sinds 2012, sterk afgenomen (figuur 3.2).¹³ De stijging in operationele winsten was echter vrijwel even groot. Daarmee is de verbetering van de rentedekkingsgraad deels een gevolg

¹³ Dit is een resultante van enerzijds een lage rente-omgeving (in lijn met de lage beleidsrente van de ECB destijds) en mogelijk ook de afbouw van de schuldratio die in dezelfde periode heeft plaatsgevonden.

van de gedaalde rentelasten, maar ook van de toegenomen operationele winsten. De (mediane) reële winsten (voor alle bedrijven) zoals gerapporteerd in 2022 zijn, ten opzichte van 2006, bijna verdubbeld. De (mediane) reële rentelasten voor alle bedrijven zijn over dezelfde ruim gehalveerd.

Figuur 3.2 Ontwikkeling operationele winsten (teller) en rentelasten (noemer) over tijd



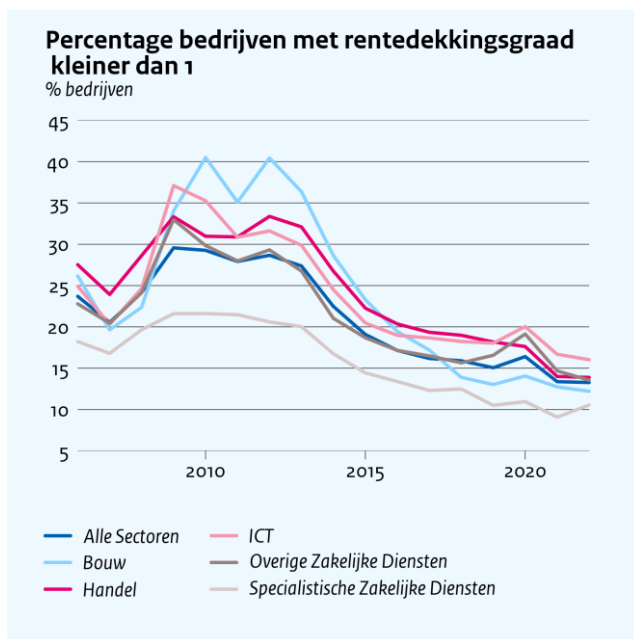
Figuurnoot: Weergegeven zijn de reële (dat wil zeggen gecorrigeerd voor jaarlijkse inflatie, CPI) operationele winsten en de reële rentelasten over tijd. We geven de reële en geïndexeerde waardes weer, omdat de nominale bedragen een vertekend beeld kunnen geven. De ontwikkeling van de (geïndexeerde) mediane rentelasten in de rechterfiguur voor alle sectoren is moeilijk leesbaar is. Daarom is die in de onderste figuur nog eens apart weergegeven.

Bron: CBS, CPB-bewerking

3.2 Schuldhoudbaarheid naar bedrijfskenmerk

Het aandeel bedrijven dat rentelasten niet uit operationele winsten kan betalen is sinds een piek in 2011 substantieel afgenomen. Bedrijven met een rentedekkingsgraad lager dan 1 kunnen de (huidige) rentelasten niet betalen uit de gerealiseerde operationele winsten. Om toch rentelasten te kunnen betalen, zullen bedrijven hun liquide buffers, veelal aangehouden als cash, moeten aanspreken. Het aandeel bedrijven met zo'n lage rentedekkingsgraad liep na de Grote Financiële Crisis sterk op en piekte tijdens de Europese schulden crisis van 2011-2013 (figuur 3.3). De daling in het aantal bedrijven met een rentedekkingsgraad lager dan 1 reflecteert een lager wanbetalingsrisico op macro-economisch niveau: het collectieve risico op wanbetaling van schulden is gedaald en dat impliceert een lager risico op kredietverliezen voor schuldstrekkers.

Figuur 3.3 Aandeel bedrijven met een rentedekkingsgraad lager dan 1

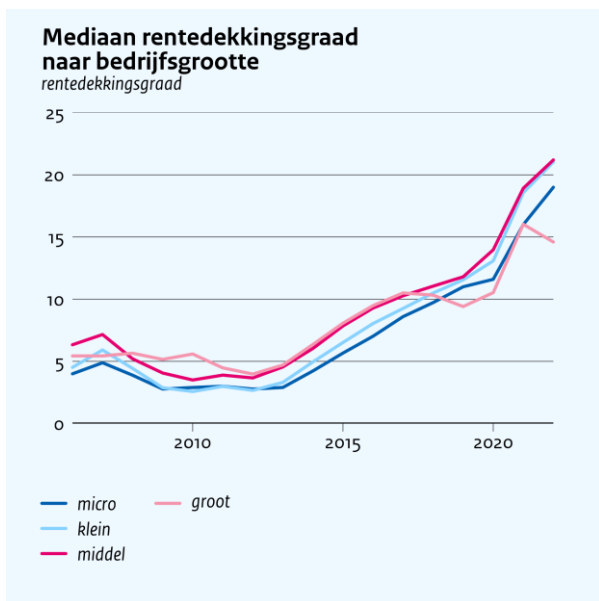


Figuurnot: Weergegeven is voor alle sectoren en voor de vijf grootste sectoren (naar aantal bedrijven) het percentage (aandeel) bedrijven per jaar met een rentedekkingsgraad lager dan 1.
Bron: CBS, CPB-bewerking

Grotere bedrijven hebben hogere (mediane) rentedekkingsgraden, hoewel zij gemiddeld genomen ook hogere schuldratio's hebben. Figuur 3.4 geeft de rentedekkingsgraad weer naar bedrijfsgrootte, op basis van het aantal medewerkers (fte-equivalent). Bedrijven met meer medewerkers hebben vrijwel consistent hogere rentedekkingsgraden, al is het verschil tussen de verschillende grootteklassen niet materieel. Verklaringen hiervoor zijn dat zij relatief lagere rentes betalen op schuld, een hogere winstgevendheid hebben en productiever zijn. Bovendien hebben grotere bedrijven ook mogelijkheden om zich op internationale kapitaalmarkten te financieren, bijvoorbeeld via obligaties of andere schuldbewijzen. Daar liggen rentes doorgaans lager dan op bancaire schuld.¹⁴

¹⁴ Zie een toespraak van Danièle Nouy, hoofd banktoezicht van de ECB op 6 juli 2018 (Nouy, 2008).

Figuur 3.4 Rentedeckingsgraden naar bedrijfsgrootte



Figuurnoot: Weergegeven zijn mediane rentedeckingsgraden naar het aantal medewerkers (fte-equivalent). We hanteren hiervoor de definitie van de Europese Commissie: 1-10 medewerkers (micro), 11-50 medewerkers (klein), 51-250 medewerkers (middel), >250 medewerkers (groot). Zie [link](#) voor een beschrijving van de classificatie.
Bron: CBS, CPB-bewerking

4 Combinatie van kwetsbaarheden

De voorgaande hoofdstukken analyseerden de schuldhogte en de schuldhoudbaarheid afzonderlijk; in dit hoofdstuk beschouwen we de combinatie. Hoewel een (hoge) schuldratio en een lage schuldhoudbaarheid op zichzelf gepaard gaan met risico's, kan vooral een ongunstige combinatie van de twee problematisch zijn. Deze combinatie gaat immers gepaard met een hoger risico op wanbetaling van de schuld (mede door een lagere eigenvermogenbuffer). Wanneer zich veel schuld concentreert bij bedrijven met een hoog risico op wanbetaling, kan er een financieel stabiliteitsrisico ontstaan. In dit hoofdstuk brengen we aan de hand van combinaties van de schuldratio en de rentedekkingsgraad de ontwikkeling en de karakteristieken van de meest kwetsbare bedrijven in kaart.

We groeperen bedrijven in vier kwadranten van combinaties van schuldhogte en schuldhoudbaarheid en analyseren voor deze groepen de bedrijfskarakteristieken. We beginnen met de meest voorkomende combinatie¹⁵ (de 'benchmark') van schuldratio en rentedekkingsgraad en analyseren karakteristieken van deze bedrijven. Dat zetten we af tegen bedrijven met de meest gunstige combinatie van de schuldratio en rentedekkingsgraad, dat zijn bedrijven met een schuldratio lager dan 1 en een rentedekkingsgraad hoger dan 1. Vervolgens analyseren we bedrijven met een hoger financieel risico: bedrijven met een rentedekkingsgraad lager dan 1. Deze 'illiquide bedrijven' kunnen rentelasten immers niet betalen uit operationele winsten. Ten slotte vergelijken we bedrijven met de meest ongunstige combinatie, dat zijn bedrijven met een schuldratio hoger dan 1 en een rentedekkingsgraad lager dan 1; die bedrijven zijn het meest kwetsbaar.

De karakteristieken die we voor deze combinaties analyseren, zijn indicatief zijn voor het financiële risico. We rapporteren voor ieder combinatie de gemiddelde schuldratio en de rentedekkingsgraad, hoeveel van de totale uitstaande schuld zich in dat jaar bij die bedrijven concentreert, het aandeel kortetermijnfinanciering, de beschikbaarheid van onderpand, de bedrijfsleeftijd en bedrijfs grootte. Deze eigenschappen van bedrijven spelen een cruciale rol bij het bepalen van het risico dat verbonden is aan de combinatie. Het financieel-stabiliteitsrisico wordt namelijk niet alleen beïnvloed door het aantal bedrijven met een hoge schuldratio en lage rentedekkingsgraad, maar ook door hun relatieve omvang en uitstaande schuld. Stel bijvoorbeeld dat er in het meest ongunstige combinatie voornamelijk start-ups vallen met een bescheiden balansomvang en een beperkt aantal werknemers. Als deze bedrijven uiteindelijk in faillissement raken als gevolg van een economische schok, zal het reële economische risico dus beperkter zijn dan wanneer het een grote multinationals betreft met hoge schulden of een belangrijke economische functie. Tabel 4.1 geeft de karakteristieken van bedrijven in de verschillende combinaties weer.

Ook laten we voor 2022 zien hoeveel coronabelastingschuld zich bij de verschillende combinaties concentreert, om een indicatie te geven van het wanbetalingsrisico bij de bedrijven die veel coronaschuld hebben. Veel bedrijven hebben tijdens de coronacrisis gebruikgemaakt van steunmaatregelen, waarbij de regeling 'Bijzonder uitstel van het betalen van belastingen' (*coronabelastingschuld*) met ruim 40 mld euro in omvang de grootste was (Algemene Rekenkamer, 2024). Bedrijven moesten vanaf 1 oktober 2022 de coronabelastingschulden terugbetalen via een periodieke betalingsverplichting en hebben tot 1 oktober 2027 om de coronabelastingschuld terug te betalen (Belastingdienst, 2024). Deze periodieke terugbetalingen kunnen extra drukken op het bedrijfsresultaat. Voor bedrijven die zich toch al in een risicovolle combinatie bevinden,

¹⁵ Technische toelichting bij de samenstelling van de combinaties: we splitsen we de verdeling van de schuldratio en de rentedekkingsgraad op twee momenten (2011 en 2022) in tien gelijke stukken (intervallen). Vervolgens zetten we de twee variabelen tegen elkaar af, zodat er 100 clusters ontstaan. Omdat elke combinatie van de schuldratio en de rentedekkingsgraad uniek is, valt een bedrijf in ieder jaar in één van deze 100 clusters. Vervolgens wordt per cluster (of een combinatie van clusters) gekeken naar de eigenschappen van bedrijven die daarin vallen

bestaat sowieso een kans op wanbetaling van de coronabelastingschulden. Ook is er door de verplichte periodieke terugbetaling de kans dat het wanbetalingsrisico op andere schulden wordt versterkt. We rapporteren de coronabelastingschulden op basis van de stand per juni 2022. Waarschijnlijk is er tussen juni en december 2022 (de peildatum van de NFO) afgelost op de coronabelastingschulden; deze bedragen zijn daarom een bovengrens.

Tabel 4.1 Karakteristieken bedrijven in de beschreven combinaties

Jaar	Variabele	'Benchmark'	'Meest gunstig'	'Illiquide'	'Meest ongunstig'
	<i>Definities van combinatie:</i>	<i>Meest voorkomend</i>	<i>Schuldratio <1, rentedekking >1</i>	<i>Rentedekking <1</i>	<i>Schuldratio >1, rentedekking <1</i>
2011	Mediane rentedekkingsgraad	2,6	11,8	-3,3	-3,9
	Gemiddelde schuldratio (ongewogen)	0,5	0,3	0,4	1,7
	Uitstaande schuld (% totaal)	11%	51%	25%	5%
	Gemiddelde omvang balans (miljoenen euro's)	13,4	10,5	7,0	2,2
	Onderpandsratio (%)	34%	19%	24%	30%
	Leeftijdsklasse, meest voorkomend (jaren)	7-9	7-9	4-6	0-3
	Percentage van alle bedrijven	5%	48%	28%	6%
	Aandeel korte-termijn schuld (% totale schuld per combinatie)	36%	46%	49%	37%
2022	Mediane rentedekkingsgraad	3,7	34,5	-7,0	-9,1
	Gemiddelde schuldratio	0,53	0,30	0,4	1,8
	Uitstaande schuld (% totaal)	8,1%	57%	23%	4%
	Gemiddelde omvang balans (miljoenen euro's)	53,8	23,5	36,2	7,5
	Onderpandsratio (%)	37%	18%	20%	22%
	Leeftijdsklasse, meest voorkomend (jaren)	7-9	7-9	4-6	0-3
	Percentage van alle bedrijven	2%	61%	13%	3%
	Aandeel kortetermijnschuld (% totale schuld per combinatie)	32%	48%	35%	30%
	Aandeel coronabelastingschuld (% totaal uitstaande coronaschuld in NL)	5%	55%	33%	14%

Tabelnoot: Omwille van de leesbaarheid laat deze tabel alleen de jaren 2011 en 2022 zien. Merk op dat er overlap bestaat tussen de combinaties. Bijvoorbeeld: tussen de 'illiquide' combinatie en de 'meest ongunstige' is overlap; waar illiquide betrekking heeft op alle bedrijven met een rentedekkingsgraad lager dan 1, is dat voor de meest ongunstige combinatie zowel een rentedekkingsgraad lager dan 1 als een schuldratio hoger dan 1.

Bron: CBS, CPB-bewerking

Een belangrijke bevinding is dat bedrijven over tijd een gunstigere gecombineerde schuldpositie (schuldratio en rentedekkingsgraad) hebben ontwikkeld. Het overgrote deel van de bedrijven heeft een gunstige combinatie van de schuldratio en de rentedekkingsgraad. Bedrijven met deze combinatie kunnen de rentelasten betalen uit operationele winsten, terwijl zij ook beschikken over een buffer aan eigen vermogen. Tussen 2011 en 2022 is het aantal bedrijven met deze combinatie bovendien substantieel toegenomen: van 48% naar 61%. Ook gunstig is dat zich hier een steeds groter aandeel van de totale uitstaande schuld concentreert, namelijk van 51% naar 57%. Deze toename weerspiegelt de daling in de (gemiddelde) schuldratio en de verbetering van de rentedekkingsgraad.

Daarnaast is de fractie bedrijven met risicovollere schuldpolitities klein en over tijd gekrompen. De meest ongunstige combinatie bevat relatief weinig bedrijven (van 6% in 2011 naar 3% in 2022) en ook concentreert zich bij deze bedrijven maar weinig schuld (van circa 5% in 2011 tot 4% in 2022¹⁶). Bedrijven met deze combinatie zijn veelal verlieslatend, jong en hebben een negatief eigen vermogen.¹⁷ Het wanbetalingsrisico en de kans op faillissement van bedrijven in deze combinatie is vermoedelijk wel het hoogst (Davies et al. 2023; Bonfirm, 2009), al is dat door de beperkte omvang van deze groep geen materieel financieel-stabiliteitsrisico. Voor wat betreft de illiquide combinatie, valt op dat – hoewel deze bedrijven rentelasten niet kunnen betalen uit operationele winsten – de gemiddelde schuldratio lager is dan 1. Daarmee hebben deze ‘illiquide’ bedrijven gemiddeld genomen nog wel een buffer aan eigen vermogen om aan te spreken, wat het wanbetalings- en faillissementsrisico beperkt.¹⁸

Proportioneel veel coronabelastingschuld bevindt zich bij de bedrijven met de meest ongunstige schuldpolitie, maar nog steeds zit de meeste schuld zich bij bedrijven met een gunstige schuldpolitie. Zoals uit tabel 4.1 blijkt, zit 14% van de coronabelastingschuld bij bedrijven in de meest ongunstige combinatie, terwijl zij slechts 4% van de totale schuld bezitten. Dat impliceert overigens nog niet direct dat er sprake zal zijn van wanbetaling bij deze schulden en dat de Belastingdienst de hele nominale waarde van de coronabelastingschuld als verlies moet nemen. Allereerst betreffen de bedragen als genoemd een bovengrens. Bovendien kan met de Belastingdienst een terugbetalingsregeling worden getroffen.¹⁹ De Belastingdienst heeft daarnaast als preferente schuldverstrekker de mogelijkheid om, in geval van een faillissement, eerder onderpand te claimen dan andere schuldverstrekkers. Uit de tabel blijkt ook dat veruit het grootste deel (55%) van de coronabelastingschuld zich bij de bedrijven met de meest gunstige schuldpolitie concentreert, waar wanbetaling nog veel minder waarschijnlijk is.

In lijn met het gedaalde aantal bedrijven met risicovolle schuldpolitities, is ook het aantal faillissementen sinds de piek in 2011 gestaag afgenomen. Het aantal faillissementen onder Nederlandse bedrijven is in de periode na de GFC en voor de coronacrisis zeer sterk afgenomen (figuur 4.1). Dit lage aantal faillissementen weerspiegelt de verbetering in de schuldpolitities in dezelfde periode en de daling in de fractie bedrijven met een potentieel problematische schuldpolitie.

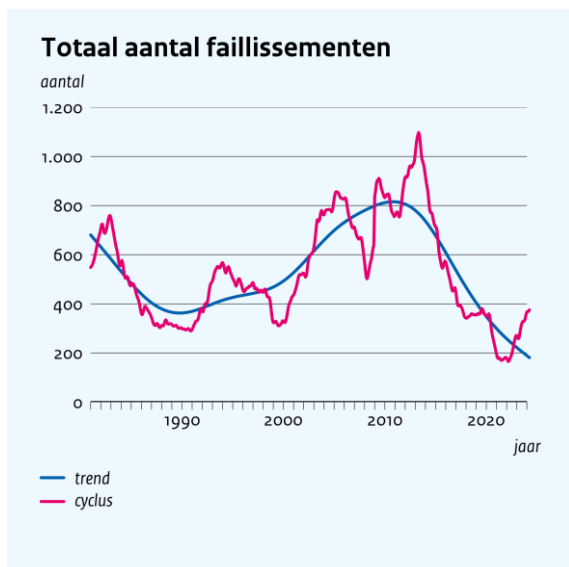
¹⁶ Let wel: totale schuld is inclusief de coronabelastingschuld.

¹⁷ Technische nuance: een negatief eigen vermogen kan ontstaan wanneer een bedrijf geruimere tijd verliezen boekt of als de waarde van activa devalueert. Een negatief eigen vermogen betreft dus geen datafout.

¹⁸ Merk op de illiquide combinatie wordt verklaard door bedrijven met een negatieve EBIT; daardoor valt de rentedekkingsgraad negatief uit. Het is mogelijk dat er in deze combinatie bedrijven voorkomen die slechts eenmalig een negatieve operationele winst boekten en dus niet structureel verlieslatend zijn. Daardoor kunnen we niet stellen dat bedrijven in deze combinatie structureel een hogere kans op wanbetaling en faillissement hebben.

¹⁹ Zie Belastingdienst (2024) voor de voorwaarden.

Figuur 4.1 Ontwikkeling van het aantal faillissementen onder Nederlandse bedrijven (roze lijn) en de langjarige trend (blauwe lijn)



Figuurnoot: Trend en cyclus zijn op basis van HP-filter met lambda 1.000.000. Met dit filter volgen wij de methode van het CBS voor het opstellen van de Conjunctuurklok.

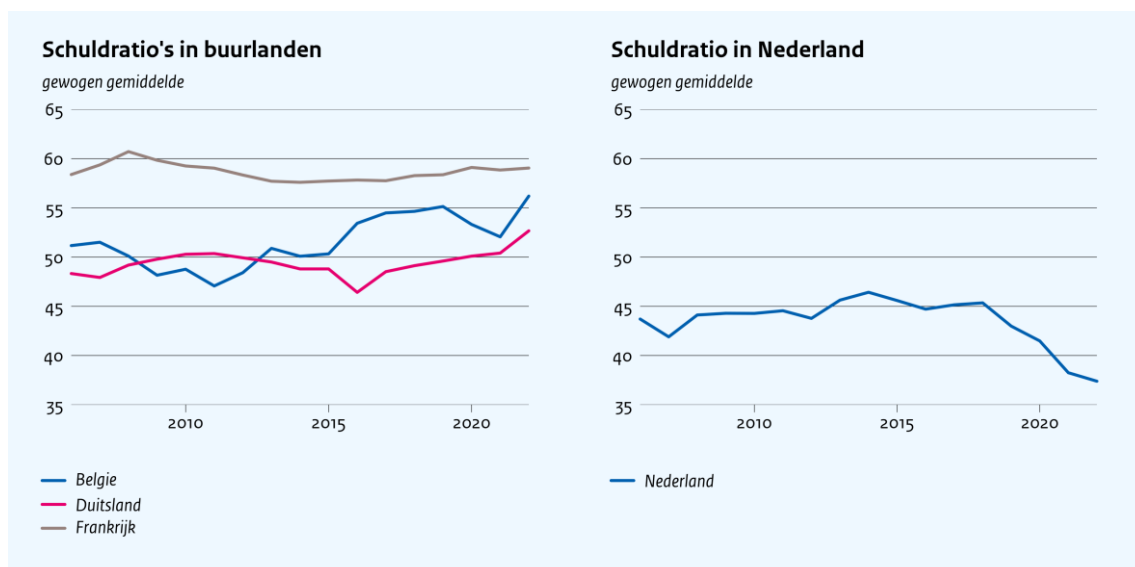
Bron: CBS, CPB-bewerking

5 Schuldhoogte en schuldhoudbaarheid in internationaal perspectief

Om de gegevens over het Nederlandse bedrijfsleven in perspectief te plaatsen, zetten we ze af tegen gegevens uit de Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH)-database voor België, Duitsland en Frankrijk. We vergelijken de schuldratio en de rentedekkingsgraad van Nederlandse bedrijven met die van bedrijven in België, Duitsland en Frankrijk, omdat ze naaste burenen van Nederland zijn en zich op een vergelijkbaar niveau van economische ontwikkeling bevinden met vergelijkbare inkomensniveaus.

Voor de vergelijkingslanden zijn de schuldratio's in de periode 2006-2022 tamelijk vlak. We hanteren hier alleen de gewogen gemiddelde schuldratio, gewogen naar de omvang van de balans. Voor België en Duitsland zijn de schuldratio's tussen 2006 en 2022 marginaal gestegen. In België van 51% naar 56% en in Duitsland van 48% naar 53%. In Frankrijk is de stijging nauwelijks zichtbaar – van 58% in 2006 naar 59% in 2022. Omdat we voor het buitenland andere data gebruiken, zijn de cijfers van Nederland versus het buitenland niet een op een vergelijkbaar, al beslaan beide datasets een groot deel van de bedrijvenpopulatie (maar de Nederlandse data dus ook alleen, Nederlandse vennootschappen, zie bijlage B). En vergeleken met België, Duitsland en Frankrijk, liggen gemiddelde schuldratio's in Nederland laag. In 2006 was de gewogen gemiddelde schuldratio in Nederland 46%, laat ze een geringe daling tot 43% in 2014 zien, en is ze daarna sterker gedaald naar ongeveer 37% in 2022.

Figuur 5.1 Gewogen gemiddelde schuldratio's van bedrijven in België, Duitsland, Frankrijk en Nederland

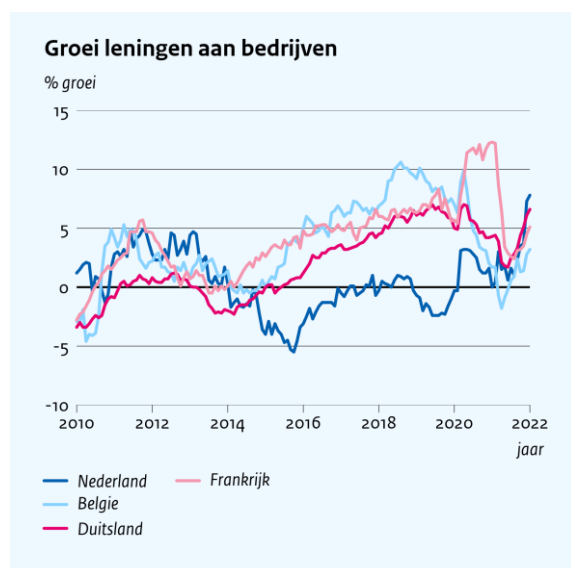


Figuurnot: Weergegeven zijn gewogen (naar balansgrootte) gemiddelde schuldratio's van bedrijven in België, Duitsland en Frankrijk (links, met BACH-data) en de gewogen gemiddelde schuldratio voor Nederland (rechts, met CBS-data).

Bron: Banque de France en CBS, CPB-bewerking

De daling van de schuldratio van Nederlandse bedrijven is, vergeleken met deze landen, opmerkelijk en valt samen met de daling van de bancaire kredietgroei in dezelfde periode. Het is opvallend dat schuldratio's²⁰ in Nederland over tijd gedaald zijn na 2014, waar schuldratio's in omringende landen tamelijk vlak bleven. De daling vanaf 2014 in Nederland valt samen met de stagnatie van de bancaire kredietgroei tussen 2014 en 2020 in Nederland (zie figuur 5.2). Nederlandse bedrijven zijn zich meer met eigen vermogen (en ingehouden winsten) gaan financieren. In België, Duitsland en Frankrijk was (afgezien van de coronacrisis) van een dergelijke stagnatie van de kredietgroei geen sprake (figuur 5.2).

Figuur 5.2 Groei bancaire kredietverlening aan bedrijven, Nederland versus het buitenland



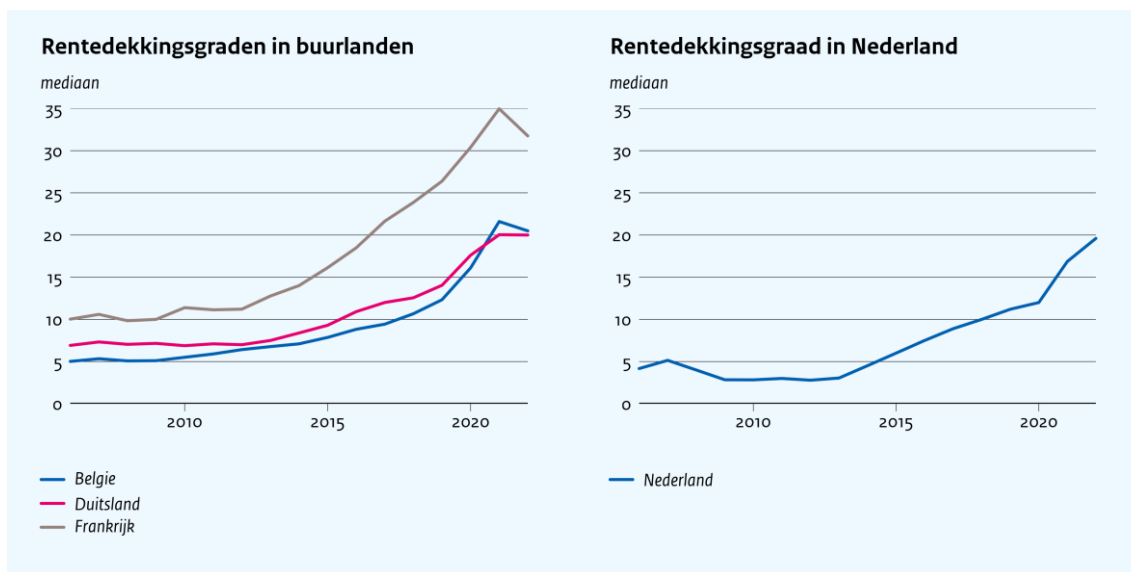
Figuurnoot: Weergegeven is de mutatie in de uitstaande kredieten aan bedrijven op kwartaalbasis. Merk op dat Nederland als enige van de vier landen tussen pakweg 2014 en 2020 een negatieve kredietgroei (krimp dus) kende.
Bron: ECB

Net zoals in Nederland, zijn de rentedekkingsgraden in alle drie de vergelijkingslanden verbeterd in de periode 2006-2022. We vergelijking de *bruto*²¹ rentedekkingsgraad (alleen met inachtneming van rentelasten, niet gecorrigeerd voor rente-inkomsten) van Nederlandse bedrijven met de *netto* rentedekkingsgraad uit het buitenland. De mediane rentedekkingsgraad is gestegen van 5 (België), 7 (Duitsland) en 10 (Frankrijk) in 2006 naar ruim 20 in alle drie de landen in 2022. Ter vergelijking: de rentedekkingsgraad is in Nederland van 5 naar 17 gestegen in dezelfde periode. De verbetering is ook merkbaar bij bedrijven in de buurlanden met de laagste rentedekkingsgraden. In het onderste kwartiel van bedrijven is de rentedekkingsgraad gestegen van 2 naar 3 in 2006, naar 5 tot 10 in 2021 en 2022. Dit weerspiegelt tevens de daling in het aantal Nederlandse bedrijven met rentedekkingsgraden lager dan 1 (zie figuur 3.4 in sectie 3.2).

²⁰ Hier rapporteren we dus de gewogen gemiddelde schuldratio, ten behoeve van de internationale vergelijking, in tegenstelling tot de voorgaande secties (waar we de ongewogen gemiddelde schuldratio rapporteren).

²¹ De netto rentedekkingsgraad kunnen we met onze data niet betrouwbaar berekenen. Het valt echter te verwachten dat de bruto- en de netto rentedekkingsgraden niet ver uit elkaar liggen.

Figuur 5.3 Rentedeckingsgraden in België, Duitsland, Frankrijk en Nederland



Figuurnoot: Weergegeven zijn de netto rentedeckingsgraden in België, Duitsland en Frankrijk (links, benadering door middel van BACH-data) versus de bruto mediane rentedeckingsgraad van Nederlandse bedrijven (rechts, CBS-data).
Bron: Banque de France en CBS, CPB-bewerking

6 Conclusies

Onze analyse laat ten eerste zien dat Nederlandse bedrijven over de periode 2006-2022 fors minder schuld zijn gaan aanhouden en, daarmee samenhangend, aanzienlijk lagere rentelasten hebben. Gemiddeld genomen is de (ongewogen) schuldratio gedaald van zo'n 50% van de balans in 2006 naar 40% in 2022. Er zitten aanzienlijke verschillen tussen bedrijfstakken, waarbij hogere schuldratio's zich met name bevinden in kapitaalintensieve bedrijfstakken (zoals ICT en vastgoed) en minder bij dienstverlening (bijvoorbeeld advisering). We zien evenwel dat schuldquotes over de sectoren heen gedaald zijn, en schuldhoudbaarheid over de sectoren heen verbeterd is. Dat geldt ook als we bedrijven uitsplitsen naar grootteklasse.

Onze studie laat ook zien dat het aantal bedrijven met problematische schulden relatief beperkt is. De groep bedrijven waar het risico op wanbetaling van schulden en uiteindelijk een faillissement het hoogst ligt, is die met een combinatie van een hoge schuldratio en een lage rentedekkingsgraad. Die groep is in omvang beperkt. Bovendien is deze groep in de periode na de kredietcrisis gekrompen: van 5% van alle bedrijven in 2011 naar 2% van alle bedrijven in 2022. Bij deze bedrijven concentreert maar weinig schuld: 10% van alle uitstaande bedrijfsschulden in 2011 en 7% in 2022. Noemenswaardig is ook dat 14% van alle coronabelastingschuld bij deze bedrijven uitstaat.

De geringe groep bedrijven met potentieel problematische schulden is jong, klein, verlieslatend en bezit weinig onderpand. De groep bedrijven waar de kans op wanbetaling het hoogst ligt, heeft niet geheel verwonderlijk kenmerkende karakteristieken. Deze groep wordt vertegenwoordigd door relatief kleine, jonge en verlieslatende bedrijven, die bovendien weinig onderpand bezitten en minder arbeidsproductiviteitsgroei laten zien.

De daling in schuldratio's en verbeterde schuldhoudbaarheid is vooral te verklaren door een toename van het eigen vermogen van bedrijven. In lijn met de eerder gepresenteerde macro-economische cijfers, zijn bedrijfsschulden ook vanuit microperspectief het afgelopen decennium gestagneerd. Daarentegen is het eigen vermogen van Nederlandse bedrijven flink toegenomen, wat gefaciliteerd is door het inhouden van flink gestegen bedrijfswinsten. Ook de verbeterde rentedekkingsgraad van bedrijven kan worden gerelateerd aan de toename van winsten.²²

De daling van schuldratio's betekent enerzijds dat bedrijven weerbaarder zijn geworden, en hun financiers minder risico lopen, maar roept anderzijds ook vragen op over de gevolgen voor bedrijfsinvesteringen en economische ontwikkeling in het algemeen. Aan de daling van schuldratio's liggen waarschijnlijk zowel aanbodfactoren (strenger leenbeleid van banken) als vraagfactoren (minder vraag naar krediet door ondernemingen) ten grondslag. Het valt buiten de scope van deze studie om vast te stellen welke domineren. Niettemin suggereert het aanwezige bewijs dat ook aanbodfactoren een rol spelen. Zo laten internationale surveydata²³ zien dat kredietaanvragen door Nederlandse bedrijven vaker werden afgewezen (Dubovik et al., 2019). Ook blijkt hieruit dat rentes op kredieten aan Nederlandse bedrijven hoger liggen dan in andere Europese landen, terwijl schuldratio's in de Europese vergelijkingslanden juist relatief stabiel zijn. Dit heeft mogelijk negatieve gevolgen voor de productieve investeringen van bedrijven en productiviteitsgroei. Dat vraagt om aanvullend onderzoek, omdat het belang in potentie groot is. Lage productiviteitsgroei kan op termijn ten koste gaan van de economische ontwikkeling, omdat het belangrijke factor is achter economische groei.

²² Hoewel ook de rentelasten van bedrijven gedurende de bestudeerde periode zijn afgenomen, is het effect van winsten vrijwel even groot.

²³ Het betreft hier de SAFE-survey onder bedrijven: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html.

Referenties

- Algemene Rekenkamer (2024). *Focus op coronabelastingsschulden*. Geraadpleegd op 28 mei 2024, van <https://www.rekenkamer.nl/publicaties/rapporten/2024/02/06/focus-op-coronabelastingsschulden>
- Baas, T., & Schrooten, M. (2006). Relationship banking and SMEs: a theoretical analysis. *Small Business Economics*, 27, 127-137. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-0018-7>
- Banerjee, R & Hofmann, B. (2018), The rise of zombie firms: causes and consequences, *BIS Quarterly Review*, 67-78. Geraadpleegd op 27 mei 2024, van https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qtr1809g.htm
- Banerjee, R. & Hofmann, B.(2022), Corporate zombies: anatomy and life cycle, *Economic Policy*, 37(112), 757-803. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiaco27>
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>
- Belastingdienst (2024, 15 april). *Overzicht bijzonder uitstel van betaling vanwege de coronacrisis*. Geraadpleegd op 27 mei 2024, van <https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/nl/betalenenontvangen/content/bijzonder-uitstel-van-betaling-overzicht>
- Bettendorf, L. & Polder, M. (2024). *National productivity board annual report*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-national-productivity-board-2023-annual-report_1.pdf
- Bonfim, D. (2009). Credit risk drivers: evaluating the contribution of firm level information and macroeconomic dynamics. *Journal of Banking and Finance*, 3(2), 281-299. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.08.006>
- Brunnermeier, M. & Oehmke, M. (2013), Chapter 18- Bubbles, financial crises and systemic risk, *Handbook of the economics of finance*, 2 (part B), 1221-1288. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-459406-8.00018-4>
- CBS (2024). *Financieringsmonitor 2023*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/aanvullende-statistische-diensten/2024/financieringsmonitor-2023>
- CPB (2022). *Macro Economische Verkenning 2023*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/macro-economische-verkenning-mev-2023>
- Davies, L., Kattenberg, M., & Vogt, B. (2023). *Predicting firm exits with machine learning: implications for selection into COVID-19 support and productivity growth*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/en/predicting-firm-exits-with-machine-learning>
- Deinum, I., Lejour, A., Mohlmann, J., & Vinke, R. (2022). *De economische activiteiten van besloten vennootschappen*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-De-economische-activiteit-van-besloten-vennootschappen.pdf>

- De Jonghe, O., Dewachter, H., & Ongena, S. (2020). Bank capital (requirements) and credit supply: evidence from Pillar 2 decisions. *Journal of Corporate Finance*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101518>
- De Nederlandsche Bank (2023), *Overzicht financiële stabiliteit*. Geraadpleegd op 27 mei 2024, van <https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiele-stabiliteit-najaar-2023/>
- Dubovik, A, Van der Wiel, K., & Van Solinge, S. (2019). *Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/mkb-bankfinanciering-in-europees-perspectief>
- Duval, R., Hong, G., Timmer, Y. (2020), Financial frictions and the great productivity slowdown, *The review of financial studies*, 33(2), 475-503. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhzo63>
- ECB (2021), Key factors behind productivity trends in EU countries, *Occasional paper series*, No 286.
- Eichengreen, B. (2015). Secular stagnation: the long view. *American Economic Review*, 105(5), 66-70. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151104>
- Freeman, D., Bettendorf, L., & Lammers, S. (2021). *Analyse coronasteunbeleid 2020 met bedrijvendata*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Achtergronddocument-Analyse-coronasteunbeleid-2020-met-bedrijvendata.pdf>
- Gropp, R., Mosk, T., Ongena, S., & Wix, C. (2019). Banks response to higher capital requirements: evidence from a quasi-natural experiment. *Review of Financial Studies*, 32(1), 266-299. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2877771>
- Grossman, S., & Hart, O. (1982), Corporate financial structure and managerial incentives, NBER Chapters, in: *The economics of information and uncertainty*, 107-140, National Bureau of Economic Research
- Harford, J., & Uysal, V. (2014). Bond market access and investment. *Journal of Financial Economics*, 112(2), 147-163. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.01.001>
- IMF (2024). *The Netherlands: Financial System Stability Assessment*. Internationaal Monetair Fonds. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/04/05/Kingdom-of-the-NetherlandsThe-Netherlands-Financial-System-Stability-Assessment-547346>
- Kamerstukken II, 32637, nr. 578. (2023, 29 september). Geraadpleegd op 27 mei 2024, van https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/brieven_regering/detail?id=2023Z16331&did=2023D39774
- Lammers, S., Soederhuizen, B., & Vogt, B. (2021). *COVID-19 en de gevolgen voor het Nederlandse mkb en banken*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Achtergronddocument-COVID-19-gevolgen-voor-Nederlandse-mkb-en-banken.pdf>
- Ministerie van Financiën (2023). *Structureel Verlieslatende Bedrijven*. Geraadpleegd op 27 mei 2024, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2023/12/20/rapport-structureel-verlieslatende-bedrijven>
- Myers, S. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

- Nouy, D. (2008). *Financing the economy. SMEs, banks and capital markets* (toespraak, 6 juli 2008). Geraadpleegd op 27 mei 2024, van <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2018/html/ssm.sp180706.en.html>
- OECD (2024), *OECD compendium of productivity indicators 2024*, Geraadpleegd op 27 mei 2024, van: <https://www.oecd.org/economy/oecd-compendium-of-productivity-indicators-22252126.html>
- Rampini, S., & Viswanathan, S. (2013). Collateral and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 466-492. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.03.002>
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance* (eerste editie). Princeton University Press.
- Van Veldhuizen, S., Van Beers, N., & Mocking, R. (2014). *De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/cpb-notitie-27juni2014-de-financiele-positie-van-het-midden-en-kleinbedrijf-nederland.pdf>
- Winter, J. de, & Volkerink, M. (2021). *De financiële positie van het Nederlandse mkb één jaar na de Covid-19 uitbraak*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van https://www.dnb.nl/media/jlzhofi1/def_dnbanalyse-de-financi%C3%ABle-positie-van-het-nederlandse-mkb-%C3%A9%C3%A9n-jaar-na-de-covid-19-uitbraak.pdf

Bijlagen

A Economische relevantie & risico's van bedrijfsschulden

(1/2)

Schuld kent, onder omstandigheden, voordelen ten opzichte van eigenvermogenfinanciering. Schuld kan de bestuurders van een bedrijf disciplineren (Tirole, 2006), omdat projecten een minimaal rendement moeten realiseren om de rentelasten te overtreffen. Daardoor moeten projecten worden gekozen met een positieve netto contante waarde. Deze zijn in de praktijk bovendien onderhevig aan een screening en monitoring door een schuldstrekkende partij, bijvoorbeeld een bank. Daarnaast hebben schuldstrekkende partijen een preferente positie in de 'uitbetalingsladder' in het geval van een faillissement, wat (excessief) risicovol gedrag van bestuurders beperkt, zeker als de bestuurders ook aandeelhouder zijn (Grossman & Hart, 1982). Bedrijven bouwen vaak een relatie op met een bank (*relationship banking*) en dat kan het aantrekken van benodigde financiering of het herfinancieren van bestaande schuld vergemakkelijken (Baas & Schrooten, 2006). Ten slotte wordt schuldfinanciering (in Nederland) fiscaal bevoordeeld ten opzichte van het financieren met eigen vermogen. Rentelasten worden namelijk in mindering gebracht van de belastbare winst. Daarom kunnen bedrijven hogere winsten realiseren als zij zich met schulden financieren.

Een van de kanalen waar (hoge) schulden negatief kunnen uitwerken voor bedrijven, is wanbetalingsrisico. De schuldlasten kunnen op het bedrijfsresultaat drukken, wat de financiële ruimte beperkt om schokken op te vangen of buffers op te bouwen. De recent zeer sterk gestegen kapitaalmarktrentes verhogen dit risico voor bedrijven, omdat die zich voor bedrijven snel kunnen vertalen in hogere schuldlasten wanneer schulden moeten worden geherfinancierd, of wanneer een bedrijf schulden heeft met variabele rentes (OFS, 2023). Het wanbetalingsrisico (op bedrijfsschulden) kan hierdoor toenemen. Bovendien kunnen schuldstrekkende partijen, zoals banken, verliezen lijden als wanbetaling leidt tot een faillissement en er onvoldoende onderpand van de lening kan worden geclaimd.

Hoge schulden kunnen ook nadelig uitwerken voor de productiviteitsgroei van bedrijven, omdat investeringen erdoor ontmoedigd worden. De schuld kan een 'financiële frictie' vormen, die productiviteitsgroei onder bedrijven remt. De literatuur onderscheidt twee mechanismes: *debt overhang* (Myers, 1977), en *rollover risk*, een concept uit de empirische literatuur (Duval et al., 2020). *Debt overhang* impliceert een schuldlast die sterk drukt op het bedrijfsresultaat, zodat er minder middelen overblijven voor investeringen. Bovendien wordt het aantrekken van nieuwe schuld bemoeilijkt, omdat de reeds hoge schuld nieuwe schuldstrekkende partijen ontmoedigt. Bij *rollover risk* kan de schuldlast van een bedrijf niet tijdig worden geherfinancierd om investeringen mee te bekostigen. Dat kan het geval zijn wanneer de schuld vooral bestaat uit kortetermijnfinanciering en/of als financiers niet bereid zijn om op korte termijn deze kortetermijnschuld te verlengen of een nieuwe lening te verstrekken. *Rollover risk* is vooral problematisch wanneer er reeds sprake is van een hoge schuld. Dat speelt vooral tijdens crisisperiodes en/of recessies.

Economische relevantie & risico's van bedrijfsschulden

(2/2)

Kredietverleners zijn dan namelijk risico-averser en de kredietverlening neemt per saldo af, waardoor deze financiële fricties een rem op (nieuwe) investeringen vormen en daarmee op de groei van de productiviteit. Lage productiviteitsgroei vormt op middellange termijn een risico voor de economische groei en kan het concurrerend vermogen van landen verminderen (OECD, 2024; ECB, 2021).

Hoge schulden kunnen ook de bedrijvendynamiek versturen en *zombie-bedrijven* in de hand werken (Banerjee & Hofmann, 2018). Dit zijn bedrijven die eigenlijk niet kredietwaardig zijn, omdat ze hun schuld niet kunnen aflossen. Deze verstoorde dynamiek kan op termijn de economische groei remmen, omdat niet-productieve of niet-winstgevende bedrijven in leven worden gehouden en er zich productiefactoren (arbeid, kapitaal) concentreren die elders beter benut kunnen worden. Schuldverstrekkers, zoals banken, kunnen desondanks een prikkel hebben om schulden aan deze bedrijven alsnog te (her)financieren en aflossingen te negeren, omdat ze anders af moeten schrijven op de lening en het kredietverlies zich materialiseert. Met de leningen worden bedrijven in stand gehouden die onder andere omstandigheden mogelijk insolvent zouden zijn geworden, wat het proces van creatieve destructie verstoort. Zombie-problematiek wordt versterkt als er lage rente op schulden wordt betaald (Banerjee & Hofmann, 2022), omdat ook zombie-bedrijven deze lage rentelasten nog wel kunnen betalen.

Gezien de voordelen van schuldfinanciering, kan (te) lage schuld een teken zijn van onderliggende economisch problemen vormen. Zo is het mogelijk dat bedrijven die wel waarde toevoegen, bijvoorbeeld door productiever te zijn dan vergelijkbare bedrijven, zich onvoldoende kunnen financieren en daarmee dus eigenlijk te weinig schuld hebben of schuld moeilijk kunnen aantrekken (Harford & Uysal, 2014). Dat geldt met name voor mkb-bedrijven. Zij kunnen minder gemakkelijk dan grote (beursgenoteerde) bedrijven schuldfinanciering complementeren met eigenvermogeninstrumenten of de uitgifte van eigen obligaties. Duval (2020) beschrijft dat juist bedrijven die waarde toevoegen door hun immateriële activa, moeilijker aan (nieuwe) schuld komen. Dit komt doordat immateriële activa vaak niet kunnen dienen als onderpand voor schuld. Banken en andere schuldverstrekkers kunnen bovendien risico-averser zijn als een bedrijf nog niet zo veel schuld bezit (Brunnermeier et al., 2013). Enerzijds is het feit dat een bedrijf in staat is om schuld aan te trekken een signaal dat het kredietwaardig is (en bij een lage schuld dus mogelijk vice versa). Daarnaast gaat het verstrekken van schuld gepaard met kosten van screening en monitoring van een bedrijf. Indien een bedrijf al een lening heeft verkregen (voorafgegaan door een screening), kan dat kosten voor screening van bestaande en nieuwe schuldverstrekkers verlagen en daarmee de kosten van het verstrekken van nieuwe schuld.

B Toelichting bij gebruikte databronnen

We gebruiken het ABR gebruiken we om de populatie aan bedrijven af te bakenen en onderscheid te maken tussen verschillende soorten bedrijven. Het Algemeen Bedrijven Register (ABR) bevat gegevens over de groepsstructuren van alle Nederlandse bedrijven, oprichtingsdata, de juridische eigendomsstructuur, de sector, de omvang en fusie- en overnamegegevens van een bedrijf. Het CBS stelt het ABR samen op basis van registers uit de Kamer van Koophandel. Een bedrijfsgroep (bijvoorbeeld Autogroep ABC) kan uit meerdere bedrijfseenheden bestaan (Autogroep Onderhoud, Autogroep Verkoop, Autogroep Lease), hoewel circa 95% van de bedrijfsgroepen uit slechts één bedrijfseenheid bestaat. Er hebben grote statistische wijzigingen hebben plaatsgevonden in het ABR in 2006 (wijzigingen in rapportagestandaarden door bedrijven). Daarom gebruiken we alleen gegevens uit het ABR vanaf 2006. Vanaf 2006 is het ABR consistent over tijd te vergelijken.

De NFO gebruiken we om financiële gegevens op het bedrijfsgroepsniveau te verkrijgen. In de Financiën van niet-financiële ondernemingen (NFO) worden op het niveau van de individuele bedrijfseenheid financiële gegevens (balansposten en winst- en verliesrekeningen) per het eind van het kalenderjaar gerapporteerd. De bron voor deze data van het CBS zijn de jaarlijkse belastingaangiftes van bedrijven en jaarlijkse enquêtes door het CBS (voor bedrijven met een balanstotaal groter dan 30 mln euro). Aangezien bedrijfseenheden samen een bedrijfsgroep vormen (en dus bij elkaar horen), aggregeren we jaarlijks de financiële gegevens van de individuele bedrijfseenheden om tot de financiën van de bedrijfsgroep te komen.

We verkrijgen gegevens voor het berekenen van arbeidsproductiviteit uit de POLIS-administratie. De laatste datasets die we aan het ABR en de NFO koppelen, zijn data uit de jaarlijkse salarisadministratie van bedrijfseenheden. De POLIS is een rijk databestand met gegevens uit de loonadministratie van bedrijven. Uit deze POLIS-bestanden gebruiken we informatie over het aantal medewerkers van een bedrijf en het gewerkte aantal uren.

Waar mogelijk filteren we bijzondere bv's uit onze dataset. Met onze dataset kunnen we 'doorstroomvennootschappen' en 'lege hulzen' identificeren en uit de dataset filteren. Om de doorstroomvennootschappen te identificeren en uit onze data te verwijderen, hanteren we een selectiecriteria waarbij observaties worden geëlimineerd met een totale balansomvang van meer dan 1 mln euro, meer dan 70% deelnemingen in het buitenland, minder dan 5 werknemers, en zonder omzet. Deze aanpak resulteert in de verwijdering van 450 observaties in de periode 2006-2022. Om lege hulzen te elimineren, verwijderen we observaties met een totale balans van minder dan 2000 euro en geen of negatieve omzet. Pensioen- en stamrecht-bv's en spaar- en beleggings-bv's kunnen we met onze data niet precies identificeren, maar kunnen we wel benaderen en vervolgens uit de dataset filteren. Een kenmerk van pensioen- en stamrecht bv's en de spaar- en beleggings-bv's is dat deze bedrijven geen of nauwelijks medewerkers hebben. We verwijderen daarom (per jaar) bedrijven zonder werknemers uit onze dataset. Deze filtering resulteert in het verlies van 664.628 observaties. In totaal vertegenwoordigt dit een verlies van 19,13% van alle 347.6731 observaties.

We behouden in Nederland alleen de rechtsvorm 'vennootschappen'. We behouden alleen vennootschappen (besloten vennootschappen, bv's, en naamloze vennootschappen, nv's), en verwijderen dus bedrijven met overige rechtsvormen (zzp, vof, enzovoort) uit de data. In het geval van een faillissement beperkt de claim van schuldeisers zich namelijk tot de vennootschap, en is niet het privévermogen aansprakelijk.

Voor de internationale vergelijking gebruiken we de BACH-database, die een representatieve vertegenwoordiging van bedrijven bevat. Nederland ontbreekt in de BACH-database, daarom vergelijken we onze eigen berekeningen voor Nederland op basis van CBS-data met BACH-data voor België, Duitsland en Frankrijk. De BACH-database (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized*)²⁴ bevat gegevens uit de resultatenrekeningen en balansen van bedrijven in twaalf Europese landen, met eenzelfde selectie van sectoren. Voor Duitsland en Frankrijk omvat de BACH-database 64,9% en 87,4% van de bedrijven (gemeten naar omzet). Voor België dekt het 91% van de bedrijven. De gewogen gemiddelde schuldratio²⁵ is een variabele die direct gerapporteerd wordt in de BACH-database; de rentedekkingsgraad niet en daarom benaderen we die variabele met gegevens uit de BACH-database.

C Definities variabelen

Tabel C.1 Definities en bronnen van gebruikte variabelen

Variabele	Definitie	Additionele bewerking, indien van toepassing	Databron
Schuldratio	Totale schulden/balansomvang	Gewogen gemiddelde berekend door te wegen naar balansomvang. Winsorized op 1%, om extreme outliers te verwijderen	ABR, NFO
Rentedekkingsgraad	Operationele winsten/rentelasten	Winsorized op 1%, om extreme outliers te verwijderen	ABR, NFO
Arbeidsproductiviteit	Toegevoegde waarde bedrijf (=omzet – materiaalkosten)/gewerkt aantal uren		ABR, NFO, (S)POLISBUS
Arbeidsproductiviteitgroei	$[\text{Arbeidsproductiviteit drie jaar vooruit (T+3)}/\text{arbeidsproductiviteit nu (T)}]^{(1/3)-1}$		ABR, NFO, (S)POLISBUS
Onderpandsratio	Vaste activa/balansomvang		ABR, NFO

²⁴ De BACH-database is te raadplegen via www.bach.banque-france.fr.

²⁵ De ongewogen gemiddelde schuldratio is niet beschikbaar in de BACH-database. Daarom vergelijken we het met de gewogen gemiddelde schuldratio van Nederlandse bedrijven.

D Aantal bedrijven per sector (SBI-2008) in de dataset

Tabel D.1 Aantal bruikbare observaties per sector per jaar, na filtering voor bijzondere bv's

Jaar	Sector (conform SBI-2008 indeling)	# Observaties
2006	Openbaar Bestuur, Overheidsdiensten en Verplichte Sociale Verzekeringen	0
2006	Advisering, Onderzoek en Overige Specialistische Zakelijke Dienstverlening	35907
2006	Bouwnijverheid	12132
2006	Cultuur, Sport en Recreatie	2021
2006	Huishoudens als Werkgever	4805
2006	Groot- en Detailhandel, Reparatie van Auto's	34789
2006	Informatie en Communicatie	12284
2006	Landbouw Bosbouw en Visserij	7367
2006	Logies-, Maaltijd- en Drinkverstreking	3583
2006	Onderwijs	4013
2006	Verhuur van Roerende Goederen en Overige Zakelijke Dienstverlening	1148
2006	Elektriciteit, Gas, Stoom en Gekoelde Lucht	1156
2006	Verhuur en Handel in Ontroerend Goed	56
2006	Gezondheids- en Welzijnszorg	0
2006	Overige Zakelijke Diensten	5867
2006	Water, Aval-en Afvalwaterbeheer en Sanering	5080
2006	Winning van Delfstoffen	336
2006	Extraterritoriale Organisaties en Lichamen	80
2011	Openbaar Bestuur, Overheidsdiensten en Verplichte Sociale Verzekeringen	0
2011	Advisering, Onderzoek en Overige Specialistische Zakelijke Dienstverlening	44599
2011	Bouwnijverheid	15556
2011	Cultuur, Sport en Recreatie	2863
2011	Huishoudens als Werkgever	6800
2011	Groot- en Detailhandel, Reparatie van Auto's	39830
2011	Informatie en Communicatie	14437
2011	Landbouw Bosbouw en Visserij	10389
2011	Logies-, Maaltijd- en Drinkverstreking	4051
2011	Onderwijs	5140
2011	Verhuur van Roerende Goederen en Overige Zakelijke Dienstverlening	1826

2011	Elektriciteit, Gas, Stoom en Gekoelde Lucht	1388
2011	Verhuur en Handel in Ontroerend Goed	118
2011	Gezondheids- en Welzijnszorg	0
2011	Overige Zakelijke Diensten	8891
2011	Water, Aval-en Afvalwaterbeheer en Sanering	6068
2011	Winning van Delfstoffen	443
2011	Extraterritoriale Organisaties en Lichamen	105
2016	Openbaar Bestuur, Overheidsdiensten en Verplichte Sociale Verzekeringen	31
2016	Advisering, Onderzoek en Overige Specialistische Zakelijke Dienstverlening	47990
2016	Bouwnijverheid	14770
2016	Cultuur, Sport en Recreatie	3088
2016	Huishoudens als Werkgever	11049
2016	Groot- en Detailhandel, Reparatie van Auto's	40290
2016	Informatie en Communicatie	14604
2016	Landbouw Bosbouw en Visserij	12781
2016	Logies-, Maaltijd- en Drinkverstrekking	4230
2016	Onderwijs	6419
2016	Verhuur van Roerende Goederen en Overige Zakelijke Dienstverlening	2141
2016	Elektriciteit, Gas, Stoom en Gekoelde Lucht	1532
2016	Verhuur en Handel in Ontroerend Goed	198
2016	Gezondheids- en Welzijnszorg	0
2016	Overige Zakelijke Diensten	9901
2016	Water, Aval-en Afvalwaterbeheer en Sanering	6349
2016	Winning van Delfstoffen	535
2016	Extraterritoriale Organisaties en Lichamen	139
2022	Openbaar Bestuur, Overheidsdiensten en Verplichte Sociale Verzekeringen	40
2022	Advisering, Onderzoek en Overige Specialistische Zakelijke Dienstverlening	47459
2022	Bouwnijverheid	14996
2022	Cultuur, Sport en Recreatie	3174
2022	Huishoudens als Werkgever	11200
2022	Groot- en Detailhandel, Reparatie van Auto's	37242
2022	Informatie en Communicatie	13886
2022	Landbouw Bosbouw en Visserij	13429

2022	Logies-, Maaltijd- en Drinkverstreking	4207
2022	Onderwijs	6783
2022	Verhuur van Roerende Goederen en Overige Zakelijke Dienstverlening	2354
2022	Elektriciteit, Gas, Stoom en Gekoelde Lucht	1424
2022	Verhuur en Handel in Ontroerend Goed	238
2022	Gezondheids- en Welzijnszorg	6301
2022	Overige Zakelijke Diensten	9890
2022	Water, Aval-en Afvalwaterbeheer en Sanering	6153
2022	Winning van Delfstoffen	533
2022	Extraterritoriale Organisaties en Lichamen	126

E Beschrijvende statistiek gebruikte variabelen in de dataset

Tabel E.1 Beschrijvende statistiek van de belangrijkste variabelen

	2006	2011	2016	2022
Gemiddelde schuldratio	0,494	0,484	0,448	0,396
Mediaan schuldratio	0,372	0,348	0,308	0,267
Standaarddeviatie schuldratio	0,526	0,538	0,526	0,479
Gemiddelde rentedekkingsgraad	21,06	21,21	34,88	61,61
Mediaan rentedekkingsgraad	4,17	3,00	7,50	19,60
Standaarddeviatie rentedekkingsgraad	66,032	75,558	91,530	115,787
Gemiddelde balansomvang (dzd euro's)	5333,794	7338,758	11257,273	20703,424
Mediaan balansomvang (dzd euro's)	587	681	684	969