

Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2014

I. Rubbrecht⁽¹⁾
D. Vivet

Introductie

Ieder jaar licht de Nationale Bank in haar Economisch Tijdschrift van december de ontwikkelingen toe zoals die blijken uit de jaarrekeningen van de niet-financiële vennootschappen. In het najaar beschikt de Balanscentrale immers over een voldoende representatief staal van de jaarrekeningen met betrekking tot het voorgaande jaar. De uit dat staal getrokken conclusies kunnen dus met een hoge mate van betrouwbaarheid worden geëxtrapoleerd naar het geheel van de onderzoekspopulatie.

Dit artikel bestaat uit vier hoofdstukken. Het eerste deel is een summiere beschrijving van de gevolgde methode en de bestudeerde populatie. In het tweede hoofdstuk wordt een extrapolatie van de belangrijkste posten van de exploitatierekening voor het boekjaar 2014 voorgesteld. De extrapolaties hebben hoofdzakelijk betrekking op de toegevoegde waarde, de personeelskosten, de afschrijvingen en het bedrijfsresultaat. Ze worden nader toegelicht volgens de omvang van de ondernemingen en volgens de voornaamste bedrijfstakken. In het derde deel wordt de financiële situatie van de vennootschappen in termen van rentabiliteit en financiële structuur beoordeeld. Die analyse is gebaseerd op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen en belicht de situatie vanuit zowel een macro- en meso-economisch standpunt (met totalisaties) als een micro-economisch standpunt (met medianen en andere verdelingsmaatstaven). De analyse wordt aangevuld met een onderzoek van het financiële-hefboomeffect en van de capaciteit om de rentelasten terug te betalen ('times interest earned').

(1) De auteur bedankt François Coppens en George Van Gastel voor hun gewaardeerde opmerkingen.

Tot slot wordt in een extra hoofdstuk nader ingegaan op het verloop van de betalingstermijnen van de klanten en de leveranciers, zoals die op basis van de jaarrekeningen kunnen worden vastgesteld. Vervolgens wordt het verband tussen die ratio's en het faillissementsrisico onderzocht.

1. Methode en beschrijving van de populatie

1.1 Methode

Sinds het einde van de jaren zeventig verzamelt de Balanscentrale de rekeningen van de niet-financiële vennootschappen. Hiertoe zijn de ondernemingen verplicht uiterlijk zeven maanden na de afsluiting van het boekjaar hun jaarrekeningen neer te leggen aan de hand van een genormaliseerd formulier. De gegevens worden vervolgens geverifieerd en eventueel gecorrigeerd teneinde te voldoen aan de vereiste kwaliteitsnormen. Zo kan vanaf september een eerste analyse worden gemaakt.

De populatie van de jaarrekeningen met betrekking tot het laatst bestudeerde jaar, in casu 2014, is evenwel ieder jaar onvolledig. Dat komt doordat heel wat jaarrekeningen ofwel te laat worden neergelegd, ofwel de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Daarom worden de gegevens voor 2014 geraamd op basis van een constant staal. Dat bestaat uit ondernemingen die een jaarrekening hebben neergelegd voor een boekjaar van twaalf maanden, zowel voor het boekjaar 2013 als voor het boekjaar 2014. De methode

bestaat erin de resultaten voor 2014 te extrapoleren op basis van het verloop van het constante staal, waarbij ervan wordt uitgegaan dat het binnen het staal vastgestelde verloop representatief is voor de hele populatie. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel werd bevestigd, gaat het om een hypothese die grotendeels wordt bewaarheid, aangezien de extrapolaties in de meeste gevallen een goede weergave zijn van de richting en de omvang van de reële bewegingen.

Het staal met betrekking tot dit jaar werd getrokken op 10 september 2015. Het telt 254 721 jaarrekeningen, of 73,5% van het totale aantal jaarrekeningen dat is neergelegd voor het boekjaar 2013. De representativiteitsgraad naar toegevoegde waarde ligt met 87% aanzienlijk hoger. De representativiteit is de afgelopen tien jaar fors toegenomen: in 2005 bedroeg ze nog 52,6% wat het aantal vennootschappen betreft, en 82,4% wat de toegevoegde waarde betreft. Deze verbetering is voornamelijk te danken aan de technische vooruitgang die in de Balanscentrale werd geboekt (elektronische neerlegging, datawarehouse, ...) en aan het instellen van tarief-toeslagen voor het te laat neerleggen van de jaarrekening (zie de vorige uitgave van dit artikel).

1.2 Beschrijving van de bestudeerde populatie

De bestudeerde populatie stemt overeen met het geheel van niet-financiële vennootschappen zoals dat door de Balanscentrale is gedefinieerd. Dat geheel wordt echter gezuiverd voor de tak van de 'activiteiten van hoofdkantoren' (NACE-BEL 70 100), want die omvat vennootschappen die doorgaans de functie van intern bankier of thesauriebeheerder binnen ondernemingsgroepen uitoefenen, en die als dusdanig kunnen worden gelijkgesteld met financiële vennootschappen.

Bijlage 1 bevat de NACE-BEL-codes van de bedrijfstakken die deel uitmaken van de populatie. De sectorspecifieke groeperingen zijn gebaseerd op de nomenclatuur NACE-BEL 2008. Om redenen van presentatie en interpretatie verschilt de hier gehanteerde structuur echter enigszins van de officiële structuur van de nomenclatuur.

In dit artikel worden de ondernemingen ook volgens hun omvang van elkaar onderscheiden. Dit onderscheid is

gebaseerd op het type van het ingediende schema. Volgens het Wetboek van vennootschappen mogen de niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen hun jaarrekening neerleggen volgens het verkorte schema, terwijl de grote ondernemingen en de beursgenoteerde kleine ondernemingen verplicht zijn het volledige schema te gebruiken.

In het Wetboek van vennootschappen wordt een onderneming als klein beschouwd indien ze tijdens de laatste twee boekjaren niet meer dan één van de volgende limieten heeft overschreden:

- gemiddeld aantal werknemers op jaarbasis: 50;
- omzet (ongerekend btw): € 7 300 000;
- balanstotaal: € 3 650 000;

behalve indien het jaargemiddelde van het aantal werknemers meer dan 100 bedraagt⁽¹⁾.

In alle andere gevallen worden ondernemingen als groot beschouwd.

Overeenkomstig deze criteria worden vennootschappen die hun jaarrekening volgens het volledige schema neerleggen, als grote ondernemingen gedefinieerd. De overige vennootschappen, namelijk die welke hun jaarrekening volgens het verkorte schema neerleggen, worden als kmo's beschouwd.

In tabel 1 wordt een opsplitsing weergegeven van het aantal vennootschappen, de toegevoegde waarde en het personeel naar bedrijfstak en naar grootte voor het meest recente volledige boekjaar, namelijk 2013. De tabel vestigt de aandacht op een aantal structurele kenmerken van de populatie, onder meer op het volgende:

- De grote ondernemingen zorgen voor het grootste deel van de toegevoegde waarde (74% van het totaal) en de werkgelegenheid (70%), maar maken slechts een kleine minderheid van het aantal vennootschappen uit (6%).
- Van de industriële ondernemingen bestaat 15% uit grote ondernemingen, tegen slechts 5% bij de dienstverlenende bedrijven. Het aandeel van de grote ondernemingen is bijzonder hoog in de chemische (43%) en de farmaceutische (37%) nijverheid, alsook in de branche 'energie, water en afval' (31%).
- De bedrijfstakken met het grootste aantal (zeer) kleine ondernemingen, zijn de dienstverlenende takken die voornamelijk op de binnenlandse vraag gericht zijn, waaronder bijvoorbeeld de horeca (99% kmo's), de kleinhandel (97%) en de bouwnijverheid (96%).
- Hoewel de verwerkende nijverheid slechts een kleine minderheid van het aantal vennootschappen (6% van het totaal) omvat, blijft ze een belangrijke bron van

(1) Indien het boekjaar ofwel meer, ofwel minder dan 12 maanden telt, wordt het criterium betreffende de omzet verhoudingsgewijs herberekend. Als de onderneming met een of meer ondernemingen verbonden is, wordt het criterium met betrekking tot het jaargemiddelde van het aantal werknemers berekend door het gemiddelde aantal werknemers van alle betrokken ondernemingen op te tellen, en worden de criteria die verband houden met de omzet en het balanstotaal op geconsolideerde basis berekend. Voor meer informatie, zie het advies CBN 2010-5 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen (www.cnc-cbn.be).

TABEL 1 OPSPLITSING VAN DE BESTUDEERDE POPULATIE NAAR BEDRIJFSTAK
(boekjaar 2013)

	Aantal vennootschappen		Toegevoegde waarde (in € miljoen)		Werkgelegenheid ⁽¹⁾	
	Grote ondernemingen	Kmo's	Grote ondernemingen	Kmo's	Grote ondernemingen	Kmo's
Verwerkende nijverheid	3 392	18 759	42 396	5 046	369 677	75 864
waarvan:						
Landbouw en voedingsnijverheid	627	3 283	6 743	854	60 990	14 794
Textiel, kleding en schoeisel	222	1 270	1 160	272	17 078	4 756
Hout, papier en drukkerijen	354	3 316	2 303	652	24 978	9 274
Chemische nijverheid	266	355	6 698	116	39 821	1 367
Farmaceutische nijverheid	55	93	5 752	27	21 344	508
Ijzer- en staalnijverheid	552	4 092	5 072	1 347	59 197	20 092
Metaalverwerkende nijverheid	565	1 897	8 548	627	86 399	8 473
Niet-verwerkende bedrijfstakken	17 496	306 930	90 959	40 613	933 820	491 339
waarvan:						
Handel in auto's	903	10 388	2 763	1 562	31 136	21 648
Groothandel	4 453	28 447	18 003	4 338	127 137	47 577
Kleinhandel	1 247	37 110	7 863	4 509	116 166	72 405
Vervoer en opslag	1 594	9 773	12 114	2 524	157 069	35 953
Accommodatie en maaltijden	276	21 232	1 256	2 360	20 875	47 996
Informatie en communicatie	1 046	17 004	10 094	1 884	67 196	16 234
Exploitatie van en handel in onroerend goed	1 966	31 768	2 517	3 084	7 311	7 964
Diensten aan ondernemingen	3 003	78 098	16 588	9 586	258 411	91 923
Energie, water en afval	472	1 055	8 854	320	40 154	2 500
Bouwnijverheid	1 852	45 727	6 897	7 112	82 490	106 275
Totaal	20 888	325 689	133 355	45 659	1 303 497	567 203

Bron: NBB.

toegevoegde waarde (27 %) en banen (24 %) voor de Belgische economie, hoewel die percentages de afgelopen twintig jaar fors zijn gedaald⁽¹⁾.

2. Verloop van de componenten van de exploitatierekening

2.1 Conjunctuurklimaat in 2014

In 2014 steeg het bbp met 1 %, een groei die aanzienlijk hoger was dan in 2013 en 2012, maar relatief matig vanuit een langetermijnperspectief. Dit verloop van de bedrijvigheid ging gepaard met een toename van de onzekerheid.

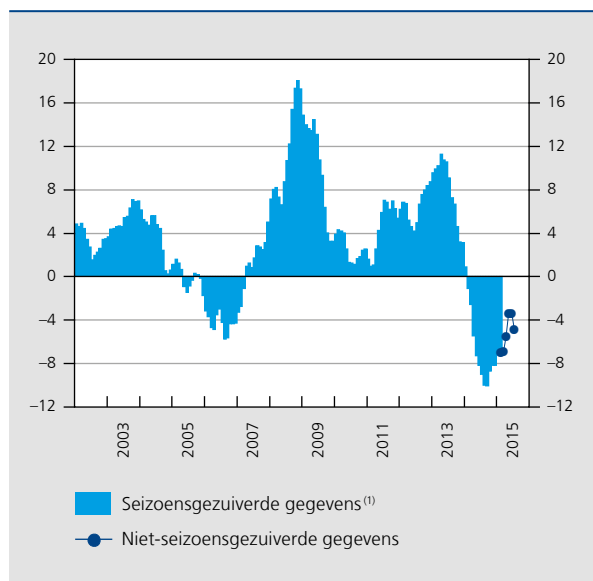
Zo verslechterde het ondernemersvertrouwen sterk tijdens het voorjaar van 2014, waarna het tijdens de zomer stabiel bleef op een relatief laag peil en zich vervolgens enigszins herstelde tijdens de laatste maanden van het jaar.

De relatief betere conjunctuur had positieve gevolgen voor het aantal in gebreke blijvende ondernemingen: over 2014 als geheel bedroeg het aantal faillissementen 10 736 eenheden, tegen 11 740 eenheden in 2013, wat neerkomt op een daling met 9 %. Deze neerwaartse beweging was in alle bedrijfstakken te zien, maar de horeca (-11 %), het vervoer (-9 %) en de handel (-8 %) oefenden de grootste

(1) In 1996 was de verwerkende nijverheid nog goed voor 38 % van de toegevoegde waarde en 36 % van de werkgelegenheid.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN HET AANTAL FAILLISEMENTEN VAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË

(veranderingspercentage van het aantal faillissementen t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.
(1) Gegevens afgevlakt aan de hand van een gecentreerd glijdend gemiddelde over twaalf maanden.

invloed uit op de tendens (zie tabel 2). Zoals blijkt uit de gegevens voor de eerste jaarthelft, zette de daling zich in 2015 voort, zij het in een steeds minder krachtig tempo (-2% ten opzichte van de eerste helft van 2014).

De afname van het aantal faillissementen in 2014 steekt af tegen de soms zeer uitgesproken stijgingen tijdens

de voorgaande jaren. Die daling mag evenwel niet verhullen dat de statistieken over faillissementen op een historisch hoog peil blijven: in de eerste helft van 2015 waren er immers 5555 faillissementen, of 38% meer dan in de eerste helft van 2007 (4 020 faillissementen). Bovendien is het waarschijnlijk dat de meeste kwetsbare ondernemingen wellicht, enkele jaren na het begin van de financiële crisis, uiteindelijk zijn verdwenen, wat automatisch bijdraagt tot een daling van het aantal faillissementen.

Tot slot moet worden opgemerkt dat bepaalde recente schommelingen te verklaren zijn door de werking van de rechtbanken van koophandel. Zo is de afname van het aantal faillissementen in 2014 deels toe te schrijven aan de toegenomen handelonderzoeken en de sneller afgeronde dossiers in Brussel in 2013, die in dat jaar bijdroegen tot een stijging van het aantal faillissementen in het gewest.

2.2 Algemeen verloop van de exploitatierekening

Over heel 2014 steeg de totale toegevoegde waarde die door de niet-financiële vennootschappen werd gecreëerd, met andere woorden het verschil tussen de verkoopopbrengsten en de kostprijs van de door derden geleverde goederen en diensten, met 0,5% tegen lopende prijzen (zie tabel 3). Ongerekend 2009 is dit de traagste groei in meer dan vijftien jaar, die voortvloeit uit een stagnatie van zowel de aankopen als de verkopen. De stijging van de toegevoegde waarde volgt de facto al vier jaar een sterk neerwaartse tendens.

TABEL 2 VERLOOP VAN HET AANTAL FAILLISEMENTEN NAAR BEDRIJFSTAK

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1 ^e semester	
							2014	2015
Verwerkende nijverheid	544	541	563	611	619	585	322	273
Bouwnijverheid	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 065	1 027
Handel	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	1 459	1 435
Horeca	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 033	1 005
Vervoer en communicatie	851	858	907	942	948	859	444	421
Diensten aan ondernemingen en vastgoed	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	878	971
Overige	1 035	778	810	919	1 068	880	488	423
Totaal	9 420	9 570	10 224	10 587	11 740	10 736	5 689	5 555

Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.

TABEL 3 VERLOOP VAN DE BELANGRIJKSTE COMPONENTEN VAN DE EXPLOITATIEREKENING

(lopende prijzen)

	Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar					In € miljoen	In % van de toegevoegde waarde
	2010	2011	2012	2013	2014 r	2014 r	2014 r
Toegevoegde waarde	5,5	3,7	1,4	1,5	0,5	179 833	100,0
Personeelskosten	0,6	5,3	3,0	1,6	-0,6	102 976	57,3
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ .. (-)	2,1	4,1	3,4	2,6	2,2	34 586	19,2
Overige bedrijfskosten	3,0	4,7	2,5	-0,4	-5,2	10 414	5,8
<i>Totaal van de bedrijfskosten</i>	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>3,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>147 976</i>	<i>82,3</i>
Nettobedrijfsresultaat	28,6	-1,7	-5,7	0,6	3,9	31 857	17,7

Bron: NBB.

(1) Op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630).

De toegevoegde waarde die een onderneming creëert, stelt haar in staat de bedrijfskosten te dekken en, ten belope van het overschot, een nettobedrijfsresultaat te boeken.

De personeelskosten maken gewoonlijk het grootste deel van de bedrijfskosten uit. Nadat ze de voorgaande jaren sneller waren gegroeid dan de toegevoegde waarde, liepen de personeelskosten in 2014 met 0,6 % terug. Die vermindering van de loonsom vloeit hoofdzakelijk voort uit, enerzijds, de forse daling van de inflatie, die via het indexeringsmechanisme grotendeels doorwerkte in de loonkosten, en anderzijds de door de regering opgelegde bevrozing van de reële loonsverhogingen. Bovendien nam het aantal werknemers in 2014 af (-1 % in voltijdse equivalenten).

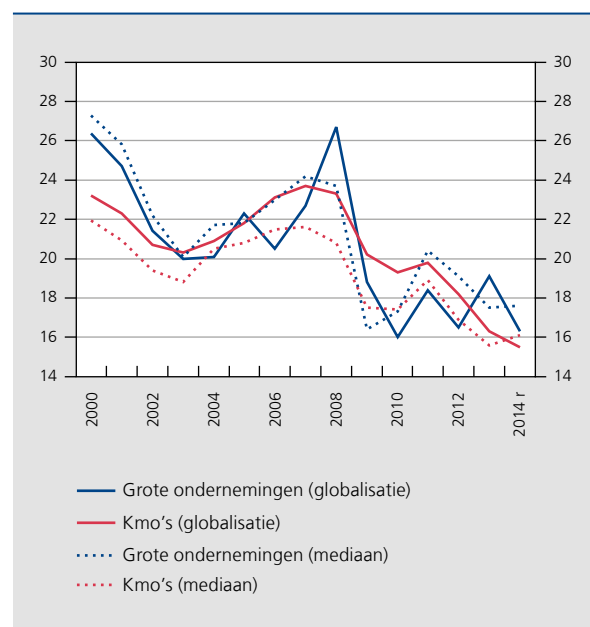
Na de personeelskosten maken de afschrijvingen en de waardeverminderingen op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630 van de jaarrekening) de belangrijkste bedrijfskosten uit. In 2014 vertraagde de groei van die kosten voor het derde jaar op rij, tot +2,2 %, een aanzienlijk lager peil dan het gemiddelde van de laatste tien jaar (+3,9 %), wat wijst op een tijdens de afgelopen jaren veel behoedzamer geworden investeringsbeleid.

In de jaarrekening kan de door de ondernemingen geleverde investeringsinspanning worden bestudeerd aan de hand van de investeringsgraad voor de materiële vaste activa. In deze ratio worden de tijdens het boekjaar uitgevoerde aankopen van materiële vaste activa gedeeld door de in het voorgaande boekjaar

uitstaande materiële vaste activa. De ratio is na de recessie van 2008-2009 zeer sterk gedaald, ongeacht de gehanteerde maatstaf, en handhaaft zich sindsdien op ruimschoots lagere niveaus dan die vóór de financiële crisis (grafiek 2). Deze neerwaartse tendens trof vrijwel alle bedrijfstakken waaruit de Belgische economie bestaat.

GRAFIEK 2 INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA

(in %)



Bron: NBB.

De totale bedrijfskosten, die grotendeels worden bepaald door de personeelskosten en de afschrijvingen, namen in 2014 met 0,3 % af, de eerste daling in meer dan twintig jaar. In combinatie met de lichte stijging van de toegevoegde waarde resulteerde die daling in een lichte verbetering (+3,9 %) van het bedrijfsresultaat in 2014, tot € 32 miljard. Het bedrijfsresultaat was de afgelopen vier jaar al met al zeer stabiel en altijd lager dan de vóór de recessie van 2008-2009 bereikte piek (€ 36 miljard).

Uit de analyse op grond van de ondernemingsgrootte blijkt dat het vooral de kmo's waren die bijdroegen tot de stijging van de exploitatierekening in 2014: tijdens

het boekjaar lieten ze een groei met 3,0 % in de toegevoegde waarde en 5,2 % in het bedrijfsresultaat optekenen, tegen respectievelijk -0,4 % en 3,0 % voor de grote ondernemingen. Over het geheel genomen verbeteren de resultaten van de kmo's in vrijwel alle bestudeerde bedrijfstakken, waaronder meer bepaald de diensten aan ondernemingen, de groothandel, de vastgoedsector en de bouwnijverheid. De situatie is gevarieerder voor de grote ondernemingen, waar de stijgingen in bepaalde bedrijfstakken, waaronder de chemie, de ijzer- en staalnijverheid en de groothandel, worden gecompenseerd door dalingen in de kleinhandel, het vervoer, de farmaceutische nijverheid of de telecommunicatie.

TABEL 4 VERLOOP VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE EN HET BEDRIJFSRESULTAAT, NAAR BEDRIJFSTAK
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Toegevoegde waarde		Nettobedrijfsresultaat		<i>p.m.</i> Aandeel in % van de bedrijfstakken in de totale toegevoegde waarde in 2014 r
	2013	2014 r	2013	2014 r	
Verwerkende nijverheid	1,4	4,2	3,9	16,6	27,5
waarvan:					
Landbouw en voedingsnijverheid	4,6	3,8	15,8	4,5	4,4
Textiel, kleding en schoeisel	-1,3	10,4	2,7	57,5	0,9
Hout, papier en drukkerijen	-2,8	2,5	-21,9	26,5	1,7
Chemische nijverheid	1,2	7,2	0,6	41,3	4,1
Farmaceutische nijverheid	12,1	0,7	42,5	-32,9	3,2
Ijzer- en staalnijverheid	1,1	4,4	233,2	167,3	3,7
Metaalverwerkende nijverheid	-2,1	4,3	-6,0	6,6	5,3
Niet-verwerkende bedrijfstakken	1,6	-0,9	-0,4	-2,6	72,5
waarvan:					
Handel in auto's	-1,1	7,2	-5,6	28,4	2,6
Groothandel ⁽¹⁾	-0,5	1,5	-7,8	19,5	12,6
Kleinhandel ⁽¹⁾	1,6	-0,3	-1,6	-9,3	6,6
Vervoer en opslag	-0,2	-14,0	-16,3	-84,9	7,0
Accommodatie en maaltijden	3,8	3,6	17,3	36,6	2,1
Informatie en communicatie	-2,5	1,3	-23,5	-9,5	6,7
Exploitatie van en handel in onroerend goed	2,6	3,6	3,8	3,0	3,2
Diensten aan ondernemingen	4,6	3,4	11,9	-4,1	15,0
Energie, water en afval	-3,1	-6,1	-29,9	2,9	4,8
Bouwnijverheid	0,8	-1,5	3,2	-11,8	7,7
Totaal	1,5	0,5	0,6	2,1	100,0

Bron: NBB.

(1) Ongerekend handel in auto's.

2.3 Ontwikkelingen naar bedrijfstak

In tabel 4 worden de ontwikkelingen van de exploitatierekening naar bedrijfstak tijdens de laatste twee beschouwde jaren beschreven.

In 2014 waren de resultaten van de verwerkende bedrijfstakken, in tegenstelling tot de langetermijntendens, dynamischer dan die van de niet-verwerkende bedrijfstakken.

Het relatief gunstige verloop in de verwerkende bedrijfstakken is in de eerste plaats toe te schrijven aan de afname van de kosten: de industrie trok profijt van de lagere loonkosten en de daling van de grondstoffenprijzen (zie grafiek 3). De energetische grondstoffen veranderden het meest, waarbij vooral de prijs voor aardolie van het Brent-type fors terugliep, namelijk met 50% in 2014. De futloze mondiale vraag drukte ook de prijzen van de industriële grondstoffen en de levensmiddelen grondstoffen. De verwerkende nijverheid als zodanig boekte een lichte vooruitgang, zoals blijkt uit het verloop van de verkoop (+0,6% in 2014) en uit de door de FOD Economie berekende indices van de industriële productie: ondanks de uiteenlopende ontwikkelingen in de bedrijfstakken steeg de totale index voor de verwerkende nijverheid van 106,1 in december 2013 tot 107,6 in december 2014. De branches waar de daling van de kosten de grootste gevolgen had, zijn de ijzer- en staalnijverheid, de basischemie en de metaalverwerkende nijverheid.

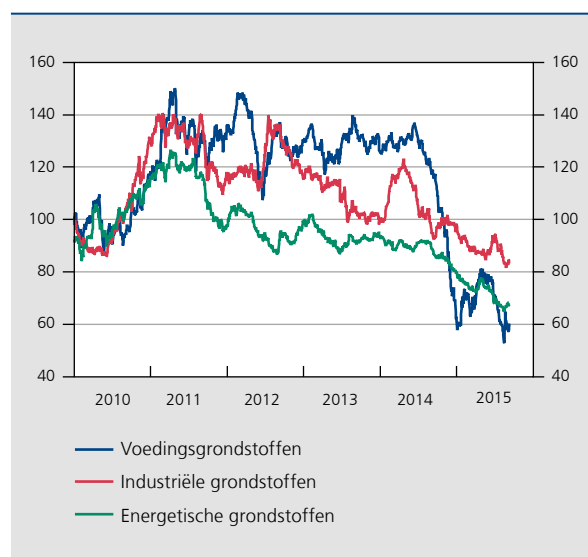
De farmaceutische nijverheid is dan weer een van de zeldzame verwerkende bedrijfstakken waarvan het bedrijfsresultaat in 2014 terugliep (-32,6%). Deze daling is voor een zeer groot deel te wijten aan de stijging van de afschrijvingen op kosten van onderzoek en ontwikkeling en op vergunningen voor nieuwe geneesmiddelen.

De ontwikkelingen van de niet-verwerkende bedrijfstakken waren zeer gevarieerd en hingen soms grotendeels af van de specifieke situatie in bepaalde grote ondernemingen. De beste resultaten waren merkbaar in de groothandel (voornamelijk als gevolg van de nauwe band van die bedrijfstak met de industrie) en in de handel in auto's en toebehoren, die vooral profijt trok van de daling van de grondstoffenprijzen in de bandensector. De kleinhandel en de telecommunicatie hadden daarentegen te kampen met een verdere inkrimping van hun marges, tegen de achtergrond van een sterke concurrentiedruk.

De daling van de resultaten in de bouwnijverheid houdt dan weer vooral verband met de voltooiing van belangrijke projecten of met specifieke vastgoedtransacties, als ook met de vermindering van de overheidsinvesteringen in het licht van de begrotingsconsolidatie. Tot slot werd de

GRAFIEK 3 GRONDSTOFFENPRIJZEN

(indexcijfers 2010 = 100, daggegevens in Amerikaanse dollar)



Bron: HWWI.

bedrijfstak 'Vervoer en opslag' sterk beïnvloed door specifieke gebeurtenissen, namelijk de reorganisatie van een onderneming en een aanzienlijke waardevermindering op voorraden in een vennootschap die gespecialiseerd is in de opslag van aardolieproducten.

3. Verloop van de financiële situatie van de vennootschappen

De onderstaande financiële analyse berust op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen aan de hand van financiële ratio's. De definities van die ratio's zijn terug te vinden in bijlage 2. De financiële ratio's worden voorgesteld in de vorm van globalisaties en van een mediaan. Bij de globalisatie van een ratio wordt de som van de tellers van alle vennootschappen gedeeld door de som van de noemers ervan. De geglobaliseerde ratio is bijgevolg het gewogen gemiddelde van elke ratio op individueel ondernemingsniveau, waarbij het gewicht overeenstemt met het aandeel van elke onderneming in de totale waarde van de noemer van de ratio. Op die manier weerspiegelt het geglobaliseerde gemiddelde de situatie van de ondernemingen met de grootste noemerwaarde. De mediaan komt overeen met de centrale waarde van een geordende verdeling, waarbij de waarde van de ratio voor 50% van de vennootschappen boven de mediaan uitkomt en voor 50% ervan lager is dan de mediaan. Door die twee concepten te hanteren, wordt een complementaire analyse beoogd. Omdat gemiddelden, dus ook de

geglobaliseerde ratio, beïnvloed worden door uitschieters ('outliers'), is enerzijds de mediaanwaarde belangrijk om die uitbijters te neutraliseren. Anderzijds wordt via het geglobaliseerde gemiddelde veeleer een beeld geschetst vanuit macro- en meso-economisch perspectief, terwijl de mediaan de micro-economische situatie belicht.

3.1 Rentabiliteit

In deze paragraaf zal de rentabiliteit van een vennootschap worden bestudeerd in verhouding tot enerzijds de verkopen en anderzijds het eigen en het totale vermogen.

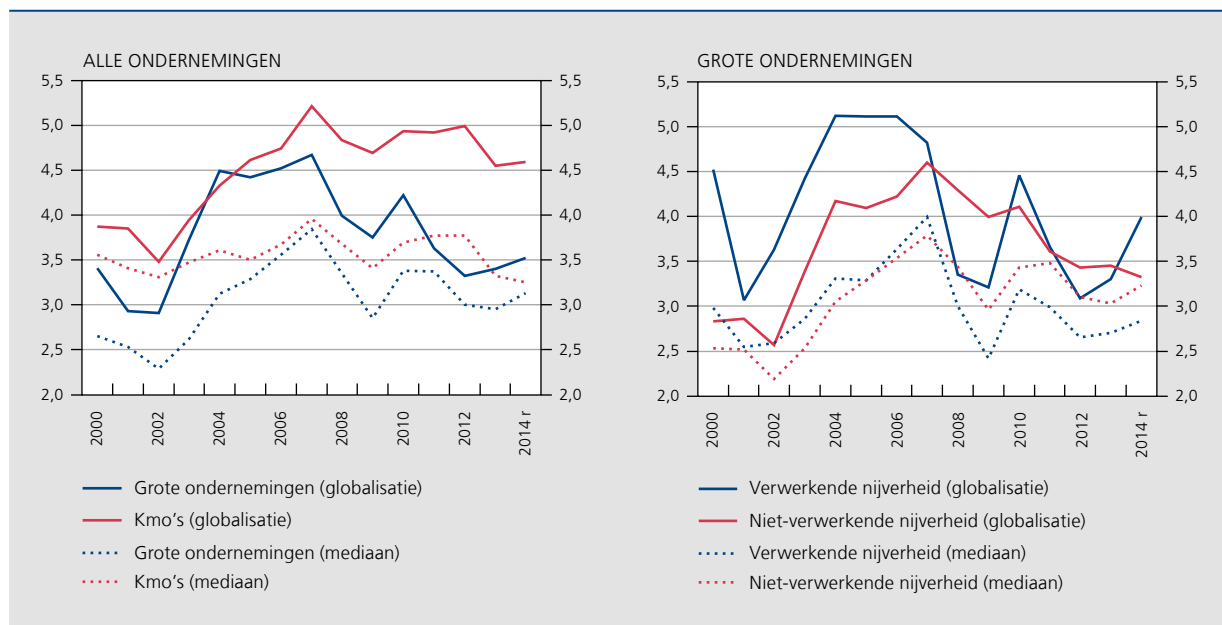
3.1.1 Nettoverkoopmarge

De rentabiliteit van de verkopen kan worden gemeten via de nettoverkoopmarge. Dit is de verhouding tussen het nettobedrijfsresultaat en de verkopen. De nettoverkoopmarge schetst een beeld van de relatieve efficiëntie van de onderneming nadat alle bedrijfskosten, inclusief de afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen van de onderneming, in mindering werden gebracht. Ze geeft een indicatie over de capaciteit van de onderneming om een positief bedrijfsresultaat uit de verkoopinkomsten over te houden nadat alle operationele onkosten zijn vergoed, de financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen buiten beschouwing gelaten.

De nettoverkoopmarge voor kmo's is over nagenoeg de hele periode groter dan die voor grote ondernemingen (zie grafiek 4). Het komt erop neer dat per € 100 aan verkopen een grotere bedrijfswinst overblijft in een kmo-entiteit. Hierbij moet worden opgemerkt dat hier alleen rekening wordt gehouden met de kmo's waarvoor een nettoverkoopmarge kon worden berekend, wat slechts mogelijk is indien het omzetcijfer in de jaarrekening van de kmo vermeld staat. Het verschil tussen de geglobaliseerde nettoverkoopmarge voor kmo's en die voor grote ondernemingen werd bovendien groter over de jaren heen. Hiervoor zijn verschillende verklaringen mogelijk. Grote ondernemingen verschaffen doorgaans méér werkgelegenheid wat resulteert in een groter gewicht van de personeelskosten, een kostenpost die de laatste jaren sneller groeide dan de toegevoegde waarde, met uitzondering van het laatste jaar. Zoals supra werd vermeld, was dit het gevolg van een afname van de inflatie in 2014, wat een weerslag had op de automatische loonindexering, en van een bevrozing van de reële loonsverhogingen voor de periode 2013-2014. Bovendien ondervinden de grotere ondernemingen een toenemende internationale concurrentie waardoor hun marges kleiner worden.

Tot en met 2007 lieten de grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid een hogere nettoverkoopmarge optekenen dan die in de niet-verwerkende nijverheid. Dit is te verklaren door de hogere marges in de chemische en farmaceutische nijverheid, de hout- en papiersector

GRAFIEK 4 NETTOVERKOOPMARGE
(in %)



Bron: NBB.

en de ijzer- en staalnijverheid. Sinds 2008 echter bleek de nettoverkoopmarge van de grote industriebedrijven sterker te lijden onder de neerwaartse conjunctuur die volgde op de financiële crisis. De grootste daling was zichtbaar in dezelfde bedrijfstakken, die niet alleen sterk conjunctuurgevoelig zijn, maar ook aanzienlijk worden beïnvloed door het internationale klimaat. Volgens de ramingen voor 2014 herstelt de geglobaliseerde nettoverkoopmarge zich zeer voorzichtig bij zowel de grote ondernemingen (3,5 %) als de kmo's (4,6 %). Het aarzelande herstel is meetbaar in bijna alle industrietakken dankzij een daling van hun operationele kosten, die grotendeels valt te verklaren door de lagere grondstoffenprijzen. De farmaceutische nijverheid wijkt hiervan af met haar lagere nettoverkoopmarge (daling van 8,5 % in 2013 tot, naar schatting, 5,7 % in 2014) als gevolg van verhoogde afschrijvingen op gekapitaliseerde O&O-kosten en op vergunningen voor nieuwe geneesmiddelen.

3.1.2 Economische en financiële rentabiliteit

In de analyse van de rentabiliteit in verhouding tot het eigen en het totale vermogen kan een onderscheid worden gemaakt tussen de economische en de financiële rentabiliteit van een vennootschap. De economische rentabiliteit wordt gemeten als de verhouding tussen het nettoresultaat vóór belastingen en schuldenlasten en het totale vermogen. Hierbij worden de uitzonderlijke resultaten bewust buiten beschouwing gelaten, omdat deze eenmalig zijn en enkel het nettoresultaat van de normale bedrijfsactiviteiten wordt beoogd. De ratio vormt een indicator van de economische gezondheid van de onderneming, ongeacht de manier waarop de activiteiten worden gefinancierd. Bij de financiële rentabiliteit wordt echter wel rekening gehouden met de financieringswijze en ze wordt in deze studie benaderd via de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, waarbij de winst vóór belastingen wordt gedeeld door het totale eigen vermogen. Deze ratio geeft derhalve een aanwijzing betreffende het rendement dat de aandeelhouders halen uit de lopende activiteiten van de onderneming, eveneens zonder rekening te houden met de uitzonderlijke resultaten of de belastingen. Beide rentabiliteitsratio's worden berekend vóór aftrek van belastingen om ze onderling te kunnen vergelijken.

De opgetekende verschillen tussen de twee vermelde vormen van rentabiliteit kunnen worden verklaard door het financiële hefboomeffect. Indien een onderneming middelen kan lenen tegen een rente die lager is dan haar

economische rentabiliteit, kan zij hierdoor haar financiële rentabiliteit verhogen. De reden is dat schulden bij derden meestal aanzienlijk minder kosten dan eigen vermogen omdat aandeelhouders bovenop het normale rendement op investeringen ('return on investment') ook een hogere risicopremie⁽¹⁾ verwachten voor hun kapitaalbreng. De financiële rentabiliteit van de onderneming wordt bijgevolg bepaald door haar economische rentabiliteit verhoogd met haar financiële hefboomfactor⁽²⁾, die wordt beïnvloed door de mate waarin een onderneming zich financiert met vreemd vermogen en de daaraan gekoppelde interestvoet. Daarbij spelen niet alleen de rentelasten van bank- en obligatieleningen een rol, maar ook de eventuele kosten verbonden aan schulden bij leveranciers of bij zogenoemde intercompany-vennootschappen. Een hefboomratio groter dan 1 betekent dat het aangaan van schulden een verhogend effect heeft op de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, terwijl een ratio kleiner dan 1 wijst op een negatief effect van het aanhouden van schulden op de financiële rentabiliteit van de vennootschap. In grafiek 5 wordt de theorie getoetst aan het cijfermateriaal uit de jaarrekeningen.

De geglobaliseerde economische rentabiliteit voor de grote ondernemingen vertoont een dalende trend sinds de financiële crisis in 2008, terwijl die voor de kmo's beter stand hield. Kmo's zijn minder conjunctuurgevoelig omdat zij minder gericht zijn op industriële activiteiten en op internationale handel. De grote ondernemingen bleken sterker te worden beïnvloed door de neerwaartse conjunctuur en kwamen daardoor in 2013 uit op het laagste economische rentabiliteitsniveau (3,9 %) van de afgelopen 15 jaar. De sterkste daling kwam voor in de verwerkende nijverheid, waar alle takken tussen 2007 en 2013 een afname te zien gaven, met als sterkste daler de ijzer- en staalnijverheid. De invloed van de minder gunstige internationale omgeving leidde er tot een tijdelijke stillegging of zelfs sluiting van productie-eenheden. Ook in de voedingsindustrie en de chemische nijverheid liep de economische rentabiliteit aanzienlijk terug. In de laatstgenoemde bedrijfstak was dit hoofdzakelijk het gevolg van krimp margins en van de prijschommelingen van de grondstoffen. Het langzame herstel van de economische groei in 2014 lijkt zich aarzeland te vertalen in een beperkt herstel van de economische rentabiliteit bij de grote bedrijven, maar enkel in de verwerkende nijverheid, meer bepaald in alle takken behalve de farmaceutische sector. De sterkste opleving deed zich voor in de voedingsindustrie, de ijzer- en staalnijverheid en de chemie.

Uit grafiek 5 blijkt dat de financiële rentabiliteit over de beschouwde periode hoger is dan de economische rentabiliteit, wat erop wijst dat de ondernemingen ongeacht hun bedrijfsgrootte in staat zijn schulden aan te gaan

(1) In geval van een faillissement zal de onderneming eerst haar schuldeisers terugbetalen, vervolgens de achtergestelde schuldeisers vergoeden en daarna het resterende bedrag teruggeven aan de aandeelhouders. De laatste groep loopt bijgevolg het grootste risico, waartegenover een hogere risicopremie staat.

(2) De financiële hefboomfactor = (winst vóór belastingen/nettoresultaat vóór belastingen en financiële kosten) x (totaal vermogen/eigen vermogen).

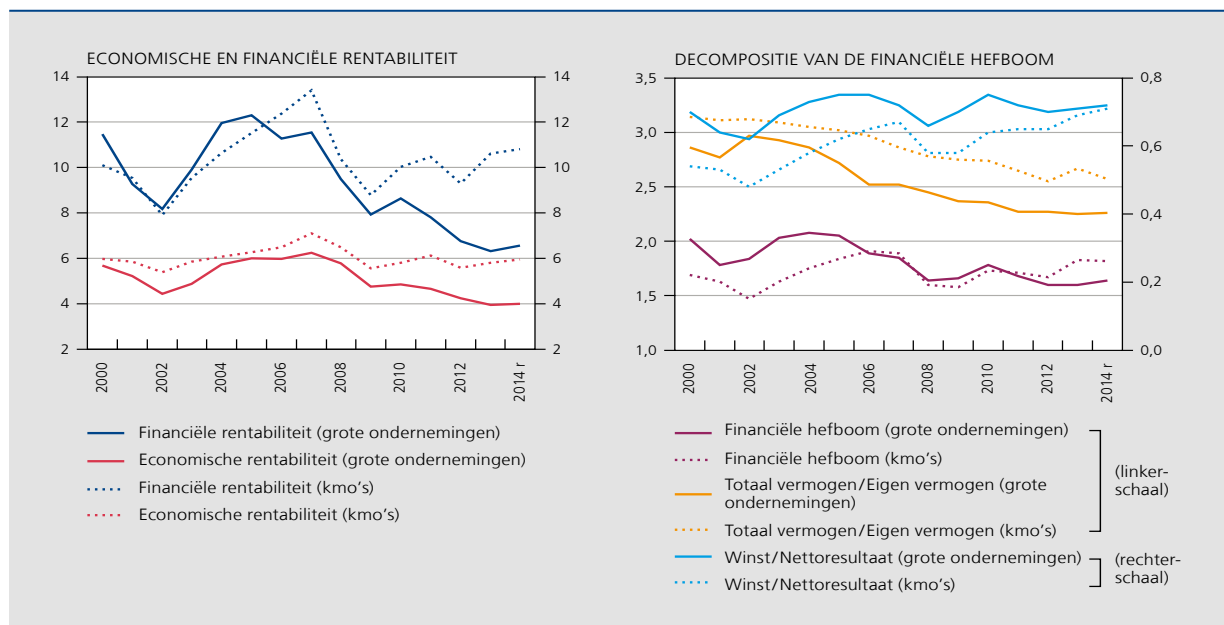
tegen een rente die lager is dan hun economische rentabiliteit. De geglobaliseerde financiële rentabiliteit voor de kmo's vertoonde na 2008 een herstel dankzij een relatief constante economische rentabiliteit samen met een versterking van de financiële hefboom. Dit laatste kan worden uitgelegd doordat in die periode kmo's in vergelijking met grote ondernemingen relatief meer gebruik maakten van vreemd vermogen om hun activa te financieren, zodat de forse daling van de kosten van bankkrediet sinds 2008 (zie grafiek 8) een sterkere rol kon spelen. Bovendien bleef de financiële rentabiliteit voor de grote ondernemingen van jaar tot jaar dalen waardoor ze in 2013 haar laagste peil (6,3%) van de afgelopen vijftien jaar bereikte. Dit is toe te schrijven aan enerzijds een dalende economische rentabiliteit en anderzijds een daling van het hefboomeffect (hoewel de hefboom groter blijft dan 1). De afname van de hefboom is te verklaren door een relatief sterke toename van de zogenoemde equity ratio⁽¹⁾ ten opzichte van die van de kmo's. Dit compenseerde gedeeltelijk het positieve effect van de lagere rentelasten op vreemd vermogen, wat zichtbaar is in een minder sterke toename van de verhouding tussen de winst vóór belastingen en het nettoresultaat vóór belastingen en financiële kosten. Volgens de raming voor het jaar 2014 lijkt er een kentering in het verloop van de financiële rentabiliteit van de grote ondernemingen op te treden dankzij het

voorzichtige herstel van de economische rentabiliteit. Samengevat betekent dit dat een investering in een grote onderneming nu een reëel lager rendement oplevert voor de aandeelhouders dan tien jaar geleden.

Voor een belegger is het echter belangrijk te weten of een aandeel nog steeds meer opbrengt dan een risico-vrije belegging, zoals het rendement van een Belgische overheidsobligatie (OLO) op 10 jaar. Meer concreet moet hiervoor een variant van de financiële rentabiliteit worden bekeken, namelijk de nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen. Dit is de winst na interestkosten en belastingen over het eigen vermogen exclusief de uitzonderlijke winsten, die eenmalig zijn. In grafiek 6 wordt voor de grote ondernemingen de geglobaliseerde rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen vergeleken met het rendement van staatsleningen. Als referentie hiervoor wordt het rendement van de OLO's op 10 jaar gehanteerd. Het verschil tussen de nettorentabiliteit en het rendement van staatsleningen kan worden beschouwd als een indicatie voor de risicopremie die aan aandeelhouders van belangrijke ondernemingen werd aangeboden. Dit moet met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd aangezien vanuit de meeste grote ondernemingen niet beursgenoteerd zijn. Niet onverwacht blijkt dat vóór de financiële crisis een belegging in aandelen veel interessanter was dan in de periode na de crisis, hoewel het verschil tussen het rendement van de staatsleningen en de nettorentabiliteit van het eigen vermogen in de

(1) De equity ratio geeft de verhouding tussen het eigen vermogen en het totale vermogen weer.

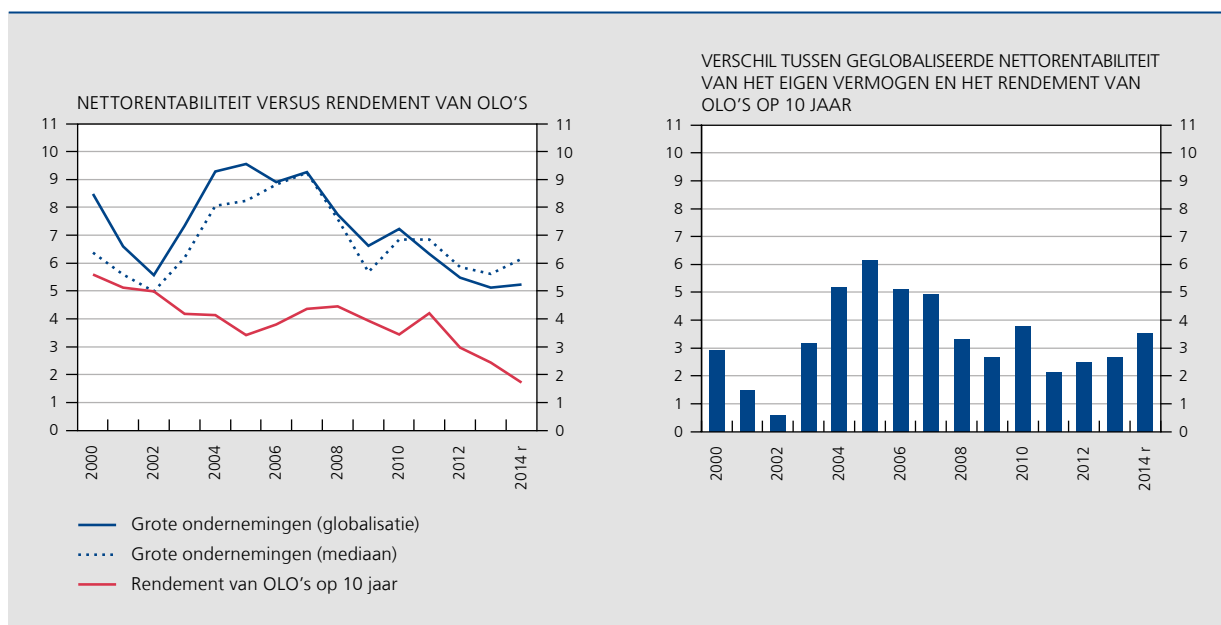
GRAFIEK 5 GEGLOBALISEERDE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE RENTABILITEIT, EN FINANCIËLE HEFBOOM NAAR BEDRIJFSGROOTTE (in %)



Bron: NBB.

GRAFIEK 6 NETTORENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN NA BELASTING VERSUS RENDEMENT VAN BELGISCHE STAATSLENINGEN

(in %)



Bron: NBB.

meest recente jaren opnieuw toenam. Het rendement van staatsobligaties liep na de crisis eveneens sterk terug, niet alleen in België maar ook elders in Europa, als gevolg van monetaire maatregelen op Europees niveau om het probleem van de hoge staatsschulden in Europa – die werden veroorzaakt door de financiële crisis – onder controle te krijgen.

3.2 Solvabiliteit

De belangrijkste doelstelling van solvabiliteitsratio's is na te gaan in welke mate de onderneming haar financiële verplichtingen, dit zijn de interestbetalingen en de aflossingen van schulden, kan naleven.

De solvabiliteitsratio's spelen een doorslaggevende rol in de faillissementsvoorspellende modellen van de Bank, meer bepaald in het 'Financiële gezondheidsmodel' dat deel uitmaakt van het ondernemingsdossier van de Balanscentrale en in het 'In house Credit Assessment System' (ICAS) dat de NBB sinds 2013 officieel toepast voor IFRS-ondernemingen en sinds 2015 voor BE GAAP-entiteiten. Het ICAS-systeem is een instrument waarmee de kredietkwaliteit van Belgische niet-financiële ondernemingen wordt geanalyseerd in de context van het monetair beleid van het Eurosysteem (zie paragraaf 3.3).

3.2.1 Graad van financiële onafhankelijkheid en zelffinancieringsgraad

De bekendste meeteenheid van de solvabiliteit is de graad van financiële onafhankelijkheid van de onderneming. Dit is het eigen vermogen ten opzichte van het totaal vermogen. Hoe groter de financiële onafhankelijkheid van de onderneming is, des te kleiner zal haar schuldgraad zijn en des te groter haar buffer – gevormd door het eigen vermogen – om schuldeisers terug te betalen. De graad van financiële onafhankelijkheid meet met andere woorden de robuustheid van de kapitaalstructuur van een onderneming.

Een hogere ratio impliceert dat in het geval van een faillissement de kans groot is dat het eigen vermogen voldoende zal zijn om de liquidatieverliezen op te vangen en om de schuldeisers een groot deel van hun schuldvordering terug te betalen. Vennootschappen met een hogere graad van financiële onafhankelijkheid zullen doorgaans lagere rentekosten voor hun schulden betalen (wegens het lagere risico), waardoor ze meer middelen overhouden om te investeren of dividenden uit te betalen. Op die manier is het voor ondernemingen met een hogere financiële onafhankelijkheid makkelijker om van banken een lening te verkrijgen of zich te financieren via de kapitaalmarkt.

Een iets minder traditionele solvabiliteitsratio is de zelffinancieringsgraad. Dit is de verhouding van de reserves en

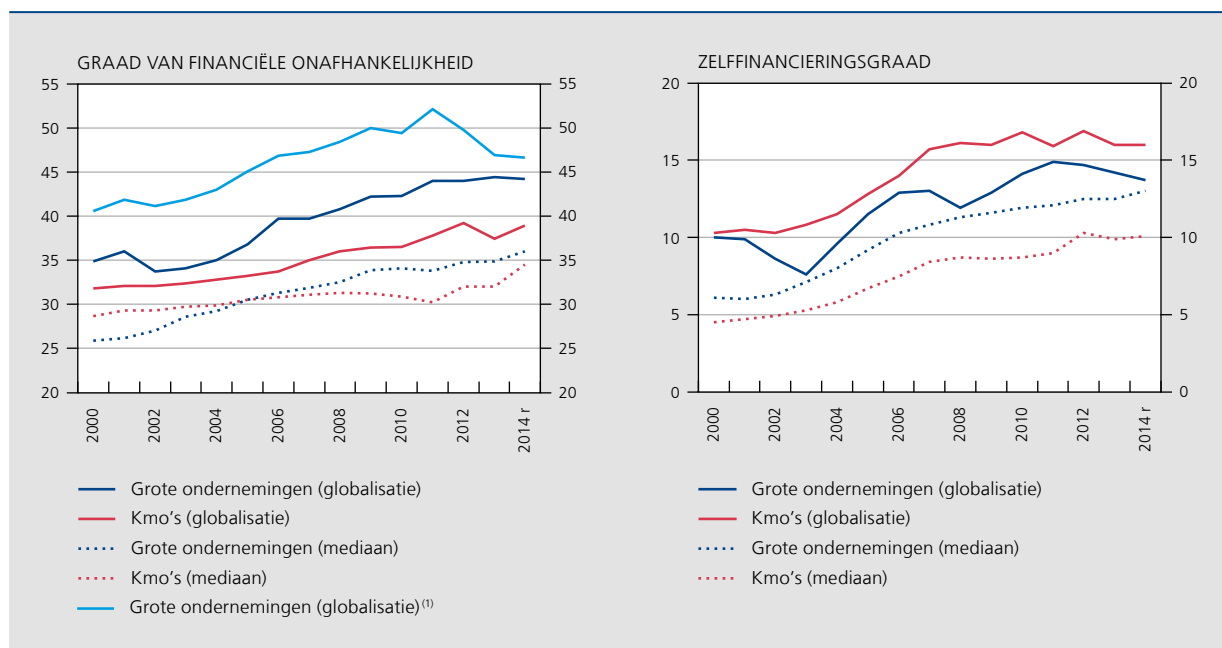
overgedragen winsten/verliezen tot het totaal vermogen. Deze ratio bepaalt in welke mate een vennootschap in staat is om via gerealiseerde winsten haar eigen vermogen op te bouwen. Zo vormt de ratio een indicator voor de gecumuleerde rentabiliteit uit de voorgaande jaren en het boekjaar zelf. Tegelijkertijd zegt de zelffinancieringsgraad iets over het dividend- en reserveringsbeleid van de onderneming. Een hoge zelffinancieringsgraad betekent enerzijds dat de groei van de onderneming in belangrijke mate wordt gefinancierd door eigen winsten en minder door extra aangegane schulden. Anderzijds impliceert een grote zelffinancieringsgraad een kleiner risico dat een geleden verlies de stabiliteit van de onderneming kan aantasten.

Deze ratio kan evenwel een vertekend beeld geven in geval van zuiver boekhoudkundige operaties tussen reserves en overgedragen winsten enerzijds en kapitaal en uitgiftepremies anderzijds. Wanneer een deel van de reserves wordt overgeboekt naar het kapitaal, daalt de zelffinancieringsgraad van de vennootschap zonder dat het totale eigen vermogen afneemt. Om die reden moet de zelffinancieringsgraad samen met de financiële onafhankelijkheidsgraad worden beschouwd.

In 2014 bleef het geglobaliseerde gemiddelde van de financiële onafhankelijkheidsgraad voor de grote

ondernemingen naar raming vrijwel stabiel op 44,2%; terwijl de ratio voor de kmo's zich in 2014 naar schatting opnieuw herstelde tot het niveau van het jaar 2012 (39%) na een scherpe daling in 2013 als gevolg van lagere bedrijfswinsten, waardoor er minder kon worden overgedragen naar het eigen vermogen. Sinds 2011 is de financiële onafhankelijkheid in geglobaliseerde termen voor de grote ondernemingen vrij constant gebleven, terwijl deze vroeger gestaag toenam, met een versterking vanaf 2005 door de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal, ook wel de notionele interestaftrek genoemd. Dankzij deze notionele interestaftrek kon in België buitenlands kapitaal worden aangetrokken, vooral in de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren', een branche die buiten de onderzoekspopulatie van deze studie valt. Om evenwel de recente ontwikkelingen in de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren' te illustreren, wordt deze in het eerste deel van grafiek 7 opgenomen in een extra ratio. Het is namelijk zo dat de notionele interestaftrek tijdens de laatste jaren minder aantrekkelijk is geworden, enerzijds omdat het basistarief voor aftrek sinds 2010 jaar op jaar wordt verminderd (meer bepaald tot het niveau van 1,630% voor het aanslagjaar 2016, tegen 4,473% in het aanslagjaar 2010) en anderzijds omdat het sinds het aanslagjaar 2013 voor bedrijven niet langer mogelijk is om de interesten die uitkomen boven het bedrag van de belastinggrondslag naar een

GRAFIEK 7 FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEID EN ZELFFINANCIERINGSGRAAD VAN BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN (in %)



Bron: NBB.

(1) Met inbegrip van de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren'.

TABEL 5 TARIEF VAN DE NOTIONELE INTERESTAFTREK
(in %)

Aanslagjaar	Basistarief	Verhoogd tarief voor kmo's
2007	3,442	3,942
2008	3,781	4,281
2009	4,307	4,807
2010	4,473	4,973
2011	3,800	4,300
2012	3,425	3,925
2013	3,000	3,500
2014	2,742	3,242
2015	2,630	3,130
2016	1,630	2,130

Bron: FOD Economie.

later aanslagjaar over te dragen. De minder gunstige voorwaarden voor de notionele interestaftrek komen tot uiting in een meer stabiel verloop van het geglobaliseerde gemiddelde van de financiële onafhankelijkheidsgraad van de vennootschappen. In de branche 'activiteiten van hoofdkantoren' is de financiële onafhankelijkheid zelfs afgenomen, omdat dergelijke bedrijven minder geneigd zijn hun kapitaal nog langer in België te houden.

Tijdens de laatste twee jaren (2013-2014r) daalde de geglobaliseerde ratio van de zelffinancieringsgraad voor grote ondernemingen, terwijl de mediaan bleef toenemen. De afname in het geglobaliseerde gemiddelde is vermoedelijk het gevolg van een boekhoudkundige operatie waarbij reserves werden verminderd ten belope van het bedrag waarmee het kapitaal werd verhoogd. Deze transactie werd toegepast ingevolge de door Minister Geens in november 2013 genomen overgangsmaatregel in het kader van de hogere roerende voorheffing op de liquidatiebonus. Bij de begrotingscontrole van maart 2013 werd besloten het tarief van de roerende voorheffing op de liquidatiebonus vanaf 1 oktober 2014 te verhogen van 10 % tot 25 %. Een liquidatiebonus is het vermogen dat een ontbonden vennootschap aan

(1) Om het geïncorporeerde kapitaal belastingvrij te kunnen uitkeren, moet het minimaal 4 jaar worden aangehouden door kmo's en 8 jaar door grote ondernemingen, te rekenen vanaf de inbreng in kapitaal.

(2) Vanaf het aanslagjaar 2016 kan een kmo ervoor kiezen winsten niet uit te keren aan aandeelhouders, maar te reserveren in de onderneming en hierop een anticipatieve heffing van 10 % te betalen. Op die manier hoeft bij een latere vereffening geen aanvullende roerende voorheffing te worden betaald. Als voorwaarde geldt wel dat de gereserveerde winsten tot aan het moment van de vereffening in de vennootschap blijven. Indien de gereserveerde winst binnen de 5 jaar in de vorm van dividenden wordt uitgekeerd, geldt momenteel een aanvullende roerende voorheffing van 15 %. Bij een uitkering na 5 jaar is een aanvullende voorheffing van 5 % van toepassing.

haar aandeelhouders toekent bovenop het terugbetaalde werkelijk gestorte kapitaal dat in principe belastingvrij is. Om een golf van liquidaties van actieve vennootschappen te vermijden, heeft Minister Geens in november 2013 een overgangsmaatregel uitgewerkt. Deze overgangsbepaling hield in dat een onderneming een deel van de belaste reserves, zoals die op 31 maart 2013 werden opgetekend, kon uitkeren tegen het toen geldende tarief van 10 % roerende voorheffing, op voorwaarde dat ze onmiddellijk weer in het gestorte kapitaal werden opgenomen. Dit gedeelte van het gestorte kapitaal kan dan op termijn⁽¹⁾ belastingvrij worden uitgekeerd alsof het altijd al tot het gestorte kapitaal heeft behoord. Op die manier kon de verhoogde roerende voorheffing van 25 % worden vermeden. De dividenduitkering en de simultane kapitaalverhoging ten gevolge van die maatregel konden plaatsvinden na 1 juli 2013 en vóór 1 oktober 2014, afhankelijk of de vennootschap haar boekhouding al dan niet per kalenderjaar voert. Vennootschappen maakten hiervan gebruik waardoor de zelffinancieringsgraad in 2013 en 2014 (raming) daalde. Deze afname is weinig betekenisvol temeer daar het niveau van het eigen vermogen zelf niet terugliep, aangezien de aandeelhouders het verkregen dividend (waarmee de reserves werden vermindert) onmiddellijk moesten terugstorten in het kapitaal van de vennootschap.

Volgens de notificatie van de ministerraad van 15 oktober 2014, besliste de huidige regering in het kader van de begrotingsopmaak voor 2015 dat kmo's (volgens artikel 15 van het Wetboek Vennootschappen) de mogelijkheid kunnen behouden om aan het verhoogde roerende voorheffingstarief te ontsnappen indien ze een liquidatiereserve⁽²⁾ aanleggen.

3.2.2 Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden en opsplitsing naar type financiële schulden

Grafiek 8 illustreert het verloop van de gemiddelde rentelasten van de financiële schulden bij grote ondernemingen, die worden berekend als de verhouding tussen de kosten uit schulden en de som van de kort- en langlopende financiële schulden. Deze ratio wordt enkel voor de grote ondernemingen geraamd omdat de kmo's niet afzonderlijk melding maken van de rentelasten op schulden. Zowel in geglobaliseerde als in mediaantermen bereikten de gemiddelde rentelasten in 2008 hun hoogste niveau waarna ze daalden tot het laagste peil in 2014 (naar raming 3,3 % voor het geglobaliseerde gemiddelde en 4,0 % voor de mediaan). De ratio vertoont hetzelfde verloop als de gewogen gemiddelde kosten die Belgische banken aanrekenen op nieuwe bedrijfskredieten en als het rendement van de bedrijfsobligaties (deel 2, grafiek 8).

In 2014 daalden zowel de kosten van bankkredieten als het rendement van bedrijfsobligaties in sterke mate, wat grotendeels te verklaren is door een verdere verlaging van de beleidsrente van de ECB en een verdere afname van de geldmarktrentes (vooral die op lange termijn).

Hoewel de financieringskosten van bankkredieten de afgelopen jaren een historisch laag niveau bereikten, werden de niet-monetaire voorwaarden voor het verkrijgen van een nieuwe banklening niet door alle ondernemers als even gunstig ervaren.

Uit de door de NBB gehouden 'kwartaalenquête naar de beoordeling van de kredietvoorwaarden' blijkt dat een gemiddelde bedrijfsleider de algemene toekenningsvoorwaarden voor nieuwe bankleningen sinds 2014 als positiever ervaart en dit voor het eerst sinds het tweede kwartaal van 2011. Deze verbetering is sterker voor de grote ondernemingen dan voor de kmo's. Die gunstige ontwikkeling was vooral het gevolg van de lagere rentevoeten, terwijl de beoordeling van de niet-monetaire voorwaarden verslechterde, zij het minder uitgesproken. Uit de antwoorden van de Belgische kmo's op de SAFE-enquête (Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the euro area) bleek dat vooral de ondernemingen met een betere balanspositie makkelijker externe financiering konden aantrekken. Beide enquêtes leken erop te wijzen dat de 'niet-monetaire voorwaarden

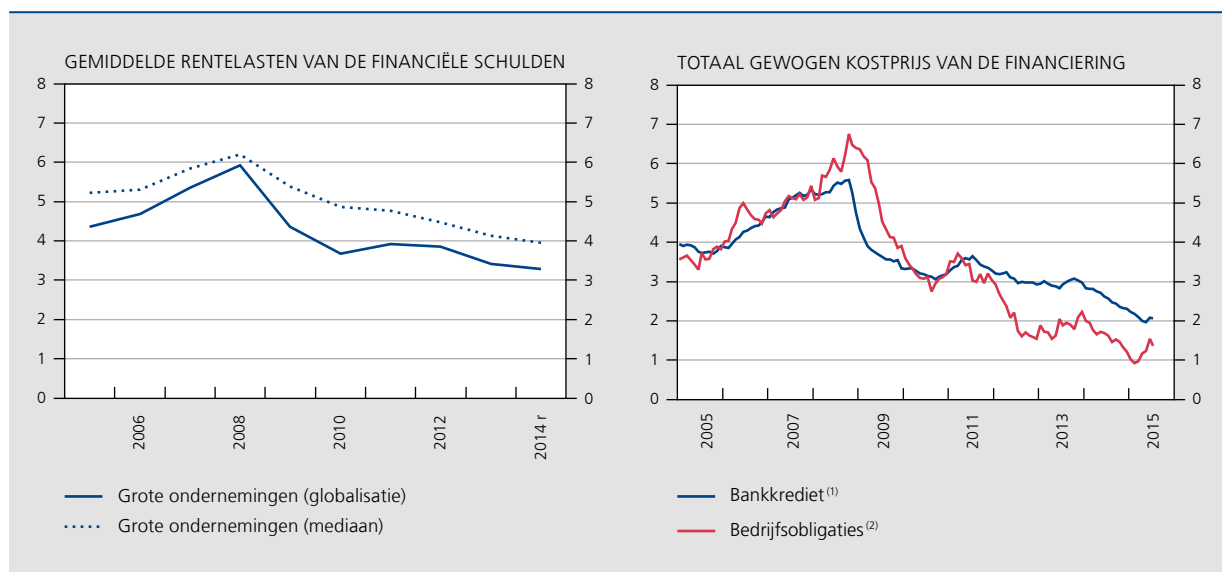
voor het verkrijgen van een nieuw bankkrediet' voor kmo's meer rigide zijn dan voor grote ondernemingen. Dit is een belangrijk aandachtspunt omdat de Belgische economie sterk kmo-gericht is en bankkrediet voor die ondernemingen veruit de belangrijkste bron van schuld-financiering is.

Voor grote ondernemingen is het makkelijker om naast de bankkredieten een beroep te doen op andere vormen van externe financiering (grafiek 9). Zo maakten de grote ondernemingen sinds 2006 steeds minder gebruik van bancaire schulden: het aandeel daalde van 47 % in 2006 tot naar raming 34 % in 2014. Ze konden zich extern financieren via de uitgifte van bedrijfsobligaties (4 % in 2006 tegen zowat 10 % in 2014) en via 'andere leningen' (die toenamen van 44 % in 2006 tot ongeveer 49 % in 2014). Deze laatste bestonden vooral uit intragroepsleningen.

3.2.3 De terugbetalingscapaciteitsratio van de interesten (Times interest earned ratio)

Zoals hierboven werd gesteld, kan de solvabiliteitspositie van een vennootschap worden bepaald door de mate waarin de onderneming de vaste interestkosten op het vreemd vermogen kan dragen, ook wanneer het bedrijfsresultaat en de financiële inkomsten voor de vennootschap minder gunstig uitvallen. Dit kan worden gemeten aan de hand van de zogenoemde times interest

GRAFIEK 8 FINANCIERINGSKOSTEN
(in %)

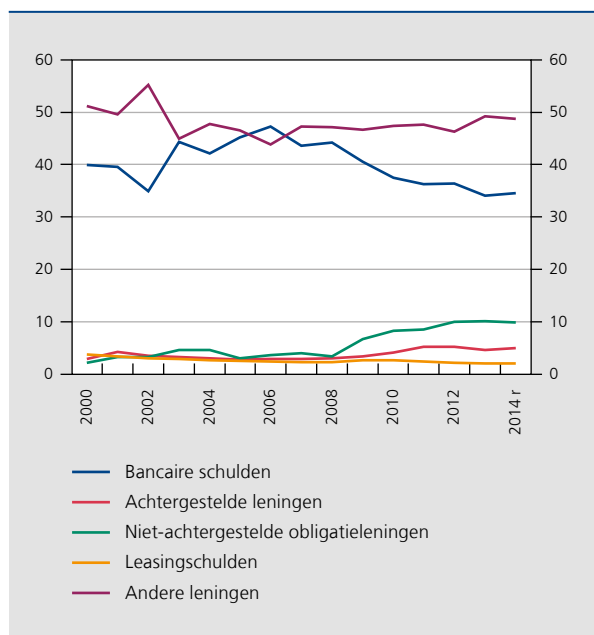


Bron: NBB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Gewogen gemiddelde rente toegepast door Belgische banken op nieuwe bedrijfskredieten. De rente wordt gewogen op basis van de uitstaande bedragen van de verschillende krediettypes.

(2) Rendement van de index van obligaties uitgegeven door Belgische niet-financiële vennootschappen, uitgedrukt in euro, voor alle looptijden samen. De index is gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen.

GRAFIEK 9 AANDEEL VAN DE VERSCHILLENDE TYPES VAN FINANCIËLE SCHULDEN VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN (in %)

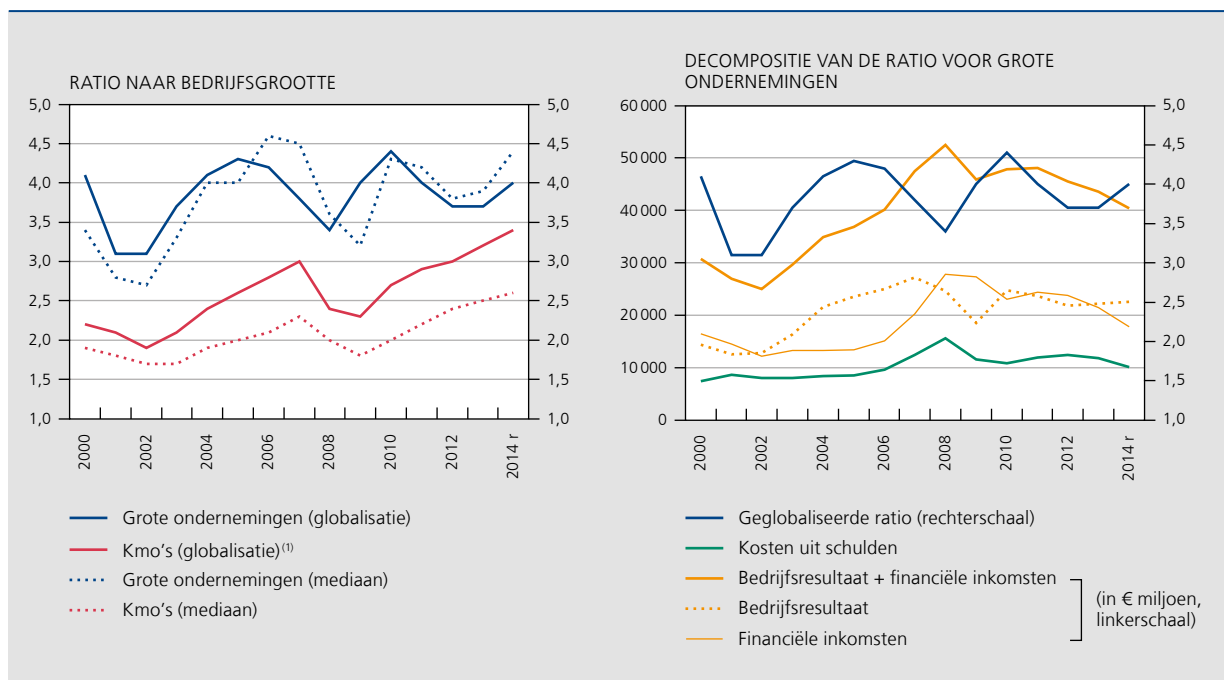


Bron: NBB.

earned ratio. Deze ratio is de verhouding van het netto operationeel resultaat en de financiële inkomsten van de vennootschap tot de interestkosten voor bancaire schulden en obligatieleningen. De financiële inkomsten van de vennootschap worden ook in aanmerking genomen omdat die voor bepaalde grote ondernemingen vrij belangrijk kunnen zijn, vooral wanneer ze participaties hebben in andere bedrijven of wanneer de vennootschap tegen betaling geld leent van ondernemingen binnen dezelfde groep, met name via cash pooling.

Wanneer de dekkingsratio kleiner is dan 1, genereert de vennootschap niet voldoende bedrijfswinsten en financiële inkomsten om haar interestverplichtingen na te komen. De times interest earned ratio is geglobaliseerd en in mediaantermen zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's groter dan 1 tijdens de beschouwde periode 2000-2014r. De ratio's voor de grote ondernemingen liggen aanzienlijk hoger dan die voor de kmo's. De verklaring hiervoor is tweeledig: in eerste instantie ontvangen de grote ondernemingen meer financiële inkomsten uit participaties of als vergoeding voor cash pooling dan de kmo's, en ten tweede zijn de kosten uit schulden voor de kmo's relatief zwaarder, temeer daar hun schuldgraad relatief groter is dan die van de grote ondernemingen (zie grafiek 7).

GRAFIEK 10 TIMES INTEREST EARNED RATIO EN COMPONENTEN



Bron: NBB.

(1) De times interest earned ratio voor kmo's omvat in de noemer 'alle financiële kosten', aangezien de verkorte schema's van kmo's geen details geven over de 'kosten uit schulden'.

De geglobaliseerde dekkingsratio voor grote ondernemingen volgde in de periode 2000-2006 het verloop van de som van het gerealiseerde bedrijfsresultaat en de financiële inkomsten. Na 2006 daalde de dekkingsratio door toedoen van gestegen rentelasten die te wijten waren aan de hogere kosten van externe financiering, zowel voor bankkredieten als voor bedrijfsobligaties (zie grafiek 8). De dekkingsratio bereikte in 2008 een dieptepunt als gevolg van de financiële crisis. Vanaf 2009 herstelde de ratio zich dankzij een forse daling van de kosten van bankleningen en bedrijfsobligaties, die een zwaardere invloed had dan de afname van de bedrijfsresultaten. In 2010 namen de bedrijfsresultaten weer toe dankzij een opleving van de economische conjunctuur. Hierdoor werd de stijging van de dekkingsratio versterkt. In 2011-2012 daalde de ratio opnieuw door een conjunctuurinzinking. De voorbije twee jaar werd een zeer voorzichtig herstel opgetekend,

zowel in de economische groei als in de bedrijfsresultaten. Samen met een verdere daling van de kosten van bankkredieten en een nog sterkere afname van de kosten van obligatieleningen, die steeds belangrijker worden als externe financiering (zie grafiek 9), verklaart dat herstel de positieve ontwikkeling van de dekkingsratio voor grote ondernemingen.

Het verloop van de geglobaliseerde dekkingsratio voor kmo's stemt overeen met dat voor de grote ondernemingen, behalve in de jaren 2011-2012, toen de economische neergang minder impact had op de bedrijfswinsten van de kmo's.

Uit tabel 6 blijkt dat de dekkingsratio bij de grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid groter is dan in de niet-verwerkende nijverheid. Het verschil in waarde

TABEL 6 *TIMES INTEREST EARNED RATIO* RATIO OP BEDRIJFSTAKNIVEAU, VOOR GROTE ONDERNEMINGEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 r	Aandeel 'kosten uit schulden' in 2014 r (in %)
Verwerkende nijverheid	4,17	3,53	4,52	5,49	4,60	4,28	4,12	5,55	28
waarvan:									
Landbouw en voedingsnijverheid ...	3,97	2,57	4,55	3,69	3,36	3,39	3,11	4,56	8
Textiel, kleding en schoeisel	3,22	1,56	2,61	3,80	3,18	3,98	3,88	6,23	1
Hout, papier en drukkerijen	2,84	2,69	2,55	3,77	3,96	3,16	2,96	2,90	2
Chemische nijverheid	3,44	2,50	3,39	4,96	4,33	4,44	3,74	5,88	7
Farmaceutische nijverheid	5,11	7,83	13,27	9,94	7,49	6,39	7,46	7,32	1
IJzer- en staalnijverheid	6,11	2,85	1,60	4,04	2,79	0,97	2,48	4,10	3
Metaalverwerkende nijverheid	7,71	6,18	5,07	7,09	6,96	7,13	8,09	9,15	3
Niet-verwerkende bedrijfstakken	3,58	3,25	3,65	3,87	3,77	3,39	3,51	3,35	72
waarvan:									
Handel in auto's	4,94	2,24	2,88	4,21	5,72	4,24	4,64	6,27	1
Groothandel	3,65	3,48	3,93	5,58	4,94	4,49	5,17	6,78	7
Kleinhandel	5,55	3,98	4,38	4,42	5,11	4,57	4,26	3,07	3
Vervoer en opslag	4,02	4,53	4,49	3,15	2,22	3,01	2,98	2,15	7
Accommodatie en maaltijden	2,12	1,89	1,78	2,40	2,57	1,58	2,30	4,41	1
Informatie en communicatie	3,86	4,43	4,36	4,08	4,40	3,75	3,03	2,84	7
Verhuur en handel in onroerende goederen	1,80	1,73	1,51	1,31	1,66	1,66	1,60	1,52	9
Overige diensten aan bedrijven	3,32	3,09	2,69	3,76	3,64	3,62	4,16	4,56	8
Energie, water en afval	2,99	2,31	3,60	3,39	3,29	2,81	2,48	2,06	17
Bouwnijverheid	5,04	4,57	4,72	4,81	4,42	4,17	4,62	4,27	4
Totaal	3,81	3,36	3,96	4,40	4,04	3,66	3,70	3,98	100

Bron: NBB.

neemt bovendien toe na de financiële crisis. De verklaring moet worden gezocht in een sterkere afbouw van de interestverplichtingen in de industriële ondernemingen, ten gevolge van enerzijds een sterkere toename van de zelffinancieringsgraad in de industriële bedrijven en anderzijds een grotere daling van de investeringsgraad voor de materiële vaste activa in de verwerkende nijverheid sinds 2008.

De 'times interest earned ratio' is aanhoudend laag in de bedrijfstak 'verhuur en handel in onroerende goederen', omdat ondernemingen in de vastgoedsector te kampen hebben met een vrij hoge financiële schuldgraad (dat is de verhouding tussen de financiële schulden op korte en lange termijn en het totaal vermogen) van gemiddeld 41 % over de periode 2007-2014r, terwijl die voor een gemiddeld grote onderneming in dezelfde periode 32 % bedraagt. De farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid vertonen veeleer een vrij hoge dekkingsratio omdat deze bedrijfstakken ervoor kiezen hun activiteit in beperkte mate te financieren met financiële schulden (respectievelijk voor slechts 13 % en 20 %).

De industrietakken met het grootste aandeel in de 'kosten uit schulden' zijn de voedingsnijverheid en de chemie. In beide branches wordt het verloop van de 'times interest earned ratio' voornamelijk bepaald door het verloop van de bedrijfswinsten en de financiële inkomsten. De uitgesproken toename van de dekkingsratio in de voedingsnijverheid tijdens de jaren 2009 en 2014r was telkens te verklaren door uitzonderlijk verhoogde dividenden uit participaties bij enkele grote ondernemingen, terwijl in de chemie de schatting van de ratio voor het jaar 2014 wijst op een sterke stijging van de bedrijfswinsten dankzij lagere bedrijfskosten als gevolg van lagere grondstofprijzen. Voorts werd de dekkingsratio nog eens extra beïnvloed door een grote onderneming die actief is in de basischemie, ten gevolge van verhoogde opbrengsten uit participaties.

In termen van 'kosten uit schulden' geeft de dekkingsratio voor de voornaamste bedrijfstakken in de niet-verwerkende nijverheid een uiteenlopend verloop te zien. Ook hier wordt de variatie in de 'times interest earned ratio' vooral bepaald door het verloop van de bedrijfsresultaten en financiële inkomsten. De branche 'energie, water en afval' heeft als kapitaalintensieve sector een groot aandeel in het totaal aan 'kosten uit schulden' voor grote ondernemingen. De bedrijfsresultaten waren in die bedrijfstak sinds 2012 lager door het slechte economische klimaat, de toegenomen concurrentie, de aanhoudende daling

op de verkoopmarges voor elektriciteit en aardgas en de hoge regelgevingsdruk door de overheid. In 2014 daalden bovendien de financiële inkomsten bij de grootste elektriciteitsproducent in België door het wegvallen van geïnde dividenden die in 2013 uitzonderlijk hoog waren. Dit verklaarde de verlaagde dekkingsratio in de energiesector tijdens de laatste jaren.

De dekkingsratio van de branche 'vervoer en opslag' bereikte zijn laagste niveau in het geraamde cijfer voor 2014, wat te wijten is aan specifieke gebeurtenissen, namelijk een belangrijke reorganisatie in een onderneming en een grote afwaardering van de voorraden bij een beheerder van aardolievoorraden.

Aangezien de grote ondernemingen in de groothandel een constant aandeel (22 %) van hun totale vermogen financieren via financiële schulden, kunnen de lagere interestkosten voor bankschulden en bedrijfsobligaties een afname van de kosten uit schulden verklaren. Tegelijkertijd wordt het verloop van de door groothandelaars geboekte bedrijfswinsten sterk beïnvloed door de resultaten in de verwerkende nijverheid als gevolg van de nauwe band tussen die twee bedrijfstakken.

3.3 Kredietrisico

De ECB keurde in 2015 het volledige 'In house Credit Assessment System' (ICAS)⁽¹⁾⁽²⁾ van de Bank goed, zodat dit voortaan kan worden gebruikt voor de beoordeling van de kredietkwaliteit van Belgische niet-financiële ondernemingen in het kader van het monetair beleid van het Eurosysteem. Die kredietkwaliteit is een maat voor het risico op wanbetaling. Daardoor kan er eveneens een risico-indicator per bedrijfstak worden berekend. Grafiek 11 illustreert, voor verschillende branches, het verloop van de kwartielen (eerste kwartiel, mediaan en derde kwartiel) van het sectorale kredietrisico voor kmo's en grote ondernemingen. De kwartaalgegevens omvatten het verloop vanaf medio 2012 tot het tweede kwartaal in 2015. Het kredietrisico wordt hoger geschat naarmate de bovenste lijn (het derde kwartiel) en de onderste lijn (het eerste kwartiel) hoger liggen.

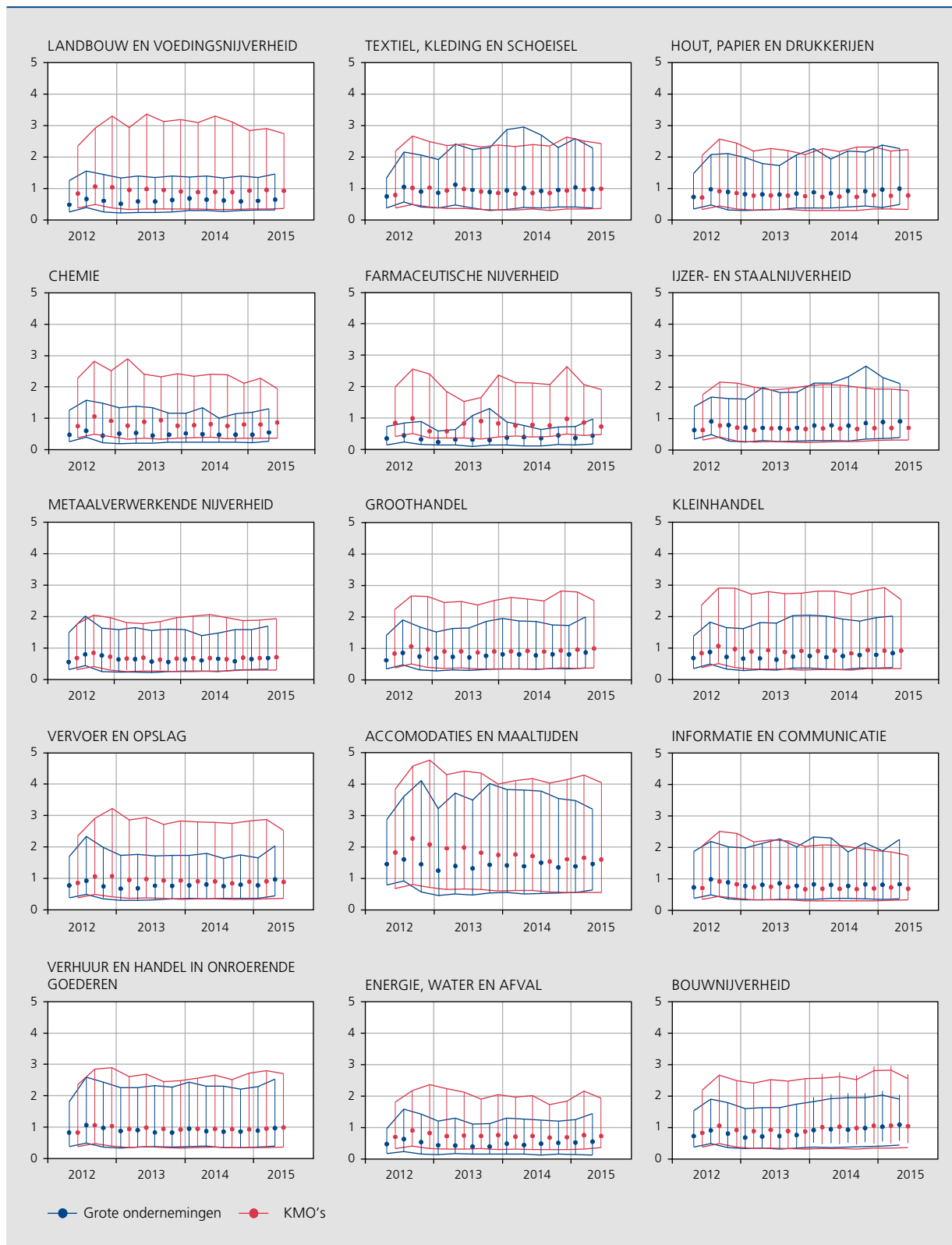
Uit de grafiek kan bijgevolg worden afgeleid dat dit risico voor kmo's meer gespreid, en dus groter, is dan bij de grote ondernemingen. Zo kan worden afgeleid dat grote ondernemingen in de farmaceutische nijverheid over de hele periode het kleinste kredietrisico lopen. Ook in de chemie, de voedingsnijverheid en de branche 'energie, water en afval' worden de grote ondernemingen gekenmerkt door een relatief laag kredietrisico. Zoals verwacht, vertonen zowel de kmo's als

(1) Zie <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>

(2) Het In house Credit Assessment System van de NBB zal worden behandeld in een apart artikel.

GRAFIEK 11 KREDIETRISICO VOLGENS BEDRIJFSTAK EN BEDRIJFSGROOTTE

(in %, met indicatie voor kwartiel 1, mediaan, kwartiel 3)



Bron: NBB.

de grote ondernemingen in de horeca een relatief hoog wanbetalingsrisico.

Voor de kmo's met een groter kredietrisico (kwartiel 3) blijkt de kans op wanbetaling in het merendeel van de bedrijfstakken tijdens het tweede kwartaal van 2015 te zijn gedaald op jaarbasis. Of deze tendens zich zal voortzetten, zal door meer recente data moeten worden bevestigd.

De bovenvermelde beknopte bevindingen op basis van de ontwikkeling van het kredietrisico bevestigen grosso modo de resultaten op basis van de ratio-analyse in de voorgaande paragrafen. Zo doet de hogere zelffinancieringsgraad van grote ondernemingen inderdaad vermoeden dat grote ondernemingen een kleiner kredietrisico lopen, wat door grafiek 11 wordt bevestigd. De observatie dat de grote ondernemingen in de farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid hun activiteit in mindere mate met financiële schulden financieren, doet eveneens verwachten dat deze bedrijven met een kleiner kredietrisico te kampen hebben. Er zij hier ook opgemerkt dat bij de berekening van de indicator van het kredietrisico meerdere ratio's worden gecombineerd en dat ze in sommige gevallen zelfs wordt aangevuld met een expertanalyse. In tegenstelling tot de ratio's, die uitsluitend worden berekend op basis van de jaarrekeningen, is de risico-indicator ook voor recentere perioden beschikbaar, wat dit type van indicator een aanmerkelijk voordeel geeft en derhalve de klassieke analyse kan verrijken.

4. Betalingstermijnen en faillissementsrisico

4.1 Recente ontwikkelingen

In deze paragraaf worden de recente ontwikkelingen inzake betalingstermijnen van de klanten en de leveranciers toegelicht, zoals die aan de hand van de jaarrekeningen kunnen worden berekend. Deze twee ratio's geven een indicatie omtrent de liquiditeit van de handelsvorderingen en -schulden. Ze worden omstandig gedefinieerd in bijlage 2. In grote lijnen kunnen ze als volgt worden geïnterpreteerd:

- de gemiddelde betalingstermijn van de klanten is de verhouding tussen de handelsvorderingen en de

verkopten, vermenigvuldigd met 365. Hoe lager deze ratio is, hoe sneller de onderneming door haar klanten wordt betaald, en omgekeerd;

- de gemiddelde betalingstermijn van de leveranciers is de verhouding tussen de handelsschulden en de aankopen, vermenigvuldigd met 365. Hoe lager deze ratio is, hoe sneller de onderneming haar leveranciers betaalt, en omgekeerd.

Die ratio's worden hier enkel besproken voor vennootschappen die hun jaarrekening volgens het volledige schema neerleggen. Ze zouden kunnen worden berekend voor de verkorte schema's waarin het bedrag van de omzet en de aankopen wordt vermeld; dergelijke statistieken zouden echter sterk vertekend zijn, aangezien de afgelopen jaren steeds minder verkorte schema's die facultatieve gegevens bevatten⁽¹⁾.

Voorts moet worden beklemtoond dat in de betalingstermijnratio's stromen (de aan- en verkopen over het gehele boekjaar) worden vergeleken met relatief fluctuerende voorraden (de handelsvorderingen of -schulden op de afsluitingsdatum van het boekjaar) die niet noodzakelijk representatief zijn⁽²⁾.

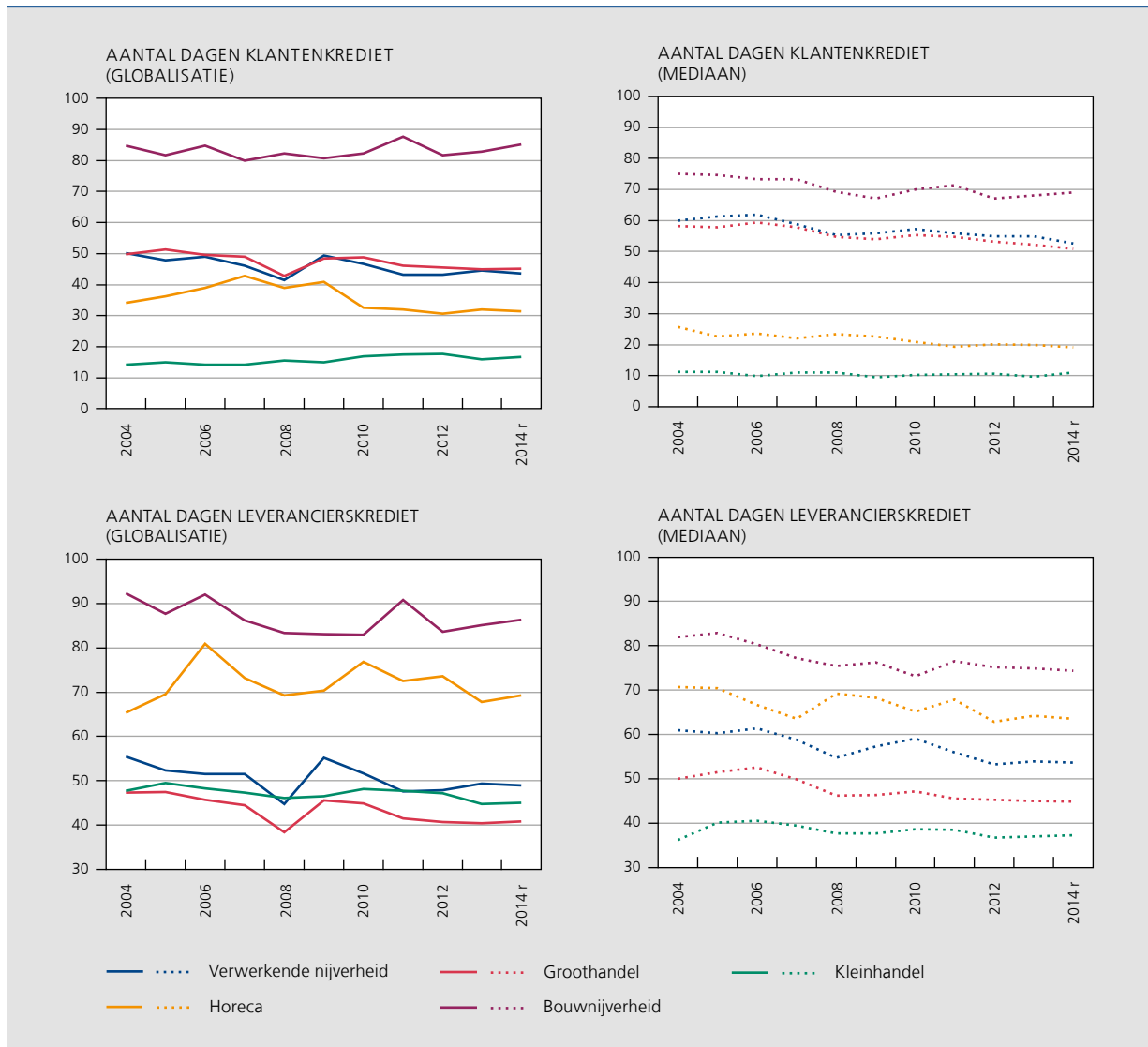
In grafiek 12 wordt het verloop van de ratio's weergegeven voor een aantal relatief homogene bedrijfstakken. Hieruit blijkt dat, zowel voor de medianen als de globalisaties, de betalingstermijnen de afgelopen tien jaar over het geheel genomen een licht neerwaartse tendens volgden. De waarden schommelen vrijwel niet ingevolge de conjunctuur. Enkel de geglobaliseerde betalingstermijn van de leveranciers werd na de recessie van 2008-2009 in bepaalde bedrijfstakken langer, zij het in zeer geringe mate. Grafiek 12 toont ook bepaalde specifieke sectorale kenmerken, waaronder meer bepaald de snelle betalingen in de kleinhandel en, daartegenover, langere betalingstermijnen in de bouwnijverheid. Voorts kan worden vastgesteld dat de kleinhandel en de horeca, omdat huishoudens een groot deel van hun cliënteel uitmaken, kredieten tussen ondernemingen aanwenden als structurele financieringsbron, met betalingstermijnen van de leveranciers die duidelijk langer zijn dan die van de klanten.

Om de vennootschappen te isoleren die hun betalingen het langst uitstellen, worden in grafiek 13 de ontwikkelingen aan het uiteinde van de verdeling weergegeven. Voor de betalingstermijn van de klanten bleef het negentigste percentiel van de ratio de afgelopen tien jaar zeer stabiel, wat betekent dat het aandeel van de vennootschappen die (zeer) laat door hun klanten worden betaald, niet toenam, ondanks het ongunstige economische klimaat. De ontwikkelingen verschillen sterker aan het uiteinde van de verdeling van de termijnen van de leveranciers: enerzijds

(1) Zo is het aantal verkorte schema's waarvoor de betalingstermijn van klanten kan worden berekend, gedaald van 55 351 eenheden in 2004 tot 27 329 eenheden in 2013.

(2) Over deze ratio's kunnen bovendien een aantal boekhoudkundige opmerkingen worden geformuleerd. Zie bijvoorbeeld Ooghe en Van Wymeersch (2006), Handboek financiële analyse van de onderneming, Intersentia, Antwerpen-Oxford.

GRAFIEK 12 GEMIDDELD AANTAL DAGEN KLANTEN- EN LEVERANCIERSKREDIET
(aantal dagen, grote ondernemingen)



Bron: NBB.

vertoonde het 90ste percentiel zeer weinig schommelingen in de industrie en de handel; anderzijds steeg het fors in de bouwnijverheid en de horeca, met name na de recessie van 2008-2009, waarna het de laatste jaren weer daalde.

Op enkele uitzonderingen na, schommelen de betalings-termijnen dus weinig naargelang van de economische omstandigheden. Dat lijkt in tegenspraak te zijn met de recente forse stijging van de faillissementen (zie grafiek 1), aangezien betalingsachterstanden algemeen

worden beschouwd als een oorzaak van faillissementen⁽¹⁾. Er zij overigens aan herinnerd dat de capaciteit om de schuldeisers terug te betalen, centraal staat in de wettelijke definitie van een faillissement. Artikel 2 van de wet van 8 augustus 1997 bepaalt immers het volgende: 'de koopman die op duurzame wijze heeft opgehouden te betalen en wiens krediet geschokt is, bevindt zich in staat van faillissement'.

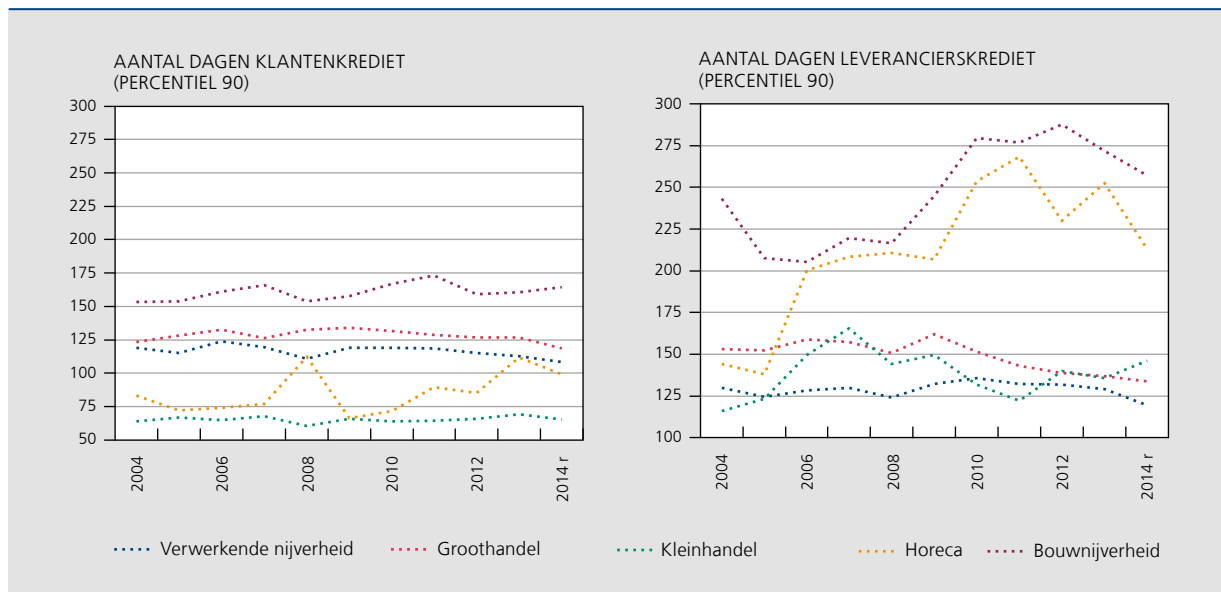
4.2 Verband met het faillissementsrisico

Gelet op dat onverwachte verloop van de betalingstermijnen, zoals ze op basis van de jaarrekeningen kunnen

(1) Zie bijvoorbeeld Graydon (2008), 'Het bedrijf in moeilijkheden voorbij', www.graydon.be.

GRAFIEK 13 **PERCENTIEL 90 VAN DE GEMIDDELDE BETALINGSTERMIJNEN**

(aantal dagen, grote ondernemingen)



Bron: NBB.

worden berekend, diende te worden nagegaan of die een echt symptoom van financiële kwetsbaarheid zijn. Daartoe werden de verschillen tussen faillierende en niet-faillierende vennootschappen geanalyseerd, waarbij een vennootschap wordt beschouwd als faillierend indien binnen 1 095 dagen (dat is driemaal 365 dagen) na de afsluitingsdatum van haar jaarrekening tegen die vennootschap een procedure van faillissement wordt ingesteld. Alle andere vennootschappen worden als niet-faillierend aangezien. Dit is de definitie die werd gebruikt bij de ontwikkeling van de financiële gezondheidsindicator die in de ondernemingsdossiers van de Balanscentrale is opgenomen.

Tabel 7 omvat verschillende statistieken over het gemiddelde van de betalingstermijnen voor het boekjaar 2011, dat het mogelijk maakt de faillissementen in 2012, 2013 en 2014 te onderzoeken. In de eerste plaats kan worden vastgesteld dat het percentage faillierende vennootschappen op 3 jaar niet hoog is: het beloopt 1,6% in de industrie, 2,1% in de bouwnijverheid, 1,0% in de groothandel en 1,4% in de kleinhandel⁽¹⁾. Zoals in de vorige paragraaf werd beklemtoond, slaan deze resultaten enkel op de grote ondernemingen waarvoor betalingstermijnen kunnen worden berekend. De faillissementsgraad op 3 jaar ligt aanzienlijk hoger voor alle niet-financiële vennootschappen samen (2,9% in 2011).

(1) In de analyse werd de horeca buiten beschouwing gelaten wegens het te geringe aantal waarnemingen in die bedrijfstak (229, waarvan slechts één faillissement).

De gegevens werden gewinsoriseerd voor het 5de en het 95ste percentiel om de invloed van extreme waarden op de berekening van het gemiddelde te neutraliseren: de waarden onder het 5de percentiel werden genivelleerd tot het 5de percentiel, terwijl de waarden boven het 95ste percentiel werden genivelleerd tot het 95ste percentiel. Op basis daarvan werden gemiddelden en de overeenstemmende betrouwbaarheidsintervallen berekend. Het verschil tussen de gemiddelden van de twee groepen werd ook getest aan de hand van de t-toets. Het resultaat van deze test wordt samengevat in de p-waarde, die uitdrukt hoeveel kans op een vergissing er bestaat bij een verwerping van de hypothese dat de twee gemiddelden gelijk zijn. Eenvoudiger gezegd betekent dit dat naarmate die kans kleiner is, het geloofwaardiger wordt dat de twee gemiddelden van elkaar verschillen.

Met betrekking tot de betalingstermijn van de klanten toont tabel 7 dat het gemiddelde van de faillierende ondernemingen hoger ligt dan dat van de niet-faillierende ondernemingen in de industrie en de bouwnijverheid, en lager in de groot- en kleinhandel. Dit betekent dat de risico-ondernemingen gemiddeld genomen later worden betaald in sommige bedrijfstakken, en vroeger in andere. De spreiding is echter zeer aanzienlijk voor de faillierende ondernemingen, zoals blijkt uit de zeer grote betrouwbaarheidsintervallen voor deze laatste. In alle geanalyseerde bedrijfstakken overlapt het betrouwbaarheidsinterval van de faillierende ondernemingen trouwens dat van de

niet-faillerende ondernemingen, en uit het resultaat van de t-toets blijkt bovendien dat de gemiddelden niet aanzienlijk van elkaar verschilden.

Deze resultaten wijzen op een grote verscheidenheid aan situaties inzake de betaling door de klanten, en op de ambivalentie van de variabele voor de financiële diagnose. Enerzijds zouden ondernemingen in moeilijkheden ernaar moeten streven snel te worden betaald om hun liquiditeitsproblemen op te lossen; anderzijds kunnen hun financiële problemen juist zijn ontstaan doordat hun klanten te laat betalen. Kwetsbare ondernemingen kunnen worden benadeeld door een geheel van factoren die een snelle inning van vorderingen verhinderen, waaronder een zwakke onderhandelingspositie, een slecht imago en een inefficiënte organisatie. Algemeen beschouwd is de betalingstermijn

van de handelsvorderingen voor de onderneming een deels exogene factor, aangezien die termijn afhankelijk is van het gedrag van de klanten.

Voor de betalingstermijn van de leveranciers ligt het gemiddelde van de faillerende ondernemingen hoger in drie op de vier bedrijfstakken, maar zoals blijkt uit de t-toets is het verschil niet statistisch significant, behalve in de industrie. De waarden zijn ook voor de faillerende ondernemingen zeer uiteenlopend, wat opnieuw op een grote verscheidenheid aan situaties wijst: hoewel ondernemingen in moeilijkheden doorgaans a priori hun leveranciers te laat betalen, kan dit ook het geval zijn voor solide ondernemingen die dankzij hun onderhandelingspositie of hun reputatie in staat zijn om van hun commerciële partners een verlenging van de termijnen te verkrijgen. Daartegenover kunnen de

TABEL 7 BETALINGSTERMIJNEN EN FAILLISEMENTSRSICO
(boekjaar 2011)

	Aantal waarnemingen	Gemiddelde	Betrouwbaarheidsinterval van het gemiddelde (95%)	
Betalingstermijn van de klanten				
Verwerkende nijverheid (p = 0,92)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	68,7	66,8	70,6
Faillerende ondernemingen	53	69,4	53,8	85,1
Bouwnijverheid (p = 0,40)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	85,1	81,5	88,8
Faillerende ondernemingen	29	92,3	75,5	109,1
Groothandel (p = 0,77)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	68,3	66,6	70,1
Faillerende ondernemingen	40	65,7	45,7	85,8
Kleinhandel (p = 0,65)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	27,8	24,9	30,8
Faillerende ondernemingen	15	24,3	7,9	40,7
Betalingstermijn van de leveranciers				
Verwerkende nijverheid (p = 0,13)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	67,7	65,8	69,7
Faillerende ondernemingen	53	79,4	65,7	93,2
Bouwnijverheid (p = 0,78)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	93,5	89,6	97,5
Faillerende ondernemingen	29	89,6	68,8	110,5
Groothandel (p = 0,38)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	60,2	60,2	64,0
Faillerende ondernemingen	40	72,7	48,6	96,9
Kleinhandel (p = 0,92)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	54,3	51,0	57,7
Faillerende ondernemingen	15	55,8	16,5	95,1

Bron: NBB.

TABEL 8 SOLVABILITEIT, RENTABILITEIT EN FAILLISEMENTSRSICO
(boekjaar 2011)

	Aantal waarnemingen	Gemiddelde	Betrouwbaarheidsinterval van het gemiddelde (95 %)	
Graad van financiële onafhankelijkheid				
Verwerkende nijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	40,8	39,7	41,8
Faillerende ondernemingen	53	14,7	6,3	23,2
Bouwnijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	32,5	31,0	34,0
Faillerende ondernemingen	29	0,9	-10,1	11,9
Groothandel (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	36,2	35,2	37,2
Faillerende ondernemingen	40	8,0	-2,5	18,5
Kleinhandel (p = 0,16)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	30,4	28,2	32,7
Faillerende ondernemingen	15	17,0	-5,1	39,2
Nettorentabiliteit van de activa				
Verwerkende nijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	5,6	5,2	6,0
Faillerende ondernemingen	53	-3,2	-7,2	0,8
Bouwnijverheid (p = 0,03)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	6,5	5,9	7,1
Faillerende ondernemingen	29	-0,9	-7,7	5,8
Groothandel (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	7,7	7,3	8,0
Faillerende ondernemingen	40	-1,2	-5,5	3,2
Kleinhandel (p = 0,01)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	5,7	4,9	6,5
Faillerende ondernemingen	15	-3,2	-12,5	6,0

Bron: NBB.

leveranciers van ondernemingen in moeilijkheden geneigd zijn deze ertoe te verplichten contant te betalen, wat dan de termijnen helpt inkorten.

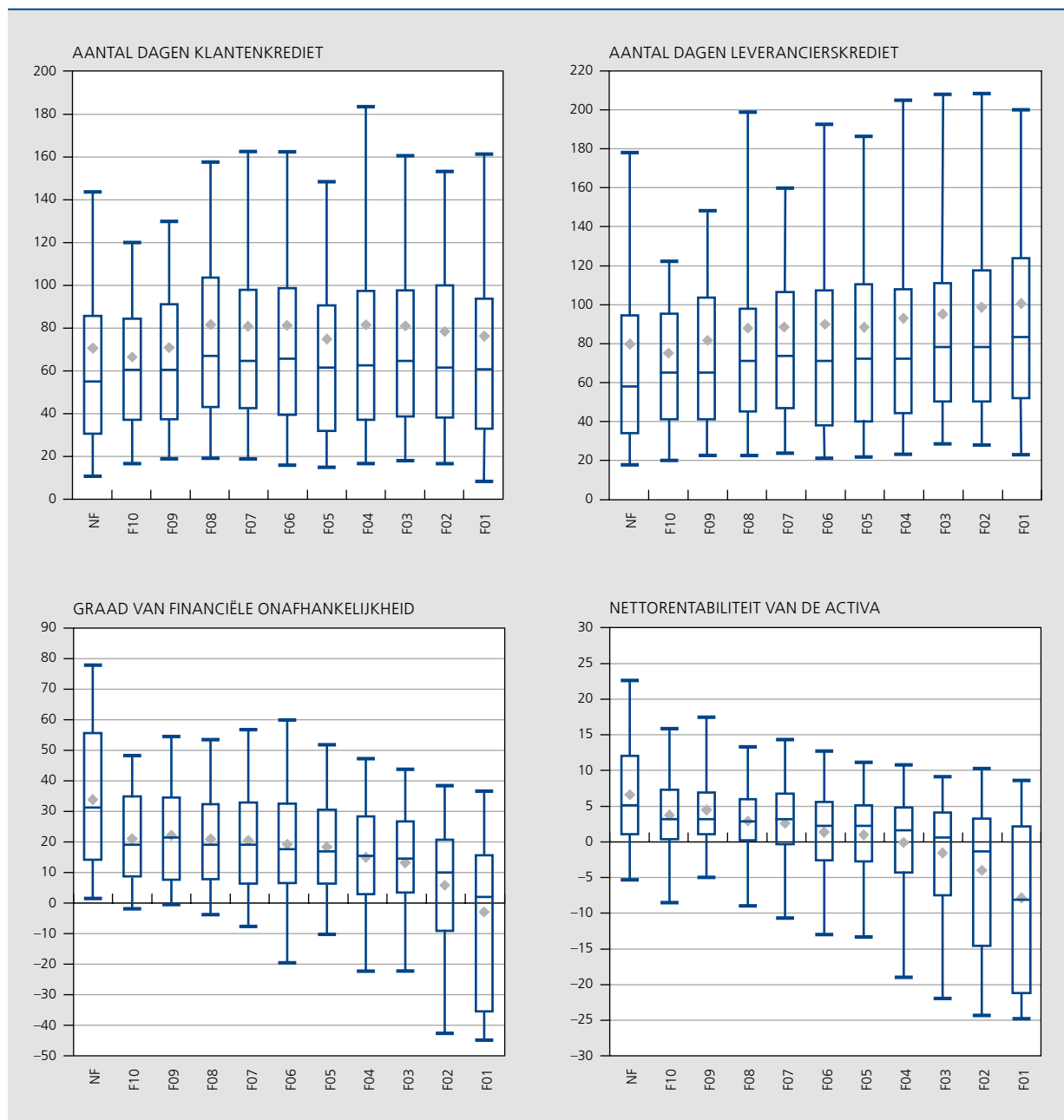
Tot slot kan worden gesteld dat de betalingstermijnen statistisch weinig significant zijn om ondernemingen in moeilijkheden op te sporen. Dit resultaat verklaart waarom ze al met al zeer weinig werden beïnvloed door de recente economische conjunctuur. Die variabelen komen overigens niet voor in de door de Bank ontwikkelde modellen voor de voorspelling van faillissementen. Er zij aan herinnerd dat die conclusie geldt voor de betalingstermijnen zoals die op basis van de jaarrekeningen kunnen worden berekend, wat de inachtneming van een aantal hypothesen en boekhoudkundige bedenkingen impliceert (zie paragraaf 4.1).

Ter vergelijking bevat tabel 8 dezelfde statistieken voor een solvabiliteitsratio (de financiële onafhankelijkheid) en een rentabiliteitsratio (de nettorentabiliteit van de activa), twee dimensies van de financiële analyse die traditioneel een doorslaggevende rol spelen in de wanbetalingsmodellen. Hieruit kan worden afgeleid dat, gemiddeld genomen, faillerende ondernemingen systematisch en significant minder solvabel en minder rendabel zijn dan niet-faillerende ondernemingen. Voorts geldt voor na-genoeg alle gevallen dat de betrouwbaarheidsintervallen elkaar niet overlappen. Deze resultaten zijn iets minder duidelijk in de kleinhandel, met name voor de financiële onafhankelijkheid, wat ten dele kan worden toegeschreven aan het zeer geringe aantal waarneembare faillissementen van ondernemingen in die bedrijfstak.

In grafiek 14, ten slotte, wordt de financiële dynamiek van de faillissementen geïllustreerd op basis van de vier zones toegelichte ratio's. Daartoe worden de jaarrekeningen geïdentificeerd volgens de nabijheid in de tijd van het faillissement, waarbij de faillissementstermijn wordt bepaald als het verschil tussen de faillissementsdatum en de afsluitingsdatum van het boekjaar. Elke jaarrekening krijgt een van de hierna volgende codes:

- F01 : indien de faillissementstermijn ≤ 365 dagen ;
- F02 : indien $365 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 730$ dagen ;
- F03 : indien $730 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 1.095$ dagen ;
- ...
- F10 : indien $3.285 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 6.500$ dagen ;
- NF : indien de jaarrekening betrekking heeft op een niet-faillierende vennootschap (binnen 3.650 dagen na de afsluitingsdatum van het boekjaar)

GRAFIEK 14 VERDELING VAN DE FINANCIËLE RATIO'S EN NABIJHEID VAN HET FAILLISSEMENT
(boekjaren 2003 tot 2011, grote ondernemingen, zijnde 147 666 waarnemingen)



Bron: NBB.

(1) De box plots dienen als volgt te worden geïnterpreteerd. De ondergrens en de bovengrens van de doos stemmen respectievelijk overeen met het 1ste en het 3de kwartiel. De lijn in de doos stemt overeen met de mediaan. De uiterste punten van het onderste en het bovenste diagram stemmen respectievelijk overeen met het 1ste en het 9de deciel. Het grijze punt geeft het gemiddelde aan.

Aan de hand van die typologie kan het verloop worden bestudeerd van de statistische verdeling van de ratio's naarmate het faillissement nadert, zoals in grafiek 14 in de vorm van box plots wordt geïllustreerd. Daaruit blijkt dat van de groep NF tot de groep F01 de verdeling van de betalingstermijn van de klanten niet significant opwaarts of neerwaarts verschuift. De verdeling van de betalingstermijn van de leveranciers verschuift over het geheel genomen opwaarts, waarbij alle parameters van de verdeling geleidelijk toenemen met een twintigtal dagen, behalve het 10de percentiel, dat zeer stabiel blijft. Net als bij de betalingstermijn van de klanten is de spreiding echter zeer uitgesproken en overlappen de verdelingen elkaar in ruime mate: in de niet-faillerende groep ligt de betalingstermijn voor 90% van de ondernemingen tussen 17 dagen (10de percentiel) en 178 dagen (90ste percentiel); in de groep van de op één jaar faillerende ondernemingen bedraagt het 10de percentiel 23 dagen en het 90ste percentiel 200 dagen.

De dynamiek is daarentegen veel duidelijker voor de rentabiliteit en de financiële onafhankelijkheid: wanneer het faillissement nadert, verslechteren de twee ratio's, en dit beïnvloedt de gehele verdeling. Die verslechtering komt met name tot uiting tijdens de laatste jaren vóór het faillissement. Voorts kan worden opgemerkt dat de spreiding van de solvabiliteit en de rentabiliteit toeneemt naarmate het faillissement nadert, wat nogmaals wijst op de uiteenlopende situaties in faillerende ondernemingen.

Uit de bovenstaande vaststellingen blijkt dat eenzelfde waarde van een financiële ratio kan overeenstemmen met een groot aantal reële economische situaties voor een onderneming, op het gebied van ontwikkelingsvooruitzichten, concurrentie, kwaliteit van de bestuurders of de bereidheid van de aandeelhouders om financiële steun te verlenen. Ze geven tevens te kennen dat de strikt financiële analyse op basis van de jaarrekeningen altijd moet worden aangevuld met een kwalitatieve analyse die het mogelijk maakt de gehele situatie van een onderneming in aanmerking te nemen.

Conclusie

Over heel 2014 is de totale door de niet-financiële vennootschappen gecreëerde toegevoegde waarde met 0,5% gestegen tegen lopende prijzen. Op 2009 na is dit de traagste groei in meer dan vijftien jaar, die voortvloeit uit een stagnatie van zowel de aankopen als de verkopen. De stijging van de toegevoegde waarde volgt in feite al vier jaar een duidelijk neerwaartse tendens.

De personeelskosten van hun kant daalden in 2014 met 0,6%, nadat ze de voorgaande jaren sneller waren gegroeid dan de toegevoegde waarde. Deze vermindering

van de loonsom is grotendeels toe te schrijven aan de uitgesproken afname van de inflatie (die via het indexeringsmechanisme grotendeels doorwerkte in de loonkosten), de door de regering opgelegde bevrozing van de reële loonsverhogingen en de daling van het aantal werknemers (-1% in voltijdse equivalenten in 2014). Terzelfder tijd vertraagde de groei van de afschrijvingen voor het derde opeenvolgende jaar, wat bevestigt dat de ondernemingen al verscheidene jaren voorzichtigheid aan de dag leggen bij hun investeringen.

Grotendeels ten gevolge van de ontwikkelingen van de personeelskosten en de afschrijvingen namen de totale bedrijfskosten in 2014 met 0,3% af, dat is de eerste daling in meer dan twintig jaar. In combinatie met de lichte stijging van de toegevoegde waarde leidde dat in 2014 tot een lichte verbetering (+3,9%) van het bedrijfsresultaat, tot € 32 miljard. Het bedrijfsresultaat bleef de laatste vier jaar al met al zeer stabiel, op een peil dat altijd lager was dan de piek vóór de recessie van 2008-2009 (€ 36 miljard).

In tegenstelling tot de langetermijntendens waren de resultaten van de verwerkende bedrijfstakken in 2014 dynamischer dan die van de niet-verwerkende bedrijfstakken, wat voornamelijk is toe te schrijven aan een daling van de kosten: de industrie trok profijt van de vermindering van de loonkosten en van de daling van de grondstoffenprijzen, met name de aardolieprijs. De branches waarvoor de daling van de kosten de grootste gevolgen had, waren de ijzer- en staalnijverheid, de basischemie en de metaalverwerkende nijverheid. De verwerkende nijverheid als zodanig boekte slechts een zeer lichte vooruitgang, zoals blijkt uit het verloop van de verkoop (+0,6% in 2014) en van de indexcijfers van de industriële productie.

De beschouwde rentabiliteitsratio's vertonen voor het totaal van alle ondernemingen, ongeacht de bedrijfsgrootte, een beperkte toename volgens de raming voor het jaar 2014. De grote ondernemingen, sterk beïnvloed door de neerwaartse conjunctuur, bereikten in termen van rentabiliteit in 2013 hun laagste niveau uit de afgelopen tien of soms zelfs vijftien jaar. Het voorzichtige herstel bij de grote bedrijven in 2014, was te danken aan een verbetering in de verwerkende nijverheid. De rentabiliteit van de kmo's hield tijdens de laatste jaren beter stand, aangezien zij minder conjunctuurgevoelig zijn en bovendien minder gericht zijn op industriële activiteiten en internationale handel. Ondanks het lagere niveau van de nettorentabiliteit van grote ondernemingen tijdens de laatste jaren, geven aandelen nog steeds een hoger rendement dan Belgische staatsleningen.

Sinds 2011 is de financiële onafhankelijkheid in geglobaliseerde termen voor grote ondernemingen vrij constant

gebleven als gevolg van de extra beperkingen die de overheid nam om het gebruik van de notionele interestaftrek minder aantrekkelijk te maken. Bovendien is er de laatste twee jaren een daling in de zelffinancieringsgraad van grote ondernemingen waar te nemen, wat niets verontwaardigend inhoudt, temeer omdat het niveau van het eigen vermogen niet mee daalt. De lagere zelffinancieringsgraad in 2013-2014r is voornamelijk het gevolg van een boekhoudkundige operatie waarbij reserves werden verminderd ten belope van het bedrag waarmee het kapitaal werd verhoogd en dit door de toepassing van de overgangmaatregel in de context van de hogere roerende voorheffing op de liquidatiebonus vanaf 1 oktober 2014.

Terwijl de financieringskosten van bankkredieten in de laatste jaren een historisch laag niveau bereiken, blijken de niet-monetaire voorwaarden om een nieuw bankkrediet te verkrijgen voor kmo's meer rigide te zijn dan voor grote ondernemingen. Dit is een belangrijk aandachtspunt, temeer omdat deze ondernemingen in België sterk vertegenwoordigd zijn en bankkrediet voor hen vaak de enige bron van schuldfinanciering is. Grote ondernemingen kunnen makkelijker bankkredieten inruilen voor andere vormen van externe financiering via het uitgeven van bedrijfsobligaties en het aangaan van intragroepsleningen.

Ongeacht de bedrijfsgrootte en de bedrijfsactiviteit vertoont de geglobaliseerde times interest earned ratio een score hoger dan 1 over de beschouwde periode 2000-2014r, wat erop wijst dat ondernemingen in staat zijn hun vaste interestkosten af te betalen met de middelen afkomstig uit hun bedrijfswinsten en financiële inkomsten. Terwijl de vastgoedsector wordt gekenmerkt door een continu lage dekkingsratio als gevolg van haar hoge financiële schuldgraad, vertonen de farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid een constant hoge ratio, aangezien deze branches hun activiteiten financieren met weinig financiële schulden. De laatste twee jaren is een zeer voorzichtig herstel merkbaar van zowel de economische groei als de bedrijfsresultaten. Samen met een verdere daling van de kosten van bankkredieten en obligatieleningen, verklaart dat de toename van de

geglobaliseerde dekkingsratio in 2014r voor zowel grote ondernemingen als kmo's.

Het Inhouse Credit Assessment System (ICAS) kan voor Belgische niet-financiële vennootschappen het risico op wanbetaling binnen het eerstvolgende jaar beoordelen. De bevindingen hieromtrent bevestigen grosso modo de resultaten op basis van de ratio-analyse uit de vorige paragrafen. De risico-indicator geeft aan dat de kans op wanbetaling, binnen een tijdspanne van een jaar, voor de kmo's met een groter kredietrisico in het tweede kwartaal van 2015 blijkt af te nemen in het merendeel van de bedrijfstakken. Of deze tendens zich kan voortzetten, zal door meer recente data moeten worden bevestigd.

Ten slotte bevat het laatste deel van dit artikel een toelichting bij de ontwikkelingen voor de betalingstermijnen van de klanten en leveranciers, zoals die aan de hand van de jaarrekeningen kunnen worden berekend. Op enkele uitzonderingen na, blijkt dat de betalingstermijnen nagenoeg niet schommelen ingevolge de economische conjunctuur, wat in tegenspraak lijkt te zijn met de recente forse stijging van de faillissementen, aangezien betalingsachterstanden algemeen worden beschouwd als een oorzaak van faillissementen. Teneinde na te gaan of die variabelen een echt symptoom van financiële kwetsbaarheid zijn, werd een statistische vergelijking gemaakt tussen faillierende en niet-faillierende vennootschappen. Deze brengt onder meer niet-significante verschillen in de gemiddelden aan het licht tussen de twee categorieën van ondernemingen, alsook een zeer sterke spreiding van de waarden voor de faillierende ondernemingen, wat wijst op de grote verscheidenheid aan situaties en verklarende factoren. Hoewel het voor de betaling van de leveranciers, bijvoorbeeld, a priori het meest waarschijnlijk is dat ondernemingen in moeilijkheden hun leveranciers te laat betalen, kan dit ook het geval zijn voor solide ondernemingen die dankzij hun onderhandelingspositie of hun reputatie in staat zijn een verlenging van de termijnen te verkrijgen. Daartegenover kunnen de leveranciers van risico-ondernemingen geneigd zijn deze ertoe te verplichten contant te betalen, wat dan de termijnen helpt inkorten.

Bijlage 1

SECTORALE GROEPERINGEN

	Afdelingen NACE-BEL 2008
Verwerkende nijverheid	10-33
waarvan :	
Landbouw- en voedingsnijverheid	10-12
Textiel, kleding en schoeisel	13-15
Hout, papier en drukkerijen	16-18
Chemische nijverheid	20
Farmaceutische nijverheid	21
IJzer- en staalnijverheid	24-25
Metaalverwerkende nijverheid	26-30
Niet-verwerkende bedrijfstakken	01-09, 35-82, 85.5 en 9⁽¹⁾
waarvan :	
Handel in auto's	45
Groothandel ⁽²⁾	46
Kleinhandel ⁽²⁾	47
Vervoer en opslag	49-53
Accommodatie en maaltijden	55-56
Informatie en communicatie	58-63
Exploitatie van en handel in onroerend goed	68
Diensten aan ondernemingen ⁽³⁾	69-82
Energie, water en afval	35-39
Bouwnijverheid	41-43

(1) Ongerekend 64, 65, 70100, 75, 94, 98 en 99.

(2) Met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen.

(3) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren (70100).

Bijlage 2

DEFINITIE VAN DE RATIO'S

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
1. Investeringsgraad materiële vaste activa		
Teller (T)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Noemer (N)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
8169 + 8229 – 8299 > 0 ⁽¹⁾		
2. Nettoverkoopmarge		
Teller (T)	9901 + 9125	9901 + 9125
Noemer (N)	70 + 74 – 740	70
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Verkorte schema's: 70 > 0		
3. Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Noemer (N)	20/58	20/58
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
4. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, vóór belastingen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		
5. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, na belastingen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		

(1) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

DEFINITIE VAN DE RATIO'S (vervolg)

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
6. Graad van financiële onafhankelijkheid		
Teller (T)	10/15	10/15
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = $T/N \times 100$		
7. Graad van zelffinanciering		
Teller (T)	13 + 14	13 + 14
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = $T/N \times 100$		
8. Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden		
Teller (T)	650	
Noemer (N)	170/4 + 42 + 43	
Ratio = $T/N \times 100$		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
9. Times Interest Earned Ratio		
Teller (T)	9901 + 75	9901 + 75
Noemer (N)	650	65
Ratio = T/N		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Volledige schema's: $650 > 0$		
Verkorte schema's: $65 > 0$		
10. Aantal dagen klantenkrediet		
Teller (T)	40 + 9150	
Noemer (N)	70 + 74 - 740 + 9146	
Ratio = $T/N \times 365$		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
$(40 + 9150) > 0$		
11. Aantal dagen leverancierskrediet		
Teller (T)	44	
Noemer (N)	600/8 + 61 + 9145	
Ratio = $T/N \times 365$		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
$44 > 0$		