

ONDERNEMINGSPERFORMANTIE NA HET INVOEREN VAN GENDER-QUOTA

Aantal woorden: 31877

Jorgen Rogiers

Stamnummer: 01106512

Promotor: Prof. dr. Bruno Merlevede

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van:

Master of Science in Business Engineering

Academiejaar: 2016 - 2017



PERMISSION

Ondergetekende verklaart dat de inhoud van deze masterproef mag geraadpleegd en/of gereproduceerd worden, mits bronvermelding.

Naam student: Jorgen Rogiers

Woord vooraf

Het is onbetwistbaar dat het schrijven van een thesis de ultieme stap is in het lange traject van het behalen van een diploma. Het is in mijn ogen een uiterst adequate manier om de theoretisch verworven kennis toe te passen en uiteindelijk een eigen onderzoek uit te voeren.

Niettemin, ondanks de alom bekende uitspraak bloed, zweet en tranen mij gedurende de lange periode van studeren zeker en vast niet onbekend was, kan ik toch met trots zeggen dat het behalen van een naar mijn mening zeer gewaardeerd diploma voor het grijpen ligt. Daarbij wil ik dan ook van de gelegenheid gebruik maken om bepaalde mensen expliciet te bedanken.

Hoewel bepaalde individuen in de huidige maatschappij een hogere studie (onterecht) in een alledaagser perspectief durven te plaatsen, wil ik benadrukken dat het kunnen of mogen verder studeren in mijn ogen nog steeds een privilege is waar verscheidene personen nog steeds de kans niet toe krijgen. Bij deze is het dan ook logisch dat ik mijn ouders wil bedanken om mij deze opportuniteit te bieden met als doel het behalen van een diploma.

Ook wil ik mijn broer en nogmaals mijn ouders bedanken voor het deskundig advies en de nodige steun gedurende de opleiding, zowel in betere als in moeilijker perioden. Het is dan ook indiscutabel en overduidelijk dat deze personen een aanzienlijk aandeel hebben in het behalen van deze prestatie.

Verder wil ik ook professor Bruno Merlevede bedanken voor de nodige hulp bij het schrijven van deze thesis. Het nodige advies in verband met gebruikte gegevens en methoden en uw daarbij horende kritische inzichten hebben een aanzienlijk positieve bijdrage geleverd aan het uiteindelijke resultaat.

Inhoudsopgave

<i>Woord vooraf</i>	<i>III</i>
<i>Lijst van tabellen</i>	<i>VI</i>
<i>Lijst van figuren</i>	<i>VII</i>
1. Inleiding	1
2. Onderzoeksplan	4
2.1. Gerechtelijke context.....	4
2.2. Selectie van bedrijven	4
2.3. Onderzoek naar ondernemingsperformantie.....	5
2.4. Conclusies	8
3. Gerechtelijke context	9
3.1. Europa	9
3.2. België.....	10
3.3. Buurland(en).....	11
3.3.1. Duitsland	11
3.3.2. Frankrijk.....	12
3.3.3. Nederland	13
3.3.4. Luxemburg	13
3.4. Relevantie uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders.....	14
3.5. Zelfregulering.....	16
3.5.1. België	16
3.5.2. Duitsland	17
3.5.3. Frankrijk.....	18
3.5.4. Nederland	18
3.5.5. Luxemburg	19
4. Selectie van bedrijven	20
4.1. België.....	20
4.2. Duitsland	22
4.3. Frankrijk	23
4.4. Nederland	25
5. Onderzoek naar ondernemingsperformantie	27
5.1. Prestatie indicatoren	27
5.1.1. Winst vóór belastingen.....	28
5.1.2. Rendabiliteit	29

5.1.3. Liquiditeit.....	31
5.1.4. Solvabiliteit	33
5.2. Analyse.....	36
5.2.1. België	39
5.2.1.1. Winst vóór belastingen	40
5.2.1.2. Rendabiliteit.....	45
5.2.1.3. Liquiditeit	54
5.2.1.4. Solvabiliteit.....	63
5.2.2. Duitsland	72
5.2.2.1. Winst vóór belastingen	73
5.2.2.2. Rendabiliteit.....	74
5.2.2.3. Liquiditeit	79
5.2.2.4. Solvabiliteit.....	82
5.2.3. Frankrijk.....	86
5.2.3.1. Winst vóór belastingen	86
5.2.3.2. Rendabiliteit.....	88
5.2.3.3. Liquiditeit	93
5.2.3.4. Solvabiliteit.....	96
5.2.4. Nederland	100
5.2.4.1. Winst vóór belastingen	100
5.2.4.2. Rendabiliteit.....	102
5.2.4.3. Liquiditeit	106
5.2.4.4. Solvabiliteit.....	110
5.3. Vergelijken van de resultaten van de verschillende landen.....	114
5.4. Vergelijken met de algemene conjunctuur	117
5.5. Impact van de overheid op de bedrijfsprestaties	120
6. Conclusies.....	121
7. Bibliografie.....	124
Bijlagen	
Bijlage 1: Lijst van geselecteerde Duitse ondernemingen.....	Bijlage 1.1
Bijlage 2: Lijst van geselecteerde Franse ondernemingen	Bijlage 2.1
Bijlage 3: Lijst van geselecteerde Nederlandse ondernemingen	Bijlage 3.1
Bijlage 4: Absolute cijfers van de geselecteerde Belgische ondernemingen	Bijlage 4.1
Bijlage 5: Absolute cijfers van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....	Bijlage 5.1
Bijlage 6: Absolute cijfers van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	Bijlage 6.1
Bijlage 7: Absolute cijfers van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	Bijlage 7.1

Lijst van tabellen

Tabel 1.	<i>Groeipercents van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....</i>	41
Tabel 2.	<i>Groeipercents van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....</i>	46
Tabel 3.	<i>Groeipercents van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....</i>	55
Tabel 4.	<i>Groeipercents van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....</i>	64
Tabel 5.	<i>Groeipercents van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....</i>	73
Tabel 6.	<i>Groeipercents van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....</i>	75
Tabel 7.	<i>Groeipercents van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....</i>	79
Tabel 8.	<i>Groeipercents van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....</i>	82
Tabel 9.	<i>Groeipercents van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen.....</i>	86
Tabel 10.	<i>Groeipercents van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.....</i>	88
Tabel 11.	<i>Groeipercents van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.....</i>	93
Tabel 12.	<i>Groeipercents van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.....</i>	96
Tabel 13.	<i>Groeipercents van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....</i>	100
Tabel 14.	<i>Groeipercents van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....</i>	102
Tabel 15.	<i>Groeipercents van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....</i>	106
Tabel 16.	<i>Groeipercents van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....</i>	110
Tabel 17.	<i>Beknopte weergave van de resultaten.....</i>	114

Lijst van figuren

<i>Figuur 1.</i> Algemene tijdsassen van België en buurlanden.....	5
<i>Figuur 2.</i> Tijdsas België.....	39
<i>Figuur 3.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	42
<i>Figuur 4.</i> Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen	43
<i>Figuur 5.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Belgische ondernemingen	48
<i>Figuur 6.</i> Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Belgische ondernemingen	48
<i>Figuur 7.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Belgische ondernemingen	49
<i>Figuur 8.</i> Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Belgische ondernemingen ...	49
<i>Figuur 9.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	50
<i>Figuur 10.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	50
<i>Figuur 11.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	51
<i>Figuur 12.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	51
<i>Figuur 13.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Belgische ondernemingen	57
<i>Figuur 14.</i> Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Belgische ondernemingen	57
<i>Figuur 15.</i> Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	58
<i>Figuur 16.</i> Groeipercentages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Belgische ondernemingen	58
<i>Figuur 17.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen	59
<i>Figuur 18.</i> Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen	59
<i>Figuur 19.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen	66
<i>Figuur 20.</i> Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen	66
<i>Figuur 21.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen	67

<i>Figuur 22.</i> Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	67
<i>Figuur 23.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	68
<i>Figuur 24.</i> Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen.....	68
<i>Figuur 25.</i> Tijdsas Duitsland.....	72
<i>Figuur 26.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	73
<i>Figuur 27.</i> Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	74
<i>Figuur 28.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Duitse ondernemingen	75
<i>Figuur 29.</i> Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Duitse ondernemingen	76
<i>Figuur 30.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Duitse ondernemingen	76
<i>Figuur 31.</i> Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Duitse ondernemingen	76
<i>Figuur 32.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	77
<i>Figuur 33.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	77
<i>Figuur 34.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	77
<i>Figuur 35.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Duitse ondernemingen	78
<i>Figuur 36.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....	79
<i>Figuur 37.</i> Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Duitse ondernemingen	80
<i>Figuur 38.</i> Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Duitse ondernemingen	80
<i>Figuur 39.</i> Groeipercentages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Duitse ondernemingen	80
<i>Figuur 40.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen	81
<i>Figuur 41.</i> Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen	81
<i>Figuur 42.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen	83

<i>Figuur 43.</i> Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen	83
<i>Figuur 44.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen	83
<i>Figuur 45.</i> Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen	84
<i>Figuur 46.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen.....	84
<i>Figuur 47.</i> Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen	84
<i>Figuur 48.</i> Tijdsas Frankrijk	86
<i>Figuur 49.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	87
<i>Figuur 50.</i> Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen	87
<i>Figuur 51.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Franse ondernemingen	89
<i>Figuur 52.</i> Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	89
<i>Figuur 53.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Franse ondernemingen	89
<i>Figuur 54.</i> Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Franse ondernemingen	90
<i>Figuur 55.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen	90
<i>Figuur 56.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen	90
<i>Figuur 57.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen	91
<i>Figuur 58.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	91
<i>Figuur 59.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Franse ondernemingen	93
<i>Figuur 60.</i> Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Franse ondernemingen	94
<i>Figuur 61.</i> Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	94
<i>Figuur 62.</i> Groeipercentages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Franse ondernemingen	94
<i>Figuur 63.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen	95

<i>Figuur 64.</i> Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen	95
<i>Figuur 65.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen	97
<i>Figuur 66.</i> Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen	97
<i>Figuur 67.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen	97
<i>Figuur 68.</i> Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen	98
<i>Figuur 69.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen.....	98
<i>Figuur 70.</i> Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen	98
<i>Figuur 71.</i> Tijdsas Nederland.....	100
<i>Figuur 72.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	101
<i>Figuur 73.</i> Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	101
<i>Figuur 74.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	103
<i>Figuur 75.</i> Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	103
<i>Figuur 76.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	103
<i>Figuur 77.</i> Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	104
<i>Figuur 78.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	104
<i>Figuur 79.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	104
<i>Figuur 80.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	105
<i>Figuur 81.</i> Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	105
<i>Figuur 82.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	107
<i>Figuur 83.</i> Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	107
<i>Figuur 84.</i> Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	108

<i>Figuur 85.</i> Groeipercntages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	108
<i>Figuur 86.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	108
<i>Figuur 87.</i> Groeipercntages van de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	109
<i>Figuur 88.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	111
<i>Figuur 89.</i> Groeipercntages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	111
<i>Figuur 90.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	111
<i>Figuur 91.</i> Groeipercntages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	112
<i>Figuur 92.</i> Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen	112
<i>Figuur 93.</i> Groeipercntages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.....	112
<i>Figuur 94.</i> BBP van België uitgedrukt in dollar	117

1. Inleiding

Al vanaf het begin van de mensheid was het overduidelijk dat de verantwoordelijkheid betreffende bepaalde taken afhing naargelang het geslacht. Daar waar de man verantwoordelijkheid droeg voor de jacht, zo was de vrouw verantwoordelijk voor de toen mogelijke ‘huishoudelijke’ taken. Tot op de dag van vandaag zijn in de huidige maatschappijen nog steeds dergelijke feiten betreffende de scheiding tussen man en vrouw te herkennen. Gelukkig kan men met significante zekerheid zeggen dat deze scheiding minder opvallend is dan vroeger. Het ontstaan van opmerkelijke feministische bewegingen en de sterk charismatische vrouwen die hedendaags te zien zijn in de actualiteit, bevestigen de afnemende grootte van de kloof tussen man en vrouw. Het klassieke beeld van een gezin waarbij enkel de man volop beslist om carrière te maken en bijgevolg enkel de vrouw de huishoudelijke taken op zich neemt, blijkt geleidelijk aan volledig te transformeren naar een ideaal beeld waarbij beide geslachten kiezen voor de carrièreladder. Daarentegen moet worden opgemerkt dat, hoewel tal van voorbeelden kunnen gegeven worden van het nieuwe beeld van een ideaal gezin, er nog steeds vele voorbeelden zijn waarbij dergelijke transformatie niet het geval is. Op de vraag waarom dit fenomeen nog steeds verschijnt, kunnen verscheidene oorzaken gevonden worden (Loonwijzer, s.d.). Ondanks de mogelijke (en tevens veelbelovende) carrièremogelijkheden, voelen vele vrouwen nog steeds de drang om huishoudelijke taken en opvoeding van de kinderen voor te nemen op een aanzienlijk succes in de zakenwereld. Anderzijds kan er een ander welgekend fenomeen de reden zijn waarom vrouwen een werkloopbaan langs de kant schuiven. Hoewel er uitgestraald wordt dat we leven in een gelijke maatschappij met gelijke rechten voor iedereen, is het nog steeds onduidelijk dat wanneer het vrouwelijk geslacht kiest voor een carrière in de zakenwereld en daaropvolgend dezelfde functies uitoefent als deze van het mannelijk geslacht, de financiële vergoeding nog steeds niet dezelfde is als deze van de man, ondanks dezelfde verantwoordelijkheid en/of functie. Wanneer men ervan uitgaat dat twee verschillende personen hetzelfde prestatievermogen leveren bij eenzelfde opgedragen functie, dan lijkt het onlogisch (en zelf oneerlijk) dat in een huidige maatschappij deze twee personen een verschillende vergoeding krijgen, ongeacht het geslacht. Weliswaar moet duidelijk benadrukt worden dat in het bovenstaand voorbeeld gebruik gemaakt wordt van een impliciete assumptie gezien het prestatievermogen. Het is dan ook cruciaal om de vraag te stellen of mannen en vrouwen al dan niet even productief zijn. Indien er gelijke productiviteit is, dan is het onaanvaardbaar dat er een ongelijke vergoeding zou zijn en kan terecht verwezen worden

naar een vorm van discriminatie ten opzichte van het vrouwelijk geslacht. Indien er wel een verschil is in productiviteit, kan dit vergoedingsverschil weliswaar verantwoord worden aan de hand van het productiviteitsverschil.

Hoe dan ook, het is duidelijk dat ondanks een uitstraling van gelijkheid, er nog steeds een bepaalde scheidingsgrens aanwezig is tussen de twee geslachten. Een duidelijk en actueel verschijnsel dat bovenstaande ondervinding bevestigt, is het glazen plafond. Het alom gekende fenomeen waarmee bedoeld wordt dat er als het ware een barrière is voor vrouwen die vermijdt dat vrouwen kunnen doorbreken tot aan de top van de carrière ladder en waardoor bijgevolg (bijna) alle topfuncties bekleed worden door mannen. Iets wat recent nog bevestigd werd door de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Tegenstrijdig aan bepaalde voorafgaande peilingen en veronderstellingen, slaagde Hillary Clinton – tot verbazing van velen – tijdens de presidentsverkiezingen van 2016 er toch niet in de eerste vrouwelijke president te worden van Amerika. Hoewel er tal van andere hoofdoorzaken kunnen gevonden worden waarom het uiteindelijk het kamp van Donald Trump was die victorie mocht kraaien, is het indiscutabel dat de vrouwelijke kandidate tal van stemmen verloor op basis van een conservatieve houding betreffende het al dan niet capabel zijn een topfunctie uit te oefenen op basis van geslacht (Dequeecker, 2016). Het feit dat dergelijke onderscheidingen nog steeds bestaan, is een fenomeen dat ook in Europa en de bijhorende lidstaten niet onopgemerkt blijft en bijgevolg aangepakt wordt. Om gelijkheid tussen mannen en vrouwen na te streven op het vlak van carrièremogelijkheden, zijn er tal van pogingen ondernomen om een nieuwe Europese richtlijn tot stand te brengen betreffende een vrouwenquotum. Ook verscheidene lidstaten hebben reeds stappen ondernomen de wettelijke context betreffende dit aspect te wijzigen. Hieruit volgt dat binnen bepaalde bedrijven er een minimum aan functies moet bekleed worden door vrouwen. Opnieuw kan verwezen worden naar de rechtvaardigheid van een dergelijk voorstel of dergelijke wettelijke wijzigingen. Indien er effectief een verschil is in productiviteit tussen mannen en vrouwen, dan lijkt dergelijk voorstel onnodig en kan het feit dat mannen meer aanwezig zijn aan de top van het bedrijf gerechtvaardigd worden. Indien er weliswaar geen verschil is in productiviteit, dan is een dergelijk voorstel wel degelijk verantwoord en is het zelf mogelijk te zeggen dat er zelf sprake is van discriminatie ten opzichte van vrouwen.

Zoals waarschijnlijk reeds opgemerkt, is het al dan niet bestaande verschil in ondernemingsperformantie het cruciale concept om een mogelijke scheiding tussen man en

vrouw op economisch vlak te verantwoorden. Bijgevolg wordt aan de hand van een onderzoek gebaseerd op het voorstel en het al dan niet invoeren van een nieuwe Europese richtlijn geprobeerd de ondernemingsperformantie in welbepaalde landen te vergelijken en op basis daarvan passende conclusies te nemen over de al dan niet rechtvaardige scheiding tussen mannen en vrouwen. Het moet weliswaar worden vermeld dat een doorgronde analyse praktisch moeilijk haalbaar blijkt te zijn als gevolg van beperkte gegevens. Gezien het recente karakter van een al dan niet gewijzigde context inzake gelijkheid tussen mannen en vrouwen, is er een mogelijkheid dat beperkte data aanwezig blijkt te zijn om gepaste en significantie conclusies te trekken. Dergelijke veronderstellingen of assumpties hieromtrent zullen dan ook expliciet vermeld worden in het daarbij horende onderdeel.

In de volgende sectie wordt globaal een beeld gegeven in verband met het verloop van het onderzoek. Daaropvolgend wordt elk onderdeel afzonderlijk en meer gedetailleerd behandeld. Bij het uitvoeren van de analyse en bijbehorende aspecten wordt voornamelijk gefocust op België en wordt de vergelijking gemaakt met één of meerdere buurlanden.

2. Onderzoeksplan

2.1. Gerechtelijke context

Belangrijk is dat er eerst en vooral een duidelijk beeld moet worden verkregen of het al dan niet gaat over een Europese richtlijn of er al werkelijk sprake is van een wet in verband met een vrouwenquotum. Daarbij moet zowel het wettelijk kader in België, als het wettelijk kader in het te kiezen buurland (of de te kiezen buurlanden) verduidelijking brengen. Op die manier kan er op basis van de verkregen wettelijke kaders een duidelijk gericht onderzoek plaats vinden en kan er vergeleken worden tussen verschillende landen in een al dan niet verschillende context.

Vragen die hierbij gesteld kunnen worden:

- Wat is de wettelijke situatie in België?
- Op welk tijdstip werd de richtlijn geïntroduceerd?
- Is er eventueel sprake van een wet? Zo ja, op welk tijdstip werd deze wet ingevoerd?
- Wordt er meer dan één buurland gekozen? Welk(e) buurland(en) en wat is het wettelijk kader betreffende de Europese richtlijn?
- Is er eventueel sprake van een wet in het (de) buurland(en)? Zo ja, op welk tijdstip werd deze wet ingevoerd?
- Indien er wel degelijk sprake is van een wet in de betreffende landen, is het mogelijk een vergelijkbaar onderzoek te doen indien er een verschillend tijdstip is voor invoering van de wet?

2.2. Selectie van bedrijven

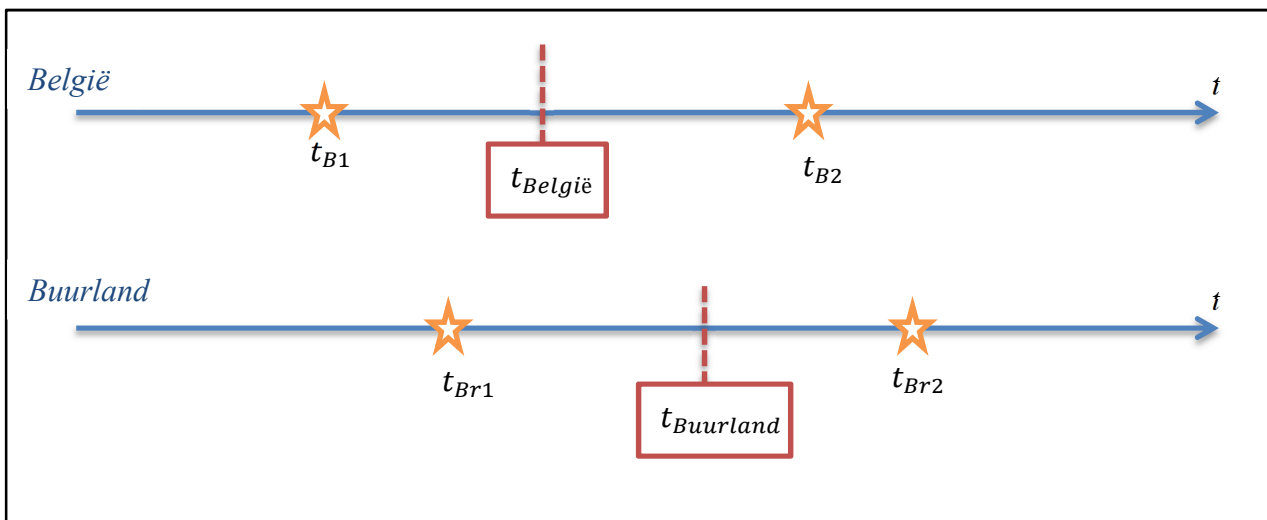
Wanneer een reëel beeld gecreëerd is omtrent het wettelijk kader in België en het (de) gekozen buurland(en), moet er een keuze gemaakt worden aangaande welke bedrijven er geselecteerd worden voor het onderzoek naar productiviteitsverschillen. Om een al dan niet aanwezig verschil in productiviteit te meten, wordt gekeken naar de ondernemingsprestatie voor en na de al dan niet mogelijke introductie van een nieuw wettelijk kader en het daarbij horend mogelijk invoeren van een vrouwenquotum.

Vragen die hierbij gesteld kunnen worden:

- Op basis van welke factoren (wettelijke context, grootte, sector, personeel,...) worden de mogelijke bedrijven geselecteerd?
- Hoeveel bedrijven worden geselecteerd in totaal?
- Wat is de hoeveelheid van bedrijven dat wordt gekozen uit elk land?
- Is het mogelijk gelijkaardige bedrijven te vinden in verschillende landen?
- Moet er voor elk bedrijf een volledig gelijkaardig bedrijf gevonden worden of kan men kijken naar een totaal verschillend bedrijf, maar gelijkaardige factoren (grootte, personeel,...)?

2.3. Onderzoek naar ondernemingsperformantie

Wanneer er bijgevolg een representatieve selectie van bedrijven is gemaakt, wordt het mogelijk het onderzoek naar productiviteit te beginnen. Onderstaande figuur kan verduidelijking brengen op welke manier er onderzoek gedaan zal worden.



Figuur 1. Algemene tijdsassen van België en buurlanden

De betekenis van de paramaters in bovenstaande figuur wordt vervolgens verder uitgelegd.

$t_{België}$: het kanteltijdstip in België gebaseerd op een wet gerelateerd aan het invoeren van een vrouwenquotum. Weliswaar kan dit pas indien er een wet is geïntroduceerd. Zo niet, is het een vereiste dat dit tijdstip een kantelmoment representeert op vlak van de samenstelling in de bestuursraden en de daarbij horende ondernemingsperformantie van de Belgische bedrijven.

$t_{Buurland}$: het kanteltijdstip in het desbetreffende buurland gebaseerd op een wet gerelateerd aan het invoeren van een vrouwenquotum. Weliswaar kan dit pas indien er een wet is geïntroduceerd. Zo niet, is het een vereiste dat dit tijdstip een kantelmoment representeert op vlak van de samenstelling in de bestuursraden en de daarbij horende ondernemingsperformantie van de buitenlandse bedrijven.

t_{B1} : het tijdstip waarbij de ondernemingsperformantie van een bedrijf wordt gemeten voor het tijdstip $t_{België}$.

t_{B2} : het tijdstip waarbij de ondernemingsperformantie van een bedrijf wordt gemeten na het tijdstip $t_{België}$.

t_{Br1} : het tijdstip waarbij de ondernemingsperformantie van een bedrijf wordt gemeten voor het tijdstip $t_{Buurland}$.

t_{Br2} : het tijdstip waarbij de ondernemingsperformantie van een bedrijf wordt gemeten na het tijdstip $t_{Buurland}$.

Om de algemene productiviteit te meten, wordt gekeken naar verscheidene gerichte resultaten door een bedrijf behaald en in welke mate een bedrijf presteert op bepaalde vlakken. Met andere woorden, er wordt meer gefocust op specifieke en relatieve ondernemingsperformantie dan op de algemene en absolute ondernemingsperformantie. Het feit dat verschillende bedrijven van verschillende landen in aanmerking komen voor de analyse, bekrachtigt het belang van relatieve cijfers in tegenstelling tot absolute cijfers.

Zoals gezien kan worden op de figuur, is het duidelijk dat de eerste tijdsas deze is voor België, terwijl de tweede tijdsas deze is voor het buurland. Opnieuw moet opgemerkt worden dat er eventueel sprake kan zijn van verschillende buurlanden, waarbij bovenstaande tijdsmetingen bijgevolg herhaaldelijk moeten worden uitgevoerd.

Om duidelijk te maken dat er een mogelijkheid is waarbij de introductie van het wettelijk kader betreffende een vrouwenquotum en de al dan niet reeds ingevoerde Europese richtlijn op verschillende tijdstippen kan gebeuren, worden de tijdstippen $t_{België}$ en $t_{Buurland}$ niet rechtstreeks onder elkaar geplaatst. Weliswaar moet benadrukt worden dat het tegenovergestelde ook mogelijk is. Aangezien er onderzocht wordt vanuit een Europees perspectief, is het niet onrealistisch dat de introductie van een al dan niet nieuw wettelijk kader wel kan doorgevoerd zijn op dezelfde tijdstippen. Met andere woorden, de tijdstippen $t_{België}$ en $t_{Buurland}$ kunnen verschillend zijn, maar kunnen bijgevolg ook gelijke tijdstippen representeren.

Na een representatieve selectie van bedrijven, wordt op basis van bepaalde factoren de ondernemingsperformantie gemeten zowel vóór het toepassen van het mogelijke nieuwe wettelijke kader als na het toepassen van het nieuwe wettelijke kader. Deze resultaten kunnen onderling met elkaar vergeleken worden voor eenzelfde land. Anders geformuleerd en verwijzend naar de tijdsassen, de resultaten kunnen worden vergeleken voor één bepaalde tijdsas zonder daarbij een link te leggen naar andere tijdsassen. Wanneer er uiteindelijk resultaten zijn voor verschillende landen, kunnen ook deze resultaten onderling met elkaar vergeleken worden. Of anders geformuleerd en opnieuw verwijzend naar de tijdsassen, de resultaten worden bijgevolg dit maal vergeleken over de verschillende tijdsassen heen.

Vragen die hierbij gesteld kunnen worden:

- Welke (relevante) factoren worden gebruikt om de performantie van bedrijven te meten?
- Bij eenzelfde tijdstip van introductie van het nieuwe wettelijke kader, welke periode (dus hoeveel tijdseenheden) moet gekozen worden vóór het betreffende tijdstip als de periode na het betreffende tijdstip van introductie om de ondernemingsperformantie te meten van de bedrijven?

- Indien er een verschillend tijdstip is van introductie van het nieuwe wettelijke kader, is er een verschil in lengte betreffende de periode vóór het beschouwde tijdstip als de periode na het beschouwde tijdstip van introductie omtrent het nieuwe wettelijke kader in vergelijking met dezelfde tijdstippen?
- Over welke periode zelf wordt de ondernemingsperformantie van bedrijven gemeten? Welke periode wordt gekozen om de effectieve productiviteit te gaan meten?

2.4. Conclusies

Wanneer er dan effectief onderzoek werd uitgevoerd naar een al dan niet verschil in prestatievermogen van bedrijven, kunnen conclusies geformuleerd worden op basis van bovenstaand onderzoek. Deze conclusies zouden idealiter een antwoord moeten kunnen formuleren op de volgende vragen:

- Is er effectief een relevant verschil in performantie vóór en na het toepassen van een nieuw wettelijk kader in verband met een vrouwenquotum? Met andere woorden, is er een verschil in productiviteit indien meer vrouwen aanwezig zijn en daaropvolgend meer topfuncties bekleden in vergelijking met de productiviteit voordien?
- Zijn deze resultaten significant? Zijn er andere factoren die de oorzaak kunnen zijn voor al dan niet verschillen in prestatievermogen?

3. Gerechtelijke context

Aangezien het onderzoek duidelijk peilt naar prestaties binnenin en tussen bepaalde landen zelf, is er gekozen om te beginnen met een beeld te geven van de algemene gerechtelijke context in Europa om vervolgens te specificeren naar de wettelijke context in België en desbetreffende buurland(en).

3.1. Europa

Het is zonder enige twijfel onbetwistbaar dat bepaalde bevoegdheden van Europa al langdurige tijd gelijkheid op het gebied van mannen en vrouwen op dergelijk economisch vlak proberen na te streven. Niet alleen intensieve openbare debatten omtrent het glazen plafond bevestigen dit feit, maar ook de vele vrijwillige initiatieven op zowel nationaal als Europees niveau duiden op de (terechte) bezorgdheid op het vlak van balans en evenwicht tussen de beide geslachten (European Commission, 2012). Voornamelijk de recente resoluties van 6 juli 2011 en van 13 maart 2012 (European Parliament, 2011,2012) bekrachtigen de doorzetting aangaande gemengd leiderschap in (grote) ondernemingen. Met slechts een jaarlijkse stijging van 0,6 procentpunt van vrouwelijke bestuursleden in de periode 2003 en de daaropvolgende 10 jaar, blijkt weliswaar dat ondanks de vele inspanningen de vooruitgang van de situatie eerder onaanzienlijk was (European Commission, 2012). De geringe progressie was de cruciale reden voor de Europese Commissie om op 14 november 2012 een voorstel in te dienen met als doel sneller vooruitgang te boeken op het vlak van vertegenwoordiging van het vrouwelijk geslacht in hogere bestuursorganen. Voornamelijk de Luxemburgse politica en huidig Europees parlements lid Viviane Reding (tevens ook vicevoorzitter van de Europese Commissie verantwoordelijk voor justitie, burgerschap en grondrechten tijdens de periode 2010-2014) was hierbij de spilfiguur ("*Viviane Reding*", s.d.). Ook de toespraak van 8 oktober 2012 (European Commission, 2012) bevestigt haar belangrijke invloed. Het voorstel ingediend op 14 november 2012 voor een Europese richtlijn formuleerde het doel dat minstens 40% van de niet-uitvoerende bestuursleden van het ondervertegenwoordigde geslacht moest zijn. Bij het niet behalen van het voorgestelde quotum, was een geslacht neutrale en ondubbelzinnige analyse vereist voor alle kandidaten waarbij de kwalificaties van de participanten werd geëvalueerd. Voor beursgenoteerde ondernemingen werd 2020 als deadline vastgelegd, overheidsbedrijven werden verwacht te voldoen aan het quotum in 2018.

De argumentatie voor een positieve uitkomst van dergelijk wetsvoorstel komt voornamelijk als gevolg van de reeds hoopgevende en gunstige resultaten die geboekt werden door lidstaten waar al degelijke sprake is van bindende wetgeving aangaande de representativiteit van de hoogste bestuursorganen (European Commission, 2012). Weliswaar moet benadrukt worden dat er in de Europese context er tot op de dag van vandaag slechts sprake is van een akkoord van het Europees Parlement met gelijke vertegenwoordiging als doel. Ondanks talrijke pogingen tot wetgeving is er zodoende nog geen definitieve Europese richtlijn geformuleerd. Hieruit volgt dat voor verder onderzoek naar de wettelijke context voor de gekozen landen enkel en alleen kan worden gefocust op de gerechtelijke situatie van de desbetreffende landen zelf en er dus geen Europese ‘verplichtingen’ moeten nageleefd worden.

3.2. België

Ondanks het ontbreken van een effectieve wettelijke Europese richtlijn op het vlak van een vrouwenquotum, is het onterecht daaruit af te leiden dat de afzonderlijke lidstaten eveneens rechtsinstrumenten mankeren op het gebied van het evenwicht van bestuursraden. Hoewel verscheidene lidstaten insgelijks talrijke pogingen ondernamen de samenstelling van de bestuursraden in balans te brengen, bleek vooruitgang ook in deze afzonderlijke lidstaten miniem. Als reactie op deze minieme progressie en de bijkomende problematiek inzake gelijkheid tussen mannen en vrouwen, moet weliswaar vermeld worden dat bepaalde lidstaten – in tegenstelling tot Europa – wel degelijk geslaagd zijn in het realiseren van een concrete wetgeving betreffende een quota voor bepaalde ondernemingen die bijgevolg nageleefd moeten worden (European Commission, 2012). Naast 10 andere landen (Denemarken, Finland, Frankrijk, Griekenland, Italië, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Spanje), is ook België een van de lidstaten waar een wettelijk kader over deze problematiek is ontstaan. De wet van 28 juli 2011¹ die een wijziging toevoegt aan de wet van 21 maart 1991 schrijft het volgende voor:

“Ten minste één derde van de leden van de raad van bestuur die worden aangewezen door de Belgische Staat of door een door de Belgische Staat gecontroleerde vennootschap is van een ander geslacht dan dat van de overige leden”.

¹ Art. 18, §2bis van de wet van 21 maart 1991 betreffende de hervorming van sommige economische bedrijven

Het is bijgevolg duidelijk dat België wel degelijk een quota heeft ingevoerd om dergelijke balans te verkrijgen. Hoe dan ook is het noodzakelijk dat er expliciet vermeld wordt dat deze wet niet toepasbaar is voor alle ondernemingen op hetzelfde tijdstip. Daar waar bepaalde autonome overheidsbedrijven verplicht waren het quotum te respecteren vanaf 2012, is de inwerkingtreding van de wet van 28 juli 2011 voor grote beursgenoteerde ondernemingen pas vanaf 2017 en voor genoteerde kleine of middelgrote ondernemingen is de wet pas toepasbaar vanaf 2019. Voor het onderzoek is het logischerwijs duidelijk dat hoewel beursgenoteerde ondernemingen intuïtief een ruimer kader bieden dan andere instituten, er enkel en alleen kan geconcentreerd worden op bepaalde autonome overheidsbedrijven, daar er voor deze ondernemingen reeds een langere periode een verplichting is inzake de samenstelling van de bestuursraad. Het al dan niet naleven van de opgelegde verplichting gericht tot grote beursgenoteerde ondernemingen kan gecontroleerd worden, maar conclusies trekken omtrent significante productiviteitsverschillen tussen de verschillende geslachten in deze categorie van bedrijven blijkt intuïtief moeilijker haalbaar aangezien de periode niet lang genoeg is.

3.3. Buurland(en)

Zoals reeds vermeld zijn er verscheidene lidstaten waar er al sprake is van toegepaste wetgeving betreffende de representativiteit van beide geslachten in de hoogste bestuursorganen. Dit indiceert dat er nog een groot aantal lidstaten zijn waar er geen sprake is van wetgeving in verband met een quotum. Voor dit onderzoek wordt voornamelijk gefocust op België en de (Europese) buurlanden. In de volgende secties wordt de gerechtelijke context van deze buurlanden besproken en wordt vervolgens afgeleid of deze buurlanden voldoen aan de vereisten om onder de analyse van dit onderzoek te vallen.

3.3.1. *Duitsland*

Hoewel Duitsland een bepaalde vertraging onderging in vergelijking met andere lidstaten waar er reeds langere periode al sprake was van gerechtelijke verplichtingen, is er na een bikkelarde politieke strijd wel degelijk een wettelijk akkoord tot stand gekomen inzake de samenstelling van bestuursraden (ANP/Novum, 2014) (Segers, 2014). De latere aanpassing

van het wettelijk kader in vergelijking met andere landen is de reden waarom Duitsland bewust niet vernoemd werd in de bovenvermelde opsomming van lidstaten. De inwerkingtrede van de wet houdt in dat per 1 januari 2016 de 100 grootste beursgenoteerde Duitse bedrijven moeten voldoen aan een quotum van 30%. Deze drempel is gericht tot de samenstelling van de raden van toezicht in de bedrijven en het niet naleven van dit percentage op eender welke manier, heeft als gevolg een verbod om meer mannen te benoemen in het desbetreffende bestuur. Ook de Duitse bedrijven op de DAX 30-index (de Deutscher Aktienindex) worden verondersteld te voldoen aan deze drempel. De DAX 30-index is een performance-index en omvat de 30 grootste en meest liquide Duitse ondernemingen genoteerd op de *Frankfurt Stock Exchange* (“DAX”, s.d.). Bij deze bedrijven is eveneens een inspanning nodig om het vrouwenpercentage naar een hoger niveau te brengen teneinde te voldoen aan het nieuwe ingevoerde wettelijke quotum van 30%.

3.3.2. *Frankrijk*

Ook in Frankrijk is er wel degelijke sprake van een wetgeving (Lovells, 2014) (European Commission, 2012). De wet van 27 januari 2011 heeft duidelijk als doel een gebalanceerde representatie te krijgen van zowel mannen als vrouwen in bestuursraden. Om het doel van deze wet te verwezenlijken, werden twee kritieke tijdstippen geformuleerd. 1 januari 2014 werd vooropgesteld als eerste fundamentele tijdstip waar er ten minste een quotum van 20% behaald moest worden voor bepaalde bedrijven. Deze grens wordt naar een hoger niveau van 40% getild vanaf het tijdstip 1 januari 2017. Het niet naleven of falen in het behalen van deze quota, kan leiden tot een wettelijke sanctie met als gevolg het tenietdoen van de toegewezen in functie gestelde mandaten. Het is opnieuw noodzakelijk om hierbij te vermelden dat er sprake is van een bepaalde selectie van bedrijven die moeten voldoen aan deze voorgelegde quota op de desbetreffende tijdstippen. De wet is van toepassing en gericht tot zowel niet genoteerde als genoteerde (grote) bedrijven met een tewerkstelling van ten minste 500 personen en een omzet groter dan €50 miljoen.

Zoals in het geval van België, kan er andermaal vermeld worden dat het opmerken van significante productiviteitsverschillen vanaf het tijdstip 1 januari 2017 moeilijker haalbaar is gezien de korte lengte van de periode. Het is bijgevolg logisch dat er in het geval van Frankrijk gefocust wordt op de periode tussen 2014 en 2017 met een bindend quotum van

20%. Gezien de grotere lengte van de periode, kunnen mogelijk aanwezige beduidende verschillen in productiviteit worden opgemerkt.

3.3.3. Nederland

In het geval van Nederland is het verifieerbaar te vermelden dat er zodoende sprake is van bepaalde rechtsinstrumenten aanwezig in het wettelijk kader met als doel gelijkheid van geslachten te verwezenlijken (European Commission, 2012). De wet van 31 mei 2011 formuleert dat er voor grote bedrijven een verplichting is te streven naar een balans van 30% vertegenwoordiging van elk geslacht in de raden van bestuur en de raden van toezicht, dit vanaf de aanvang van het jaar 2016.

Een cruciaal en elementair punt in de bovenvermelde formulering is de betekenis van het woord ‘verplichting’. Hoewel kan geïnsinueerd worden dat de aangaande bedrijven effectief een bepaald quotum moeten behalen, is hier wettelijk geen plicht opgelegd betreffende het behalen van dat quotum. De plicht is wel degelijk gericht tot het uitvoeren van een welpassend en doelbewust beleid om gelijkheid na te streven. Dit indiceert niet dat het quotum moet behaald worden. De grens van 30% vernoemd in de wet is bijgevolg meer een streefdoel of streefcijfer dan een gerechtelijke verbintenis. Bedrijven die bovenstaande drempel niet behalen zijn justitieel niet wezenlijk in fout, mits het doorvoeren van een danig passende beleidsstrategie en rapporteringsplicht omtrent de gekozen samenstelling. Een aanpassing van de gerechtelijke context heeft wel degelijk plaatsgevonden, maar het feit dat er geen sprake is van een wettelijke verplichting is een belangrijk en indachtig element en moet in rekening gebracht worden bij het uitvoeren van de analyse.

3.3.4. Luxemburg

Voor het land Luxemburg is er (nog) geen aanpassing of wijziging gebeurd van de gerechtelijke context die als dusdanig verplichtingen oplegt inzake de samenstelling van de hoogste bestuursorganen (European Commission, 2012).

3.4. Relevantie uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders

In voorgaande sectie werd de gerechtelijke context in zowel België als buurlanden besproken. Bijkomend bij deze behandelde contexten is het nagaan op welke bestuursleden de desbetreffende wetgeving van toepassing is en de relevantie hiervan. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Om twijfel te voorkomen is het noodzakelijk te vermelden dat beide wel degelijk lid zijn van de bestuursraad. Het verschil is het al dan niet deelnemen aan uitvoerende taken. Niet-uitvoerende bestuurders hechten wel degelijk betekenis aan het feit dat er moet gehandeld worden in het belang van alle betrokken partijen, maar zullen, in tegenstelling tot uitvoerende bestuurders, niet deelnemen aan de dagdagelijkse managementtaken (*“Non-executive Director”*, s.d.). Kortweg en ietwat abstract gezegd, kan een uitvoerend bestuurder gezien worden als een medewerker en werkracht en een persoon meer gerelateerd aan de gang van zaken van het bedrijf in tegenstelling tot een niet-uitvoerend bestuurder. Een niet-uitvoerend bestuurder wordt meer gezien als iemand betrokken bij het plannen en al dan niet naleven van de bedrijfspolitiek, maar onafhankelijker en minder gerelateerd aan andere werknemers. Weliswaar dragen zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuursleden dezelfde legale verplichtingen en verantwoordelijkheden.

Ook in de wetgeving van bepaalde landen wordt dit onderscheid van verschillende bestuursleden in achtning genomen. In België bijvoorbeeld is de wet beschreven in voorgaande sectie van toepassing op zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuursleden. In Frankrijk echter wordt er voornamelijk gericht op de niet-uitvoerende bestuursleden (European Commission, 2012). De cruciale vraag hierbij is logischerwijze de relevantie van dit onderscheid en de invloed hiervan op de analyse en de resultaten van het onderzoek. Zoals eerder vermeld maken zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuursleden deel uit van de bestuursraad. Niettegenstaande is het noodzakelijk te vermelden dat er wel degelijk bepaalde significante verschillen kunnen ontstaan door dit onderscheid. Intuïtief kan immers aangevoeld worden dat wanneer een bepaald quorum in een deel van een totale groep moet worden behaald, de representativiteit van een bepaald aspect in de desbetreffende totale groep niet dezelfde zal zijn als wanneer een bepaald quorum behaald moet worden binnenin het aantal leden van de totale groep zelf. Om te verduidelijken worden de termen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurder gebruikt. Eenvoudigweg wordt er van uit gegaan dat deze twee

elementen samen de bestuursraad vormen, wat tevens gezien wordt als de totale groep. Wanneer een bepaalde wetgeving nu van toepassing is op zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuursleden, dan moet een bepaald quotum behaald worden binnen de totale groep, met andere woorden binnen de bestuursraad. Wanneer immers een vooropgestelde wetgeving van toepassing is op een bepaald deel van de bestuursraad, bijvoorbeeld de niet-uitvoerende bestuursleden, dan is het logisch dat de representativiteit van het vrouwelijk geslacht in de bestuursraad/totale groep in het eerste besproken geval groter zal zijn dan de representativiteit in het tweede besproken geval aangezien bij de laatst gemelde omstandigheid de uitvoerende bestuursleden nog moeten bij opgeteld worden om tot de volledige bestuursraad te komen. Daarbij aansluitend kan men nog zeggen dat het mogelijk is dat in bepaalde gevallen de bestuursraad meer bestaat uit uitvoerende bestuurders dan niet-uitvoerende bestuurders wat als gevolg nog een lagere representativiteit teweeg brengt. Er moet bijgevolg wel degelijk een bepaalde nuance toegevoegd worden wanneer de wetgeving van toepassing is op een deel van de bestuursraad. Gegeven dat Frankrijk het enige land van de boven besproken landen is waar de wetgeving niet van toepassing is op zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuursleden, is het dusdanig noodzakelijk een bepaalde nuance toe te voegen aan de resultaten verkregen voor Frankrijk.

3.5. Zelfregulering

Ter verduidelijking en vervolledigend kan vermeld worden dat ondanks het ontbreken van een definitief gebonden kader in bepaalde lidstaten, het foutief is ervan uit te gaan dat er sprake is van volledige vrijheid voor de bedrijven betreffende de samenstelling van de bestuursraden. Zelfregulering op basis een bepaalde ‘Corporate Governance Code’ kan dienen als alternatief voor normatieve overheidsregulering (“*Zelfregulering*”, s.d.). Corporate governance is het geheel van systemen, processen, praktijken en de daarbij horende regels inzake de genoemde aspecten waarop het beleid en de controle van een bedrijf is gebaseerd (“*Corporate Governance*”, s.d.). Logischerwijs is het mogelijk af te leiden dat de samenstelling van de bestuursraad hierbij een belangrijke factor is. Opnieuw moet weliswaar een onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende landen. Zoals in voorgaande sectie wordt hier andermaal gefocust op België en de buurlanden.

3.5.1. *België*

De *Belgische Corporate Governance Code 2009* (Corporate Governance Committee, 2009) is een tweede editie en vervangt/verbetert de eerste editie gepubliceerd in 2004. Deze is voornamelijk gericht naar de beursgenoteerde bedrijven maar kan als representatief kader gebruikt worden voor andere bedrijven ook (Commissie Corporate Governance, s.d.). Het belangrijkste concept waarop de code is gebaseerd is het ‘pas toe of leg uit’- principe. Het is bijgevolg duidelijk dat elke vrijwillige of noodgedwongen actie ondernomen door het bedrijf klaarblijkelijk verklaard moet worden en daaropvolgend onderbouwd moet zijn met krachtvolle argumenten. Negen principes aangevuld met richtlijnen en bepalingen worden uitvoerig besproken in de *Corporate Governance Code 2009* met als doel het realiseren van een beter corporate governance. Het tweede principe is in deze context het meest belangrijke aangezien er bij dit principe een bepaling vermeld wordt aangaande de samenstelling van de raad van bestuur. Principe 2 formuleert dat de vennootschap een efficiënte en doelbewuste raad van bestuur heeft en dat elke beslissing genomen in het belang moet zijn van de vennootschap. Voornamelijk kan uit de algemene formulering van het principe weinig afgeleid worden op het gebied van de samenstelling van de desbetreffende raad van bestuur. Weliswaar moet toegelicht worden dat elk principe in de corporate code opnieuw

verduidelijkt en gespecificeerd wordt aan de hand van een opsomming van richtlijnen en bepalingen. Bij principe 2 kan bijgevolg de volgende bepaling gevonden worden:

De samenstelling van de raad van bestuur dient te waarborgen dat beslissingen genomen worden in het vennootschapsbelang. Deze samenstelling wordt bepaald op basis van genderdiversiteit en diversiteit in het algemeen, alsook complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis. (Belgische Corporate Governance Code 2009, p. 13)

Aan de hand van deze formulering is het wel degelijk mogelijk af te leiden dat er bepaalde richtlijnen zijn aangaande de samenstelling van de raad van bestuur. Het is duidelijk dat er nadrukkelijk wordt vermeld dat de samenstelling moet gebeuren op basis van genderdiversiteit en tevens ook diversiteit in het algemeen. Hoewel in tegenstelling tot de wettelijke context geen vrouwenquotum expliciet wordt aangegeven in de code, wordt er wel degelijk vermeld dat zowel mannen als vrouwen in aanmerking (moeten) komen om bepaalde functies te bekleden. In de nabije toekomst kunnen eventuele wijzigingen van de Code 2009 plaatsvinden aangezien deze code herzien wordt in 2017 (Commissie Corporate Governance, 2016). De beslissing tot herziening is gebaseerd op zowel nieuwe nationale als Europese regelgeving en de huidige herziening van het Wetboek van Vennootschappen.

3.5.2. *Duitsland*

Vergelijkbaar met België is er ook in Duitsland sprake van een bepaalde Governance Code. De *Deutscher Corporate Governance Kodex* (Duitse Corporate Governance Code) is gericht tot Duitse beursgenoteerde ondernemingen en heeft als doel de betrouwbaarheid van de desbetreffende bedrijven uit te stralen naar alle betrokken partijen, zowel op nationaal als internationaal vlak (Regierungskommission, 2015). Transparantie is net zoals bij de Belgische code een sleutelconcept om dit te verwezenlijken. Verschillende elementen worden uitvoerig behandeld waarbij passende suggesties en aanbevelingen geformuleerd worden. Jaarlijks wordt de code herzien. Hoewel bepaalde nationale en internationale standaardaspecten betreffende gepast corporate governance worden uitgewerkt, zijn het andermaal de legale richtlijnen omtrent de samenstelling van de topbestuursorganen die van belang zijn in deze context. De Duitse code beschrijft uitdrukkelijk dat bij het vormen van de raad van bestuur, er

door de raad van toezicht bepaalde diversiteit indachtig moet worden genomen en het vrouwelijk geslacht wel degelijk moet overwogen worden om bepaalde functies te vervullen. Aanvullend daarbij is er een bepaalde rapporteringsplicht waarbij de compositie van de raad van bestuur moet worden toegelicht.

3.5.3. Frankrijk

De realisatie van de *Code AFEP-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* (AFEP/Medef Corporate Governance code) (AFEP-MEDEF, 2013) kwam als gevolg van een samenwerking tussen AFEP (Association Française des Entreprises Privées) en Medef (Mouvement des Entreprises de France). Vergelijkbaar met bovenvermelde landen is er opnieuw sprake van bepalingen en richtlijnen waarbij transparantie andermaal een belangrijke rol speelt. Verschillend van België en Duitsland is het feit dat er bij de corporate governance code van Frankrijk wel degelijk een bepaald quorum vernoemd wordt en hierbij verwezen wordt naar de desbetreffende wetsbepaling (Haut Comité De Gouvernement D'Entreprise, 2016). Er wordt zodoende dus verkondigd dat een vrouwenpercentage van 20% behaald moet worden binnen de eerste drie jaar. Zoals eerder vermeld wordt dit percentage opgetrokken naar een niveau van 40% voor de daaropvolgende drie jaren.

3.5.4. Nederland

In Nederland is er sprake van *De Nederlandse Governance Code* (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2016). Analoog aan de principes van de Belgische Corporate Governance Code is er ook in de Nederlandse code een bepaalde indeling waarin andermaal verschillende elementen betreffende de bedrijfspolitik worden besproken. Diversiteitsbeleid is insgelijks het belangrijkste aspect gezien dit perspectief. De raad van commissarissen, het bestuur en, indien aanwezig, het uitvoerend comité wordt aangemaand de relevante aspecten van diversiteit op het vlak van geslacht, opleiding, nationaliteit, beroepservaring en leeftijd indachtig te houden bij de samenstelling van de vermelde bestuursorganen. Indien niet voldaan wordt aan bepaalde diversiteitseisen, dan is een uitvoerige rapportering verplicht waarin zowel de samenstelling van de bestuursorganen als de doelstellingen en geboekte resultaten verder worden besproken. Indien nodig kunnen bij afwijkingen van het

diversiteitsbeleid vooropgestelde maatregelen worden getroffen om bepaald streefcijfer te halen binnen een bepaalde termijn.

3.5.5. *Luxemburg*

Tegenovergesteld aan de wettelijke context van Luxemburg, is er op het vlak van zelfregulering wel degelijk aansporing tot een bepaalde variëteit binnen de raad van bestuur op het vlak van geslacht. *Les dix Principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg* (The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange) behandelt tien principes met als doel de best mogelijke corporate governance structuur te realiseren voor de beursgenoteerde ondernemingen in Luxemburg (Société De La Bourse De Luxembourg, 2009). Het derde principe besproken in de lijst van tien principes is gerelateerd aan de diversiteit binnen de samenstelling van beleidsinstrumenten. Net zoals in het geval van België worden de principes onderverdeeld in verscheidene bepalingen en richtlijnen. Een van deze richtlijnen beschrijft uitdrukkelijk dat in zoverre het mogelijk is, de beide geslachten een gelijke representatie moeten hebben in de raad van bestuur. Belangrijk is hierbij op te merken dat bepaalde samenstelling andermaal niet verplicht is. Gegeven een bepaalde context is het bijgevolg wel degelijk mogelijk dat een duidelijke ondervertegenwoordiging van een bepaald geslacht aanwezig is.

4. Selectie van bedrijven

Zoals eerder vermeld is na het beschrijven van de gerechtelijke context in zowel Europa als de afzonderlijke lidstaten, de selectie van bedrijven de volgende stap in het onderzoeksplan. Niettegenstaande een grote categorie van bedrijven onder de analyse van het onderzoek kunnen vallen, kan afgeleid worden dat het al dan niet bindend karakter van de wettelijke context van bepaalde lidstaten deze grote categorie significant doet inkrimpen.

Om een specifieke selectie van bedrijven te verkrijgen, wordt gebruikgemaakt van Orbis Europe (opgesteld door Bureau Van Dijk). Orbis Europe is een zeer uitgebreide database waarin zowel bedrijfs- als financiële gegevens kunnen gevonden worden van ongeveer 170 miljoen bedrijven (Bureau Van Dijk, s.d.). Met behulp van een filter op basis van specifieke ondernemingseigenschappen is het mogelijk een selectie van bedrijven te verkrijgen met een overeenkomstig bedrijfsprofiel of onderworpen aan dezelfde criteria. Wanneer dergelijke filter wordt gebruikt, zal dit expliciet vermeld worden teneinde verduidelijking te creëren. Uiteraard kunnen aspecten vermeld in de gerechtelijke context een hulpmiddel zijn bij het opstellen van dergelijke filter.

Hierbij is het eveneens belangrijk te vermelden dat wijzigingen in de gegevens van de database regelmatig worden aangebracht. Wanneer immers nieuwe gegevens beschikbaar zijn, is het logisch dat de database deze nieuwe gegevens bevat. Het is dus noodzakelijk hierbij te vermelden dat het toepassen van de criteria in de volgende secties geformuleerd kunnen resulteren in een verschillende lijst van bedrijven afhankelijk van het toekomstige tijdstip van het toepassen van de criteria.

4.1. België

De sectie aangaande de gerechtelijke context in België beklemtoont meteen bepaalde aspecten op basis waarvan een selectie kan worden gerealiseerd. Weliswaar moet vermeld worden dat naast de autonome economische overheidsbedrijven, ook de Nationale Loterij expliciet vermeld wordt als entiteit die moet voldoen aan de wettelijke verplichtingen per 1 januari 2012. De filter gebruikt om tot een selectie van bedrijven te komen wordt hieronder besproken.

Logischerwijs is het desbetreffende land al een eerste criterium om een eerste schifting door te voeren:

Location → World region / Country / Region in country → Belgium (BE)

Vervolgens kan een bijkomend criterium worden toegevoegd met als resultaat een selectie van enkel overheidsbedrijven:

Ownership date → Companies owned by an Ultimate Owner → State-Owned Enterprises → Belgium (BE)

Een lijst van 611 bedrijven is het resultaat wanneer de bovenstaande criteria worden gecombineerd. Intuïtief is het logisch af te leiden dat niet alle 611 ondernemingen afzonderlijk kunnen geanalyseerd worden. Dit is weliswaar ook niet nodig. Hoewel niet meteen benadrukt in de sectie waarin de gerechtelijke context van België wordt besproken, wordt duidelijk en expliciet vermeld in de wet van 28 juli 2011 dat sommige autonome overheidsbedrijven moeten voldoen aan het quotum (Instituut voor de gelijkheid van vrouwen en mannen, 2016). Dit indiceert dat niet alle overheidsbedrijven van toepassing zijn voor de analyse van dit onderzoek. Voor België wordt op basis van het bindende karakter van de wetgeving de volgende selectie van bedrijven verkregen:

1. De Nationale Loterij
2. Proximus (Belgacom)
3. Belgocontrol
4. Bpost
5. Infrabel
6. NMBS
7. NMBS Holding

4.2. Duitsland

Analoog aan België biedt ook de gerechtelijke context in Duitsland een mogelijkheid om reeds een specifieke selectie van bedrijven tot stand te brengen. Gegeven het feit dat ook bij de Duitse bedrijven op de DAX 30-index een noemenswaardige stijging omtrent het percentage vrouwen noodzakelijk is om te voldoen aan de legale verplichtingen, voldoen deze bedrijven aan de gewenste eisen van de analyse. Bovendien worden deze bedrijven gezien als het meest liquide en tevens ook de bedrijven met de hoogste beurswaarde en het hoogste transactievolume (“DAX”, s.d.) wat de representatieve kwaliteit van de selectie voor Duitsland optimaliseert. Om de selectie van de vermelde Duitse bedrijven te verkrijgen wordt de volgende filter gebruikt in de Orbis Europe database:

Stock data → Indices → DAX (DEUTSCHER AKTIENINDEX)

Zoals de naam indiceert, is een lijst van 30 entiteiten het resultaat van bovenstaande filter. Het is weliswaar noodzakelijk hierbij meteen te vermelden dat vele bedrijven van deze lijst onmogelijk kunnen onderworpen worden aan de analyse van dit onderzoek. Zoals eerder vermeld kwam de wijziging van de wettelijke context in Duitsland later tot stand in vergelijking met andere lidstaten. Bedrijven werden verplicht per 1 januari 2016 te voldoen aan het vooropgestelde quotum. Wanneer de lijst globaal wordt overlopen blijkt dat de meest recente en beschikbare gegevens van bepaalde bedrijven deze zijn van het jaar 2015. Het is bijgevolg logisch dat deze bedrijven niet kunnen geanalyseerd worden aangezien geen gegevens van het jaar 2016 kunnen worden gevonden in de database van dergelijke bedrijven. Een bijkomend criterium moet daarom geformuleerd worden:

*Accounts type & availability → Availability of accounts → Latest year of accounts
→ 2016*

Toepassen van beide criteria resulteert in een lijst van 27 bedrijven. De namen van deze bedrijven kunnen teruggevonden worden in de bijlagen.

4.3. Frankrijk

Aangezien niet meteen een bepaalde index expliciet vermeld wordt in de sectie van de gerechtelijke context van Frankrijk, wordt een gelijkaardig startcriterium opgesteld zoals het criterium bij de selectie van bedrijven in België:

Location → World region / Country / Region in country → France (FR)

Ook bij Frankrijk is het mogelijk om op basis van de sectie waarin de gerechtelijke context wordt besproken bijkomende criteria te formuleren. Zoals eerder vermeld is het vooropgestelde quotum wettelijk verplicht voor bedrijven met een omzet van minstens €50 miljoen per 1 januari 2014. Om op basis van deze informatie een (voorlopige) selectie te verkrijgen, wordt de volgende specificatie opgesteld:

Financial Data → Key financials

Vervolgens moet de juiste informatie worden verschaft in de gegeven velden. Een belangrijk punt hierbij is in welk specifiek jaar er wordt gefocust op de gerealiseerde omzet. Gegeven het feit dat 1 januari 2014 het sleutelmoment is voor bedrijven, is de omzet in de jaren ervoor van belang aangezien op basis van deze gegevens beslist wordt of er al dan niet verplichting is omtrent het behalen van het quotum. Indien er immers geen omzet van €50 miljoen wordt behaald is er geen wettelijke verplichting. Bedrijven met een omzet groter dan of gelijk aan €50 miljoen in het jaar 2013 zijn verplicht het quotum van 20% te behalen. De omzet in het jaar 2013 is bijgevolg cruciaal. Het belang van de jaren ervoor kan gerelativeerd worden. Een voorbeeld verduidelijkt de relativiteit van de jaren voorheen. Het is mogelijk dat een bedrijf in het jaar 2012 (en eventueel de jaren daarvoor) een lagere omzet heeft gerealiseerd en bijgevolg ervan uitgaat het niet boven de grens van €50 miljoen zal gaan in het daaropvolgende jaar. Weliswaar kan het zijn dat tegen alle verwachtingen in de grens van €50 miljoen toch wordt bereikt. Niettegenstaande waarschijnlijk goed onderbouwde argumenten kunnen aangehaald worden door desbetreffende bedrijven waarom in dergelijk geval geen rekening werd gehouden aangaande het halen van het opgelegde quotum, blijven de wettelijke sancties dezelfde. Als kan aangetoond worden dat een omzet van minstens €50 miljoen werd gerealiseerd in het jaar 2013, dan moeten de wettelijke voorschriften worden nageleefd.

Eenvoudigweg en simplistisch uitgedrukt, kan met andere woorden worden gezegd dat een omzet van €1 miljoen in het jaar 2012 geen geldig argument is om niet aan de wettelijke verplichting te voldoen wanneer in het daaropvolgende jaar (2013) een omzet van minstens €50 miljoen werd gerealiseerd. Een gedetailleerde en uitvoerige scenario analyse is door vakkundige experts noodzakelijk om dergelijke perspectieven in te zien en zich indien nodig aan te passen om wettelijke sancties te voorkomen. Volgende gegevens worden bijgevolg ingevuld:

Select a variable: *Operating revenue (Turnover)*
Select a currency: *th EUR*
Select periods: *Absolute years → 2013*
Criteria to be valid: *at least one of the selected years*
Search on values: *Value Minimum 50000 th*

Bij bovenstaande specificatie moeten bepaalde aspecten worden opgemerkt.

Eerst en vooral staat de ‘th’ symbool voor duizendtallen. Wanneer bijgevolg bedoeld wordt een lijst van bedrijven te verkrijgen met een omzet van minimum €50 miljoen, dan komt dit overeen met het plaatsen van 50 000 th.

Vervolgens is er weliswaar een mogelijkheid dat bedrijven na het jaar 2013 een lagere omzet realiseren in vergelijking met de grenswaarde. Niettegenstaande wordt daarom de samenstelling van de hoogste bestuursorganen niet per se meteen aangepast. Op basis van het laatste argument wordt daaropvolgend een bijkomende veronderstelling gemaakt. Indien bedrijven dienen te voldoen aan het wettelijk quotum van 20% vanaf het moment 1 januari 2014, wordt verder verondersteld dat het quotum werd behouden in de daaropvolgende jaren en bijgevolg de representativiteit van beide geslachten in de hoogste bestuursorganen ongewijzigd bleef.

Laat het duidelijk zijn dat bedrijven die in de jaren na 2013 een omzet realiseren van minstens €50 miljoen eveneens dienen te voldoen aan het wettelijke quotum in de daaropvolgende jaren. Weliswaar worden bedrijven met dergelijke omzet in latere jaren buiten beschouwing gelaten. De analyse van dit onderzoek peilt naar de verschillen in ondernemingsprestatie en daarbij horende evoluties in bepaalde aspecten. Om een dergelijke evolutie of trend waar te

nemen is het optimaler een periode van langere duur te gebruiken. Omwille van deze reden komen enkel de bedrijven onderworpen aan de wetgeving per 1 januari 2014 in aanmerking. Om dusdanig een langere periode van gegevens te voorzien wordt eveneens een bijkomend criterium opgesteld analoog aan een specificatie opgesteld bij de selectie van Duitse bedrijven:

*Accounts type & availability → Availability of accounts → Latest year of accounts
→ 2016*

In de gerechtelijke sectie betreffende Frankrijk wordt nog een laatste precisering vermeld aangaande het aantal werknemers. Een tewerkstelling van ten minste 500 personen is eveneens een noodzakelijke vereiste om te spreken van een wettelijke verplichting:

*Number of Employees → Select periods: Absolute years → 2013
Criteria to be valid: at least one of the selected years
Search on values: Value minimum 500*

Het resultaat van de vermelde criteria samen is een lijst van 209 bedrijven. Andermaal kunnen de namen van deze bedrijven teruggevonden worden in de bijlagen.

Niet onbelangrijk om te vermelden is het feit dat de Orbis Europe database bij zowel het criterium aangaande omzet en het criterium aangaande tewerkstelling automatisch de bedrijven uitsluit waarvan er geen recente financiële data kan worden teruggevonden in de database. De verkregen selectie kan dus met andere woorden groter zijn maar opnieuw is een gegevenstekort de oorzaak van een beperktere selectie.

4.4. Nederland

Hoewel in het geval van Nederland eerder sprake is van een streefcijfer in plaats van een wettelijke verplichting, wordt een analoge selectie doorgevoerd. Opnieuw is het eerste criterium om een selectie te verkrijgen gebaseerd op de locatie:

Location → World region / Country / Region in country → Netherlands (NL)

Vervolgens kan zoals analoog aan de andere landen een criterium opgesteld worden op basis van de informatie vermeld in de gerechtelijke context. Analoog aan Duitsland wordt ook in het geval van Nederland de aanvang van het jaar 2016 gezien als cruciaal tijdstip. Omwille van die reden worden bedrijven zonder financiële gegevens van 2016 uit de selectie gelaten:

Accounts type & availability → Availability of accounts → Latest year of accounts → 2016

Vervolgens kan een criterium opgesteld worden op basis van de grootte. De gerechtelijke context beschrijft immers dat voornamelijk gefocust wordt op grote bedrijven om een passend beleid door te voeren met als doel het streefcijfer te behalen. Hoewel een schifting kan gebeuren op enkel de grootte (*very large, large, medium sized, small*), is het mogelijk eveneens de status betreffende recente financiële gegevens ook hierin te betrekken:

Category of companies → By size and status → Very large & large companies, active with recent detailed financials

Hieruit blijkt duidelijk dat zowel de grootte als de beschikbaarheid van gegevens verwerkt zijn. De beschikbaarheid van gegevens wordt bepaald op basis van het al dan niet bestaan van een bepaalde waarde voor de totale activa in de afgelopen 36 maanden.

Vervolgens kan nog een criterium opgesteld worden waarbij enkel gefocust wordt op de hele grote bedrijven. Dit kan simpelweg gerealiseerd worden door nog een schifting op basis van enkel de grootte door te voeren waarbij ditmaal geen rekening wordt gehouden met de status:

Category of companies → By size → Very large companies

Op basis van de informatie gegeven in de gerechtelijke context van Nederland wordt met behulp van de database bijgevolg een lijst verkregen van 277 bedrijven. De namen zijn net zoals in het geval van Duitsland en Frankrijk terug te vinden in de bijlagen.

5. Onderzoek naar ondernemingsperformantie

5.1. Prestatie indicatoren

Eenmaal een gepaste selectie van bedrijven voor de afzonderlijke landen is verkregen, kan overgegaan worden naar de effectieve analyse. Voor de analyse kan gekozen worden tussen een horizontale analyse of een verticale analyse (Ooghe, Vander Bauwhede, & Van Wymeersch, 2012). Horizontale analyse laat toe een bepaalde evolutie of trend te visualiseren van welbepaalde gekozen financiële gegevens over de tijd heen. Verticale analyse daarentegen beklemtoont meer het relatieve percentage van een bepaald aspect ten opzichte van de totale activa of totale passiva in een bepaald jaar. Aangezien het onderzoek peilt naar het al dan niet ontdekken van cruciale wijzigingen in bedrijfsgegevens vanaf een bepaald tijdstip, is het logisch dat een horizontale analyse de voorkeur geniet. Niettegenstaande kan een wijziging in relatieve percentages eveneens van belang zijn om opmerkelijke structuurwijzigingen te achterhalen. Om alsnog een eventuele structuurwijziging te detecteren met behulp van een horizontale analyse, worden gepaste ratio's gekozen en wordt de evolutie van de desbetreffende ratio's over de tijd heen geanalyseerd. Niet onbelangrijk om hierbij op te merken is het feit dat relatieve percentages doorheen het onderzoek worden gebruikt in tegenstelling tot absolute cijfers. De impact van dezelfde wijziging verschilt immers ten opzichte van het bedrag waar een wijziging optreedt. Met andere woorden, een wijziging van 1 eenheid ten opzichte van een bedrag van 50 eenheden impliceert een grotere relatieve wijziging van 1 eenheid op een bedrag van 100 eenheden niettegenstaande de absolute waarde van de verandering dezelfde is in beide gevallen. Omwille van die reden wordt telkens de wijziging relatief uitgedrukt ten opzichte van het jaar ervoor. Indien van dit principe wordt afgeweken voor bepaalde ratio's, wordt dit uitdrukkelijk vermeld.

Alvorens over te gaan naar de effectieve analyse, is het noodzakelijk de geschikte en tevens adequate indicatoren te bepalen. Hoewel tal van verscheidene prestatie indicatoren kunnen worden bepaald, is het noodzakelijk te vermelden waarom dergelijke indicatoren worden gekozen en welke voordelen ze bieden in vergelijking met andere concepten. In de volgende delen worden bepaalde belangrijke concepten verder besproken en worden de daarbij horende prestatie indicatoren geformuleerd.

5.1.1. Winst vóór belastingen

Vooraleer uitvoerig gefocust wordt op specifieke en gedetailleerde ratio's, kan een eerste indicatie van een verandering eventueel gevonden worden door een globale inspectie door te voeren van de winst gerealiseerd door het bedrijf. Logischerwijs is het mogelijk dat geen winst maar een verlies werd gerealiseerd door een bedrijf. Aangezien een verlies hetzelfde begrip is als een negatieve winst, wordt eenvoudigweg in de volgende delen dan ook enkel gesproken van winst waaronder negatieve winst eveneens een optie is.

Het al dan niet significant wijzigen van de gerealiseerde winst ten opzichte van het jaar voorheen, kan een eerste aanduiding zijn van een positieve of negatieve invloed van het invoeren van het quotum. De hoogste bestuursorganen dienen immers efficiënte en effectieve beslissingen te nemen indien er problemen blijken te zijn in verband met de gemaakte winst. Hoewel de omzet een andere globale indicator zou kunnen zijn, wordt toch geopteerd om voornamelijk te concentreren op de winst. Een eerste reden hiervoor is het feit dat de omzet of de bedrijfsopbrengsten al geïmplementeerd zijn bij het berekenen van de winst zelf (Ooghe et al., 2012). Daar bijkomend is het belangrijk te melden dat de berekening van de winst andere opbrengsten en kosten omvat dan enkel de resultaten betreffende bedrijfsoperaties. Zowel financiële als uitzonderlijke opbrengsten en kosten worden eveneens in rekening gebracht. De beslissingen genomen door de hoogste posities in een bedrijf zijn immers niet enkel gericht tot de kern van de bedrijfsoperaties. Het investeren in bepaalde financiële vaste activa is een voorbeeld van een beslissing los van de welbepaalde kernoperaties. Omwille van het alomvattend karakter wordt dus geopteerd te concentreren op de winst in plaats van de omzet.

Het is belangrijk hierbij te vermelden dat de winst vóór belastingen in aanmerking komt en niet de winst na belastingen. Aangezien verschillende bedrijven van verschillende landen worden geanalyseerd, kunnen andere boekhoudkundige regels van toepassing zijn en daarbij eventueel een ander belastingregime. Bovendien kan het bedrag waarop belastingen wordt berekend anders zijn dan de gerealiseerde winst voor belastingen. In België is een wijziging van het belastbare bedrag bijvoorbeeld mogelijk als gevolg van een onttrekking aan of een overboeking naar de belastingvrije reserves (Ooghe et al., 2012). De verschillen als gevolg van een analyse van bedrijven uit meerdere landen is bijgevolg de reden waarom de winst vóór belastingen wordt vergeleken in plaats van de winst na belastingen.

5.1.2. Rendabiliteit

Wanneer bepaalde gerealiseerde opbrengsten en de daarmee bepaalde kosten vergeleken worden ten opzichte van een bepaald geïnvesteerd vermogen, spreekt men van rendabiliteit (Ooghe et al., 2012). Belangrijk hierbij op te merken dat er wel degelijk sprake is van opbrengsten en kosten en niet van inkomsten en uitgaven (Claessens&Van den Brande, s.d.). In het laatste geval is het concept liquiditeit meer van toepassing dan rendabiliteit. Liquiditeit wordt in een volgende sectie verder behandeld. Rendabiliteit is belangrijk aangezien het al dan niet goede beslissingen reflecteert betreffende efficiëntie en/of bepaalde investeringen. Tevens kan het dienen als hulpmiddel bij het maken van bepaalde investeringsbeslissingen. Het al dan niet maken van opmerkelijke investeringen wordt gereflecteerd in wijzigingen aan de activazijde van de balans. Er kan een onderscheid gemaakt worden naar gelang de aspecten waarvan de rendabiliteit wordt berekend (Ooghe et al., 2012) (Claessens&Van den Brande, s.d.). Hoewel een analyse van de rendabiliteit van de verkopen eveneens mogelijk is, wordt voornamelijk gefocust op de rendabiliteit van de activa en de rendabiliteit van het eigen vermogen (Ooghe et al., 2012). Dit omwille van het feit dat voornamelijk structuurwijzigingen en de impact van beleidsbeslissingen het meest tot uiting komen bij de laatstgenoemde rendabiliteitsaspecten (Beroepsinstituut van erkende Boekhouders en Fiscalisten, 2013).

De *rendabiliteit van de activa* laat toe het resultaat in verhouding tot de totale activa te vergelijken. Afhankelijk van het gebruikte resultaat kan een onderscheid gemaakt worden tussen brutorendabiliteit en nettorendabiliteit. Bij de brutorendabiliteit wordt het EBITDA of brutoresultaat vóór niet-kaskosten, vóór financiële kosten en vóór belastingen gebruikt. Bij nettorendabiliteit wordt gebruik gemaakt van het EBIT of nettoresultaat na niet-kaskosten, vóór financiële kosten en vóór belastingen (*“Hfstk 7: Rentabiliteit”*, s.d.). Onder niet-kaskosten worden de kosten geplaatst zonder bepaalde kasuitgaven. Afschrijvingen en waardeverminderingen zijn beiden voorbeelden van niet-kaskosten. Hoe dan ook moet benadrukt worden dat de begrippen geplaatst onder niet-kaskosten wel degelijk van belang zijn bij het maken van bepaalde investeringsbeslissingen. Beduidende niet-kaskosten kunnen de brutorendabiliteit immers aanzienlijk doen dalen. Om het belang en de invloed van deze kosten eveneens te beklemtonen, wordt gekozen om gebruik te maken van de nettorendabiliteit, waarbij de aftrek van de niet-kaskosten in rekening wordt gebracht. De

Orbis Europe database bevat zowel het EBIT als de totale activa van de bedrijven en maakt het mogelijk de volgende ratio te berekenen:

$$\text{Nettorendabiliteit van de totale activa} = \frac{EBIT}{\text{totale activa}}$$

Aangezien de database eveneens waarden bevat voor het netto inkomen, kan de bekende rendabiliteitsindicator ROA (Return On Assets) berekend worden:

$$\text{Return on assets} = \frac{\text{netto inkomen}}{\text{totale activa}}$$

De procentuele waarde voor deze ratio is eveneens beschikbaar in de database waardoor een handmatige berekening overbodig wordt.

Voor de *rendabiliteit van het eigen vermogen* kan een analoge redenering gevolgd worden. Weliswaar wordt een gekozen resultaat in het laatste geval in verhouding geplaatst ten opzichte van het eigen vermogen in plaats van de totale activa. De winst vóór of na belastingen wordt meestal in de teller geplaatst. Opnieuw kan de argumentatie gegeven in de sectie waarin de winst als aparte indicator wordt behandeld, gebruikt worden om de winst vóór belastingen te prefereren tegenover de winst na belastingen. De volgende ratio kan bijgevolg worden geformuleerd:

$$\text{Nettorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen} = \frac{\text{winst vóór belastingen}}{\text{eigen vermogen}}$$

Ook in dit geval is de procentuele waarde van de ratio gegeven en wordt een handmatige berekening andermaal overbodig.

Opnieuw kan een andere bekende rendabiliteitsindicator geanalyseerd worden gerelateerd aan het eigen vermogen ("*Net Income*", s.d.). De ROE (Return On Equity) kan teruggevonden worden in de database en wordt als volgt berekend:

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{netto inkomen}}{\text{eigen vermogen}}$$

Zoals eerder vermeld helpen de rendabiliteitsratio's bepaalde beleids- en investeringsbeslissingen te reflecteren. Wanneer significante wijzigingen in deze ratio's voorkomen na het invoeren van een al dan niet bindend quotum, kunnen deze wijzigingen deels te wijten zijn aan een verandering van de samenstelling van de hoogste bestuursorganen.

5.1.3. *Liquiditeit*

Ook liquiditeit is een belangrijk aspect aangaande de ondernemingsprestatie. Zoals eerder vermeld heeft liquiditeit betrekking tot de kasinkomsten en de kasuitgaven (Claessens & Van den Brande, s.d.). Hoewel bepaalde twijfel kan ontstaan, is het belangrijk te melden dat liquiditeit en rendabiliteit wel degelijk verschillende begrippen zijn. Een bedrijf kan op basis van bepaalde investeringsbeslissingen rendabel zijn, maar tegelijkertijd liquiditeitsproblemen vertonen (Ooghe et al., 2012). Wanneer de opbrengsten voldoende zijn om de desbetreffende kosten te dragen, is een bedrijf rendabel. Niettegenstaande kan het moment van inname van de opbrengsten later vallen dan bepaalde verplichte uitgaven. Alhoewel het bedrijf positieve rendabiliteit vertoont, is er in dit opzicht eveneens sprake van illiquiditeit. Op basis van deze argumentatie is het met andere woorden belangrijk eveneens de liquiditeitspositie van een bedrijf te onderzoeken en de daarbij horende significante wijzigingen na het invoeren van een al dan niet bindend quotum.

Eenvoudigweg kan liquiditeit gezien worden als de mate waarin een bedrijf capabel is bepaalde kasmiddelen te genereren en daarmee bepaalde betalingsverplichtingen af te lossen. In tegenstelling tot rendabiliteit wordt voornamelijk gewerkt met een korte tijdshorizon. Een welgekende ratio met betrekking tot liquiditeit is de *current ratio*, ook wel de liquiditeitsratio in ruime zin genoemd (Ooghe et al., 2012). Deze ratio reflecteert de mogelijkheid om met de (beperkte) vlottende activa de schulden op korte termijn te kunnen aflossen (*"Liquiditeit berekenen"*, 2017). De waarde van deze ratio ligt idealiter boven de waarde 1. Een grotere waarde dan 1 betekent immers het kunnen aflossen en betalen van het vreemd vermogen op korte termijn. Boekhoudkundig omvatten de vlottende activa de vorderingen (zowel op korte als op lange termijn), de voorraden en bestellingen in uitvoering, geldbeleggingen, liquide middelen en overlopende rekeningen. Wanneer de vorderingen op meer dan een jaar worden weggelaten, wordt er gesproken van de beperkte vlottende activa, ook gekend als de som van

de realiseerbare activa en liquide middelen (Ooghe et al., 2012) (Digital Agency Bronso, 2014). De volgende verhouding reflecteert de current ratio:

$$\text{Current ratio} = \frac{(\text{beperkte}) \text{ vlottende activa}}{\text{vreemd vermogen (schulden) op korte termijn}}$$

Zoals de waarde van vele andere ratio's, is ook de waarde van de current ratio gekend in de Orbis database.

Eveneens gelinkt aan de liquiditeit is *het nettobedrijfskapitaal*. Het nettobedrijfskapitaal dient als een maatstaf voor een al dan niet globaal evenwicht in de maturiteitsstructuur van de balans (Ooghe et al., 2012). Er zijn verschillende manieren om het nettobedrijfskapitaal te berekenen. Zowel elementen aan de actiefzijde als elementen aan de passiefzijde van de balans kunnen worden gebruikt:

$$\text{Nettobedrijfskapitaal} = (\text{beperkte}) \text{ vlottende activa} - \text{vreemd vermogen op korte termijn}$$

$$\text{Nettobedrijfskapitaal} = \text{permanent vermogen} - (\text{uitgebreide}) \text{ vaste activa}$$

Het is duidelijk dat de eerste benadering dezelfde elementen gebruikt als bij de current ratio. Opnieuw is er sprake van voldoende liquiditeit indien de (beperkte) vlottende activa groter blijken dan het vreemd vermogen op korte termijn. De tweede benadering hecht meer belang aan de wijze van financiering. Het permanent vermogen bevat het eigen vermogen en het vreemd vermogen (schulden) op lange termijn. Wanneer een negatief nettobedrijfskapitaal wordt vastgesteld, kan bijgevolg worden afgeleid dat de (uitgebreide) vaste activa deels worden gefinancierd met schulden op korte termijn (Ooghe et al., 2012). Deze situatie kan een grote impact hebben op de liquiditeitspositie van het bedrijf. Een analyse van het nettobedrijfskapitaal is bijgevolg belangrijk.

Vervolledigend kan eveneens de *cashflow* geanalyseerd worden. Deze vormt de link tussen de rendabiliteit en de liquiditeit van een bedrijf (Ooghe et al., 2012) (Claessens&Van den Brande, s.d.). Niettegenstaande er rekening wordt gehouden met het moment van inning of

betaling van bepaalde kasstromen, bevat de cashflow eveneens andere elementen. Beslissingen in verband met (de)financiering of (des)investeringen kunnen de kaspositie van een bedrijf alsnog beïnvloeden. Daar waar de winst voornamelijk kan gezien worden als een indicatie van rendabiliteit, wordt de cashflow meestal gezien als de mogelijkheid tot al dan niet zelffinanciering. Een negatieve cashflow impliceert dat extra financiële middelen vereist zijn.

Het is ondertussen duidelijk dat een onderzoek van de liquiditeit van een bedrijf van belang kan zijn om bepaalde structuurwijzigingen van de balans te detecteren. Wanneer dergelijke aanpassingen in de balansstructuur gedetecteerd worden na het invoeren van een nieuw wettelijk kader, kunnen deze aanpassingen andermaal deels te wijten zijn aan een verandering betreffende de samenstelling van beleidsorganen.

5.1.4. Solvabiliteit

Naast rendabiliteit en liquiditeit kunnen ook wijzigingen met betrekking tot de solvabiliteit geanalyseerd worden. In tegenstelling tot liquiditeit wordt bij solvabiliteit eveneens rekening gehouden met het vreemd vermogen op langere termijn. De ratio's met betrekking tot solvabiliteit hebben voornamelijk als doel het nagaan of een bedrijf in staat is de aangaande financiële verplichtingen te kunnen betalen (Ooghe et al., 2012). De solvabiliteitsratio's zijn voornamelijk schuldgraadratio's of dekkingsratio's (Peavler, 2017).

Een eerste schuldgraadratio heeft betrekking tot de *financiële onafhankelijkheid* van een bedrijf. Hierbij wordt het percentage van het eigen vermogen relatief uitgedrukt ten opzichte van het totaal vreemd vermogen. Het eigen vermogen bevat zowel alle soorten kapitaal als alle andere mogelijke vermogens van aandeelhouders. Het totaal vreemd vermogen bevat zowel het vreemd vermogen op korte termijn als het vreemd vermogen op lange termijn. De ratio aangaande de financiële onafhankelijkheid wordt als volgt geformuleerd:

$$\text{Relatief percentage eigen vermogen} = \frac{\text{eigen vermogen}}{\text{totaal vreemd vermogen}}$$

Een negatieve wijziging van deze ratio over de tijd heen, kan logischerwijs nefaste gevolgen hebben voor de status van het bedrijf. Eng gezien kan een daling van de financiële onafhankelijkheid immers opgevat worden als een kleinere bescherming voor de schuldeisers. Weliswaar worden bepaalde andere elementen geïmplementeerd om bescherming te verzekeren (Ooghe et al., 2012). De waarde van deze ratio kan teruggevonden worden in de databasegegevens.

Analoog kan de *algemene schuldgraad* van een bedrijf berekend worden. In tegenstelling tot de financiële onafhankelijkheid wordt in dit geval de verhouding omgekeerd en het totale vreemd vermogen relatief geplaatst ten opzichte van het eigen vermogen. Het is intuïtief duidelijk dat een lagere schuldgraad gepaard gaat met een hogere graad van financiële onafhankelijkheid en omgekeerd. Omwille van die reden wordt de verhouding totaal vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen niet geanalyseerd aangezien deze tot dezelfde conclusies zou leiden als een analyse van de financiële onafhankelijkheid.

Het is noodzakelijk te melden dat de algemene schuldgraad of de financiële onafhankelijkheidsindicator eveneens gezien kunnen worden als een indicator voor het financieel risico (Ooghe et al., 2012). Financiering met vreemd vermogen gaat immers gepaard met een vaste financieringskost. Anticiperend op het financieel risico kan een bijkomende dekkingsratio geformuleerd worden. De *dekking van het totaal vreemd vermogen door de cashflow* wordt vaak gebruikt als indicatie aangaande het al dan niet kunnen terugbetalen van de aangegane schulden door middel van cash verworven tijdens de exploitatieperiode. Hierbij wordt de cashflow in de teller geplaatst en het totaal vreemd vermogen in de noemer:

$$\text{Dekking vreemd vermogen door cashflow} = \frac{\text{cashflow}}{\text{vreemd vermogen}}$$

Hoe groter de waarde van deze ratio, des te groter de schuldaflossingscapaciteit. Hoewel ook de winst of het bedrijfsresultaat kunnen gebruikt worden, wordt bewust gekozen om de cashflow op te nemen in de teller. Zoals eerder vermeld houdt de cashflow wel degelijk rekening met het moment van bepaalde betalingsverplichtingen en betalingsontvangsten. Aangezien er een mogelijkheid is dat bepaalde schulden niet (meer) kunnen uitgesteld

worden, is het noodzakelijk dat het bedrijf de daarvoor horende middelen bevat. Omwille daarvan wordt de cashflow geprefereerd in vergelijking met het bedrijfsresultaat of de winst.

Op basis van de databasegegevens kan een laatste adequate ratio geformuleerd worden met betrekking tot de activazijde van de balans. De *op activa gebaseerde solvabiliteitsratio* drukt het percentage uit van financiering van de totale activa met eigen of met vreemd vermogen, afhankelijk van het gekozen concept in de teller. Aangezien de procentuele waarde van de ratio gebruikmakende van het eigen vermogen terug te vinden is in de databasegegevens, is het logisch dat de volgende ratio wordt gebruikt voor het onderzoek:

$$\text{Op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator} = \frac{\text{eigen vermogen}}{\text{totale activa}}$$

Een lage waarde voor deze ratio betekent een groot gebruik van vreemd vermogen voor het financieren van de activa.

Zoals eerder vermeld wordt in het geval van solvabiliteit voornamelijk gefocust op zowel de elementen van korte als lange termijn aan de passivazijde. Net zoals bij rendabiliteit en liquiditeit reflecteert een al dan niet opgetreden wijziging in de solvabiliteitsratio's over de tijd heen deels de invloed van het wijzigen van de samenstelling van bestuursraden en dergelijke. Voornamelijk structuurwijzigingen aan de passivazijde kunnen worden opgemerkt met behulp van een solvabiliteitsanalyse.

5.2. Analyse

Aangezien de verschillende prestatie indicatoren geformuleerd zijn, is het mogelijk over te gaan naar de analyse zelf. Per land wordt de tijdsas opgesteld met de daarbij horende selectie van bedrijven en de financiële gegevens omtrent de bovenvermelde prestatie indicatoren. Ter verduidelijking worden de waarden van de paramaters onder de tijdsas zelf nog eens expliciet vermeld.

De Orbis Europe database maakt het mogelijk bedrijven te vergelijken op basis van bepaalde analyses. Weliswaar kan ook een eigen analyse worden opgesteld of kunnen wijzigingen worden aangebracht aan bestaande analyses. Bij deze analyses wordt de dollar gebruikt als standaard munteenheid. Aangezien het onderzoek betrekking heeft tot Europese landen, is het noodzakelijk deze munteenheid te wijzigen met als doel alle financiële gegevens uit te drukken in euro. Het is tevens mogelijk ook de lay-out van het resultaat van een bepaalde analyse te wijzigen. Op die manier kan gekozen worden voor de best passende visuele keuze. Andere opmerkelijke aanpassingen zullen worden toegelicht bij het bespreken van de desbetreffende analyse zelf.

Zoals al eerder vermeld, is voornamelijk de evolutie van bepaalde indicatoren over de tijd heen van belang. Hoewel bepaalde waarden van ratio's al dan niet terug te vinden zijn in de database, gebeurt het berekenen van de groeipercentages handmatig. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de volgende formule:

$$\text{Groeipercentage} = \frac{\text{nieuwe waarde} - \text{oude waarde}}{\text{oude waarde}}$$

Enige nuancering is essentieel bij bovenstaande formule. Indien zowel de oude waarde als de nieuwe waarde hetzelfde teken hebben, dan is er niet meteen een probleem. Een daling of een stijging krijgt het bijhorende negatieve of positieve teken bij het berekende percentage. Wanneer de waarden in de teller een verschillend teken hebben, is het noodzakelijk een bepaalde aanpassing door te voeren. Als de oude waarde bijvoorbeeld negatief is en de nieuwe waarde positief, dan is het volkomen logisch dat het berekende percentage een positief teken zou moeten hebben aangezien er duidelijke sprake is van een stijging. Zonder enige

aanpassing is het teken op basis van bovenstaande formule toch negatief niettegenstaande het over een stijging gaat. Dit als gevolg van het delen door een negatief getal. Alvorens de formule toe te passen wordt een bijkomende test uitgevoerd. De uiteindelijk toegepaste formule is als volgt:

Voor nieuwe waarde > oude waarde,

$$\text{Groeipercentage} = \left| \frac{\text{nieuwe waarde} - \text{oude waarde}}{\text{oude waarde}} \right|$$

Voor nieuwe waarde < oude waarde,

$$\text{Groeipercentage} = - \left| \frac{\text{nieuwe waarde} - \text{oude waarde}}{\text{oude waarde}} \right|$$

Het blijkt duidelijk dat het toepassen van de formule resulteert in een positief teken in het geval van een stijging en in het geval van een daling resulteert in een negatief teken. Gebruikmakend van deze formule worden de groeipercentages van de indicatoren voor de afzonderlijk landen in de onderstaande secties berekend.

Bijkomend moet vermeld worden dat enkel de tabellen met de groeipercentages van de indicatoren worden weergegeven in de sectie van het desbetreffende land. Niettegenstaande bepaalde specifieke berekende absolute waarden expliciet zullen worden vermeld, wordt bewust gekozen deze tabellen met absolute waarden toch in de bijlagen te plaatsen. Dit om het belang de eigenschappen van de bijhorende groeipercentages te beklemtonen en niet zozeer de waarden waarop deze groeipercentages werden berekend.

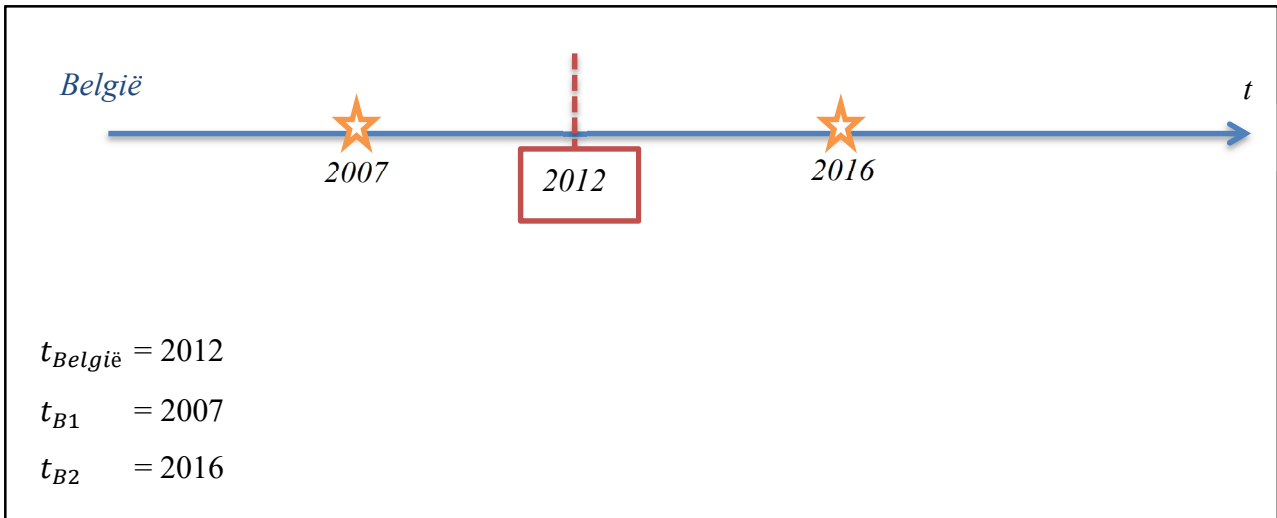
Ook is het noodzakelijk te vermelden dat hoewel gekozen wordt de tabellen met absolute waarden te plaatsen in de bijlagen, de grafieken van deze absolute waarden toch worden weergegeven in de bijhorende sectie. Naast het argument aangaande het al dan niet opmerken van belangrijke trends of evoluties, biedt het plotten van deze grafieken eveneens het voordeel om het algemeen niveau van de indicator in de periode voor het cruciale jaartal te vergelijken met de periode na het kanteltijdstip. Het belang van dit algemeen niveau is doorslaggevend voor de keuze om deze grafieken eveneens te weergeven in de bijhorende sectie. Zoals eerder vermeld kunnen de specifieke absolute waarden voor elke indicator teruggevonden worden in de tabellen in de bijlagen. De grenzen van de verticale as worden hierbij aangepast met als

doel de analyse visueel te vergemakkelijken. Het gevolg is dat bepaalde extreme waarden niet worden weergegeven in de grafiek zelf en bijgevolg onderbroken lijnen kunnen ontstaan.

Naast deze grafieken worden eveneens de grafieken van de groeipercentages weergegeven in de desbetreffende sectie. Met als doel het inzicht in deze grafieken te verduidelijken, wordt telkens bijkomende uitleg gegeven. Belangrijk om bij deze grafieken op te merken, is het feit dat een op het eerste zicht neerwaartse beweging van het groeipercentage niet meteen een negatief signaal is. Voornamelijk de positie boven of onder de horizontale as is van belang. Een kleine positieve groei blijft immers een positieve groei. Idealiter vertoont een bepaalde indicator een grote stijging met daarbij horend positief groeipercentage om vervolgens over te gaan in stabiliteit of blijvende groei. Indien er sprake is van stabiliteit of evenwichtigheid van een bepaalde indicator, wordt dit gekenmerkt door een lijn dicht bij de horizontale as met geringe schommelingen. Het negatieve gevolg van de keuze om grafieken te plotten op basis van tabellen met groeipercentages, is het feit dat heel grote waarden voor de berekende percentages kunnen worden bekomen. Een wijziging van een ratio of een andere indicator van méér dan 500% is dan ook niet onverwachts. Het kan immers zijn dat een berekend percentage op kleinere getallen veel groter is dan het berekenen van een percentage op aanzienlijk grotere getallen. Om bepaalde evoluties en trends te kunnen opmerken in de grafieken, is er opnieuw gekozen deze extreme punten niet te plotten in de grafieken van de groeipercentages en de grenzen van de as af te bakenen in de mate het mogelijk is de afzonderlijke entiteiten te analyseren.

Afgeleid uit het bovenvermelde, worden bijgevolg 3 verschillende aspecten weergegeven: de tabellen met de groeipercentages, de grafieken gebaseerd op de absolute waarden en de grafieken gebaseerd op de groeipercentages. Met als doel het overzicht te behouden, wordt in het geval van een te grote tabel gekozen deze op een apart blad te plaatsen. In praktisch alle tabellen wordt tevens het kanteltijdstip benadrukt door het plaatsen van een dubbele lijn op de grens tussen de jaartallen waar de nieuwe wetgeving van toepassing is. Wanneer een bepaalde waarde niet beschikbaar of niet significant is, dan wordt als alternatief de nulwaarde geplot in de bijhorende grafiek voor dat bepaalde jaar.

5.2.1. België



Figuur 2. Tijdsas België

De focus van het onderzoek is voornamelijk gericht tot België. Omwille van die reden worden alle beschikbare jaren in de database geanalyseerd. De gegevens van de jaren 2007 tot en met 2011 worden vergeleken met de gegevens van de jaren 2012 tot en met 2016. Voordelig in het geval van België is het minder recente karakter van de wijziging van de wettelijke context in vergelijking met de gekozen buurlanden. Het is bijgevolg mogelijk een langere periode na het kanteltijdstip te analyseren in tegenstelling tot andere landen. Belangrijk om hierbij te vermelden is het feit dat de gewenste gegevens voor het jaar 2016 ontbreken voor elk bedrijf in de selectie. Bewust werd toch gekozen om het jaar 2016 te vermelden op de tijdsas met als doel de theoretische volledigheid te beklemtonen. Niettegenstaande wordt het jaar 2016 logischerwijs weggelaten uit de analyse daar er geen gewenste gegevens terug te vinden zijn in de database.

Aangezien het feit dat de NMBS en NMBS Holding dezelfde rapporteringsgegevens bevatten in de database, wordt NMBS Holding door de Orbis Europe database automatisch uit de selectie gelaten. In tegenstelling tot wat er vermeld werd in de sectie aangaande de selectie van bedrijven, worden de gegevens bijgevolg van 6 bedrijven geanalyseerd in plaats van 7 bedrijven. In wat volgt worden de verschillende prestatie indicatoren met betrekking tot de Belgische ondernemingen verder uitgewerkt.

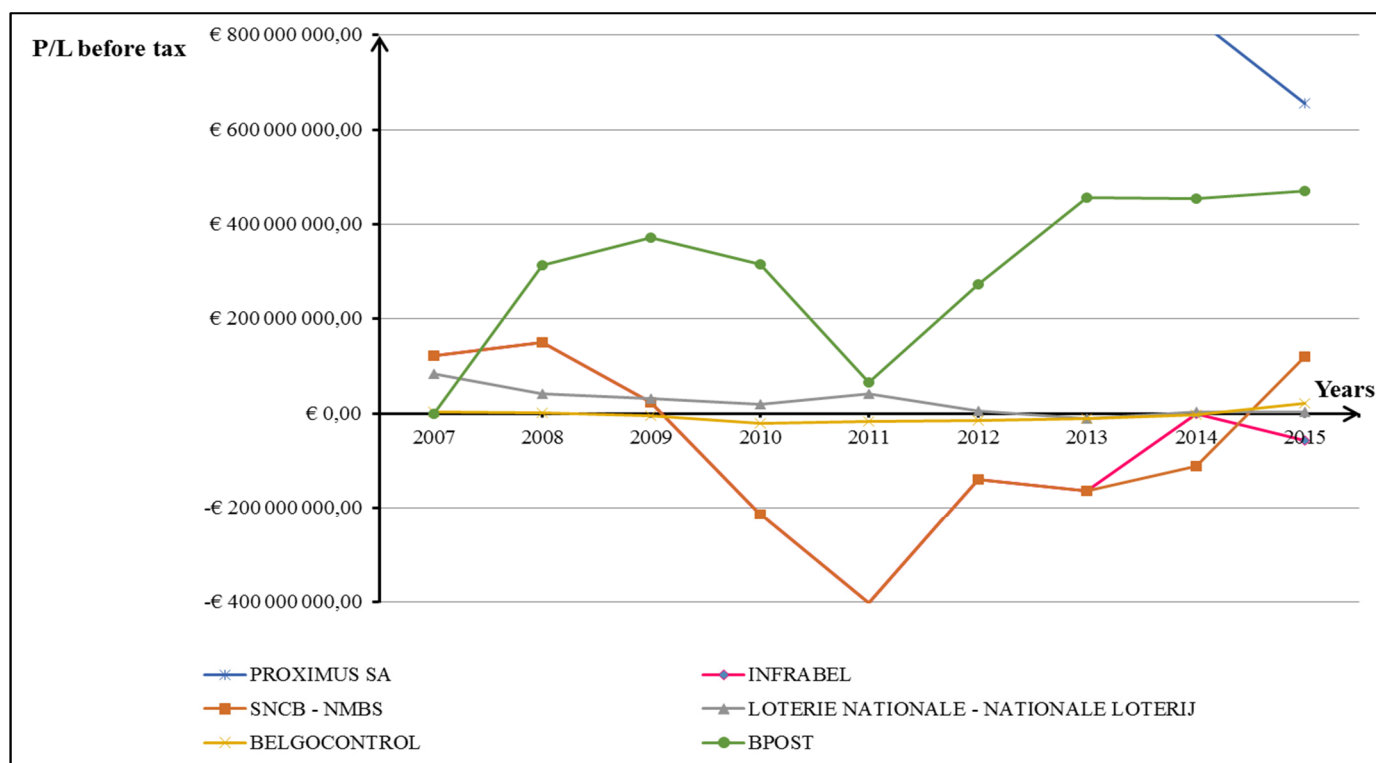
5.2.1.1. Winst vóór belastingen

De groeipercentages met betrekking tot de winst vóór belastingen van de Belgische ondernemingen gerealiseerd in de gekozen jaren kunnen teruggevonden worden in tabel 1.

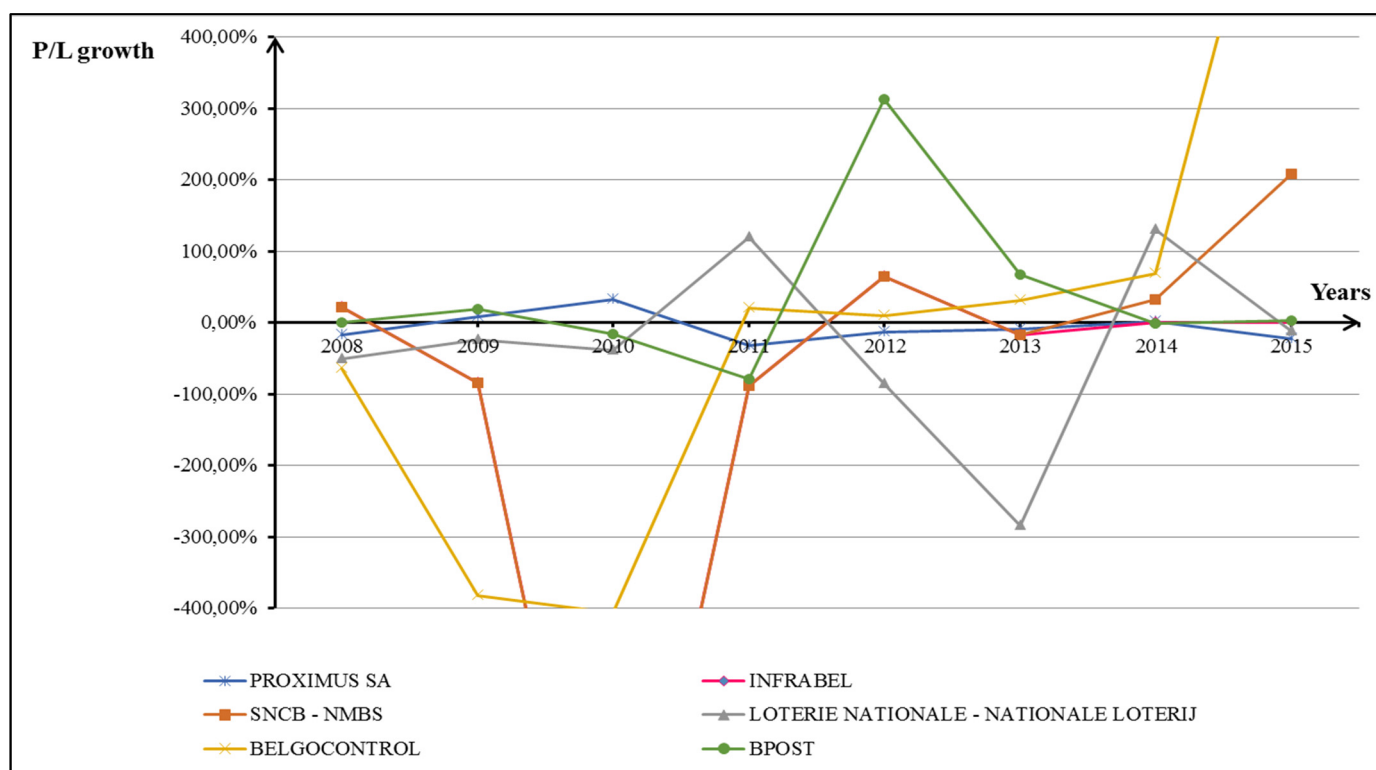
Tabel 1. Groiepercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen

Company Name P/L growth PERCENTAGE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PROXIMUS SA	-16,30%	8,74%	32,49%	-31,77%	-12,27%	-9,47%	1,70%	-21,65%
INFRABEL	22,56%	-83,81%	-971,81%	-88,73%	65,17%	-17,22%	n.a.	n.a.
SNCB - NMBS	22,56%	-83,81%	-972,41%	-88,60%	65,17%	-17,22%	32,18%	208,87%
LOTERIE NATIONALE - NATIONALE LOTERIJ	-50,98%	-24,01%	-38,02%	119,67%	-85,71%	-284,15%	131,21%	-11,19%
BELGOCONTROL	-63,86%	-381,69%	-406,17%	20,53%	9,28%	31,59%	68,41%	790,14%
BPOST	n.a.	18,70%	-15,46%	-79,05%	313,18%	67,51%	-0,57%	3,63%

De volgende grafieken hebben logischerwijs eveneens betrekking tot de winst vóór belastingen van de gekozen Belgische ondernemingen. Figuur 3 vertoont de evolutie van het algemeen niveau van de indicator. Figuur 4 visualiseert de groeipercentages die worden weergegeven in tabel 1.



Figuur 3. Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 4. Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen

Andermaal moet benadrukt worden dat ook in deze sectie enkel en alleen het begrip winst wordt gebruikt en niet verlies. Zoals eerder vermeld valt het realiseren van een verlies samen met het realiseren van een negatieve winst. Omwille van die reden wordt enkel en alleen het begrip winst gebruikt. Wanneer bijgevolg gesproken wordt van een stijging van de winst, moet er indachtig worden genomen dat dit kan overeenkomen met het realiseren van een kleiner verlies ten opzichte van het vorige jaar. De bijhorende tabellen die terug te vinden zijn in de bijlagen brengen hierbij verduidelijking.

Met een maximale wijziging van ongeveer een groeipercentage van 32% ten opzichte van het vorige jaar, vertoont het bedrijf Proximus in vergelijking met de andere bedrijven quasi een algemene stabiliteit in de winst vóór belastingen over de jaren heen. Wegens extreme waarden in vergelijking met andere entiteiten, zijn de absolute waarden van Proximus niet terug te vinden in de grafiek met betrekking tot de absolute waarden voor deze indicator. De specifieke waarden kunnen dan ook teruggevonden worden in de bijhorende tabel in de bijlagen. Hierbij is het weliswaar noodzakelijk te vermelden dat er pas na een periode van 3 jaar opnieuw een stijging was van de winst in het jaar 2014. Gedurende deze periode van 3 jaar bevindt het groeipercentage zich bijgevolg dan ook onder de horizontale as. Het

algemeen niveau bevestigt de waarnemingen in de grafiek van de groeipercentages met betrekking tot Proximus en is bijgevolg gedaald in vergelijking met de periode voorheen het cruciale tijdstip.

Zowel Bpost als de Nationale Loterij vertonen een gelijkaardig en weinig veranderend groeipatroon in de eerste jaren. Weliswaar moet hierbij vermeld worden dat de winst vóór belastingen in het geval van Bpost wel degelijk een stijgende trend vertoont in de eerste jaren en deze van de Nationale Loterij een meer stabiel en zelf een ietwat negatiever verloop. Bijgevolg is er ook een negatief groeipercentage terug te vinden in het geval van de Nationale Loterij om vervolgens geleidelijk aan te groeien met een positieve piek van het groeipercentage in het jaar 2011. Bpost daarentegen volgt de omgekeerde richting. Beginnend met een positief groeipercentage is er daaropvolgend een geleidelijke daling tot in het jaar 2011. Deze trends zijn ook terug te vinden in de grafiek aangaande de absolute waarden van de winst vóór belastingen. Noemenswaardig bij beide bedrijven is de enorme verandering in het groeipercentage net na het kantelmoment. Daar waar Bpost een groeipercentage behaalde van ongeveer 315% aangaande winst vóór belastingen, was er in het geval van de Nationale Loterij een sterke daling in de daaropvolgende jaren met een dieptepunt van een groeipercentage van ongeveer 285% onder de horizontale as in het jaar 2013. Uiteindelijk slaagde laatstgenoemde erin om opnieuw de winst vóór belastingen op een hoger niveau te brengen met als een gevolg een daarbij horend opmerkelijk positief groeipercentage. Bpost volgde opnieuw de tegenovergestelde richting. Weliswaar moet indachtig gehouden worden dat er aangaande Bpost nog steeds sprake is van een positief groeipercentage, met uitzondering van een klein negatief percentage in het jaar 2014. Er kan dus afgeleid worden dat Bpost ondanks een grote daling van de winst in het jaar 2011, erin slaagde een aanzienlijk niveau en daarbij horende groei van de winst vóór belastingen te behouden. Ook het algemeen niveau bevestigt het feit dat Bpost erin slaagde hogere waarden te realiseren na het cruciale tijdstip. De Nationale Loterij daarentegen realiseerde een significant lagere winst vóór belastingen na het kanteltijdstip in vergelijking met de winst in de eerste jaren.

Hoewel gekozen wordt om Infrabel en NMBS te zien als aparte entiteiten, is het niet onlogisch dat beide bedrijven praktisch volledig hetzelfde verloop kennen in de winst vóór belastingen. Daar waar het ene bedrijf spoorweginfrastructuurbeheerder is en de andere organisatie treindiensten exploiteert, maken beiden deel uit van het spoorwegennetwerk en kunnen beiden dus voor deze indicator gezien worden als een globale entiteit. Bijgevolg

vallen ook de beide lijnen in de grafieken ongeveer samen met uitzondering van de laatste jaren waar er geen gegevens beschikbaar zijn voor Infrabel.

Meteen kan opgemerkt worden dat er de eerste jaren een intense en buitengewone daling is van de winst vóór belastingen. Beide grafieken vertonen dan ook een opmerkelijk neerwaartse beweging. Vanaf 2011 is er weliswaar spraken van een opwaartse beweging. Afgezien van het jaar 2014 is er dan ook een positief groeipercentage terug te vinden in de tabel voor de laatste jaren. Niettegenstaande het positieve verloop in de laatste jaren, moet vermeld worden dat Infrabel er niet in slaagde een positieve winst te realiseren in de laatste jaren. NMBS daarentegen bereikte uiteindelijk, ondanks een opmerkelijke daling, ongeveer hetzelfde niveau als de winst vóór belastingen in de eerste jaren.

Belgocontrol kent een gelijkaardige start. Kijkend naar het groeipercentage is er eveneens een aanzienlijke negatieve waarde terug te vinden. Na 2010 slaagde Belgocontrol er echter in om telkens een positief groeipercentage te behalen. Bovendien piekte het bedrijf in het laatste jaar met een groeipercentage van maar liefst meer dan 700%, waar de winst tevens overgaat van een negatief naar een positief bedrag. Ondanks een negatieve winst na het kanteltijdstip, slaagde Belgocontrol er bijgevolg in het laatste jaar van de beschouwde periode een grotere waarde te realiseren in vergelijking met het algemeen niveau in de eerste jaren. Hoewel de groeipercentages van Belgocontrol, NMBS en Infrabel een ongeveer gelijkaardig verloop kennen, is dit niet op te merken in de grafiek met betrekking tot de specifieke cijfers. Zoals eerder vermeld is dit te wijten aan het feit dat de absolute waarden van NMBS en Infrabel veel hoger liggen in vergelijking met deze van Belgocontrol. Een gelijke procentuele wijziging heeft bijgevolg een groter effect bij de ene entiteit in tegenstelling tot het minder grote effect bij de andere entiteit. Omwille van die reden is het verloop van de grafiek aangaande de specifieke waarden van NMBS en Infrabel veel grilliger dan het stabiele verloop van de grafiek van Belgocontrol.

5.2.1.2. Rendabiliteit

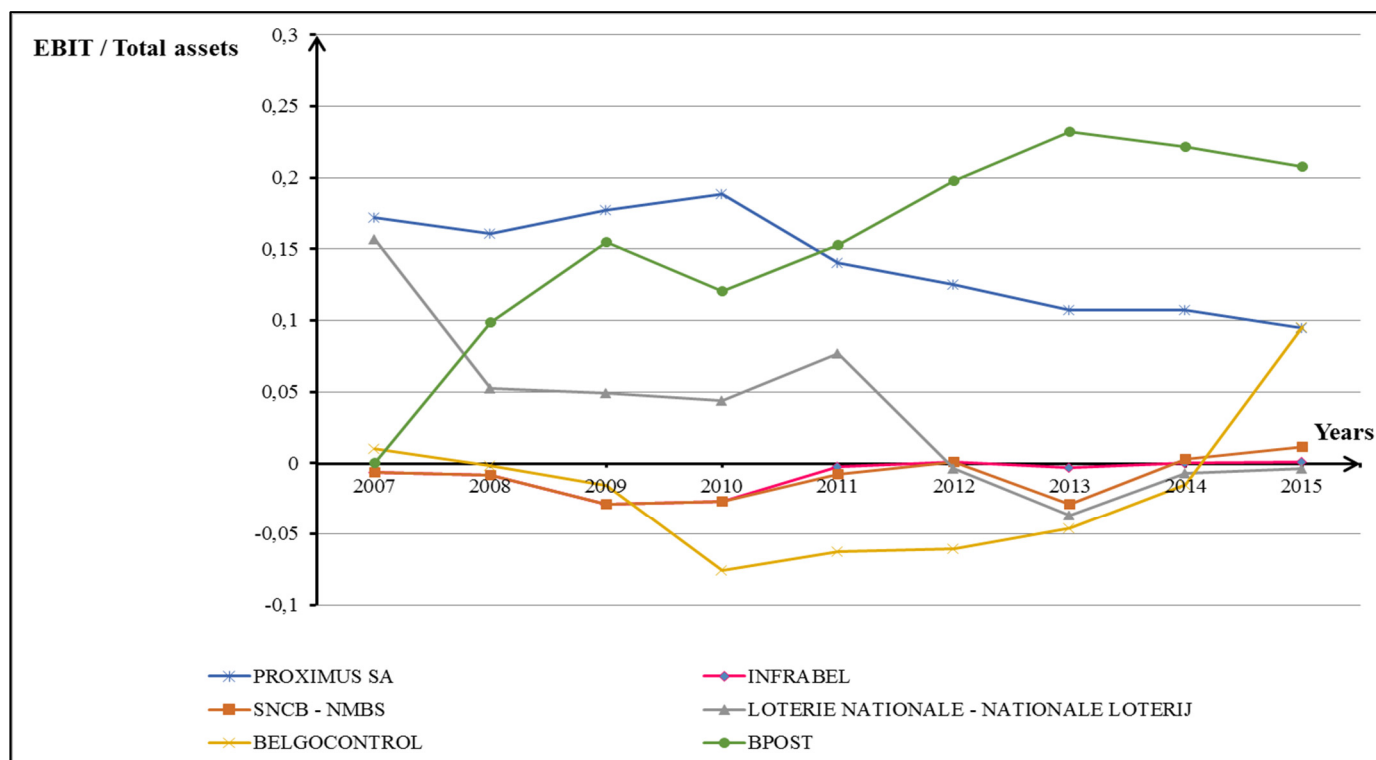
De groeipercentages met betrekking tot de prestatie indicatoren gerelateerd aan rendabiliteit van de geselecteerde Belgische ondernemingen kunnen teruggevonden worden in tabel 2.

Tabel 2. Groiepercentages van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.

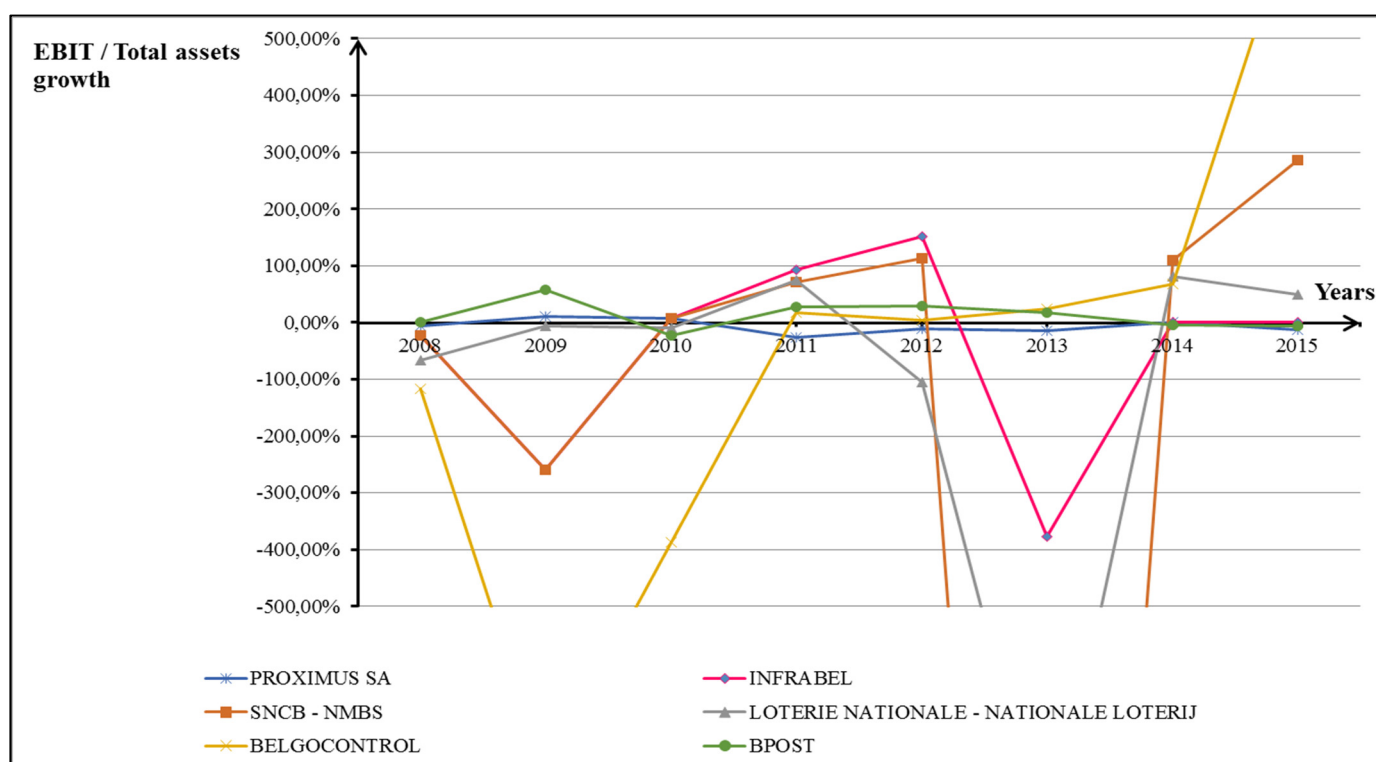
PROXIMUS SA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	-6,62%	10,31%	6,57%	-25,83%	-10,51%	-14,30%	0,19%	-12,15%
ROA using Net income Growth (%)	-21,41%	18,19%	22,47%	-38,84%	-5,05%	-13,31%	2,67%	-24,32%
ROE using P/L before tax Growth (%)	-7,15%	-2,05%	7,51%	-31,13%	-12,70%	-7,97%	4,22%	-21,56%
ROE using Net income Growth (%)	-7,36%	1,90%	13,51%	-39,73%	-6,27%	-10,03%	6,52%	-26,29%
SNCB - NMBS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	-23,06%	-260,09%	7,23%	71,05%	113,73%	-2822,13%	110,53%	285,21%
ROA using Net income Growth (%)	n.a.	-1620,00%	10,53%	-91,18%	52,31%	-193,55%	32,42%	186,18%
ROE using P/L before tax Growth (%)	-30,88%	-84,04%	-893,33%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE using Net income Growth (%)	n.a.	-1637,50%	17,89%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
BPOST	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	n.a.	56,97%	-22,06%	26,81%	29,43%	17,33%	-4,61%	-6,00%
ROA using Net income Growth (%)	n.a.	35,74%	-25,00%	-128,25%	425,10%	90,35%	-6,42%	5,06%
ROE using P/L before tax Growth (%)	n.a.	-2,49%	-14,03%	-69,96%	341,41%	111,03%	-15,81%	1,64%
ROE using Net income Growth (%)	n.a.	7,76%	-26,89%	-139,33%	422,60%	107,51%	-12,90%	2,58%

INFRABEL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	-23,06%	-260,09%	7,15%	92,42%	152,41%	-377,27%	n.a.	n.a.
ROA using Net income Growth (%)	n.a.	-1620,00%	10,53%	-91,18%	52,31%	-75,81%	n.a.	n.a.
ROE using P/L before tax Growth (%)	-30,88%	-84,04%	-893,33%	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	n.a.
ROE using Net income Growth (%)	n.a.	-1637,50%	17,89%	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	n.a.
LOTERIE NATIONALE - NATIONALE LOTERIJ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	-66,50%	-6,45%	-10,16%	74,06%	-104,61%	-941,67%	81,59%	49,15%
ROA using Net income Growth (%)	-53,49%	-9,72%	-48,14%	78,11%	-69,70%	-262,94%	135,19%	-64,63%
ROE using P/L before tax Growth (%)	-53,55%	-25,32%	-39,20%	117,96%	-86,18%	-294,48%	130,67%	-12,14%
ROE using Net income Growth (%)	-48,08%	-24,25%	-50,21%	88,28%	-69,78%	-272,12%	136,27%	-65,53%
BELGOCONTROL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Total assets Growth (%)	-117,35%	-795,35%	-387,19%	17,42%	3,51%	23,56%	68,02%	743,64%
ROA using Net income Growth (%)	-136,89%	-43,57%	-22,33%	12,85%	6,34%	22,99%	93,25%	3324,24%
ROE using P/L before tax Growth (%)	-61,18%	-406,06%	-467,33%	11,95%	0,10%	26,49%	68,29%	684,68%
ROE using Net income Growth (%)	-135,99%	-39,74%	-32,91%	9,15%	4,56%	25,67%	93,57%	3291,67%

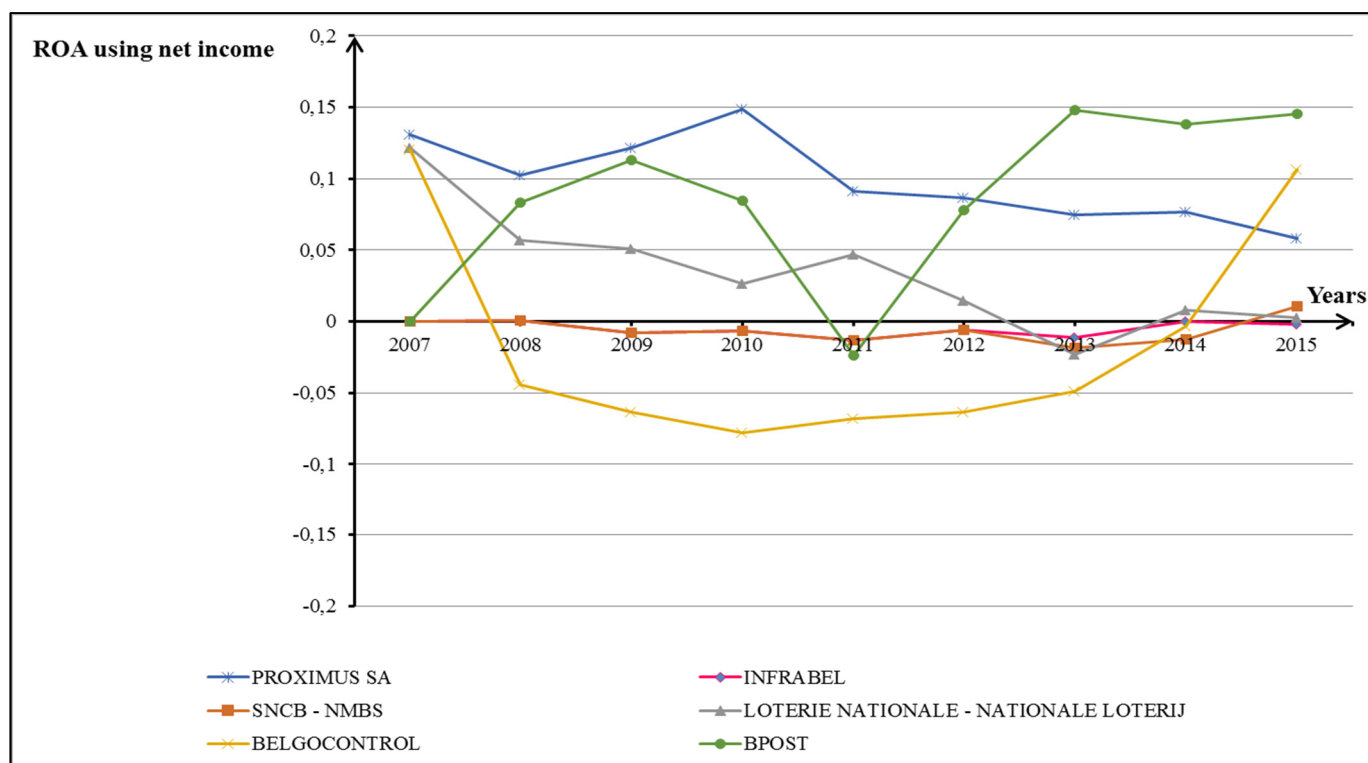
De volgende grafieken visualiseren de evolutie van het algemeen niveau van de desbetreffende rendabiliteitsindicatoren en de groeipercentages weergegeven in tabel 2.



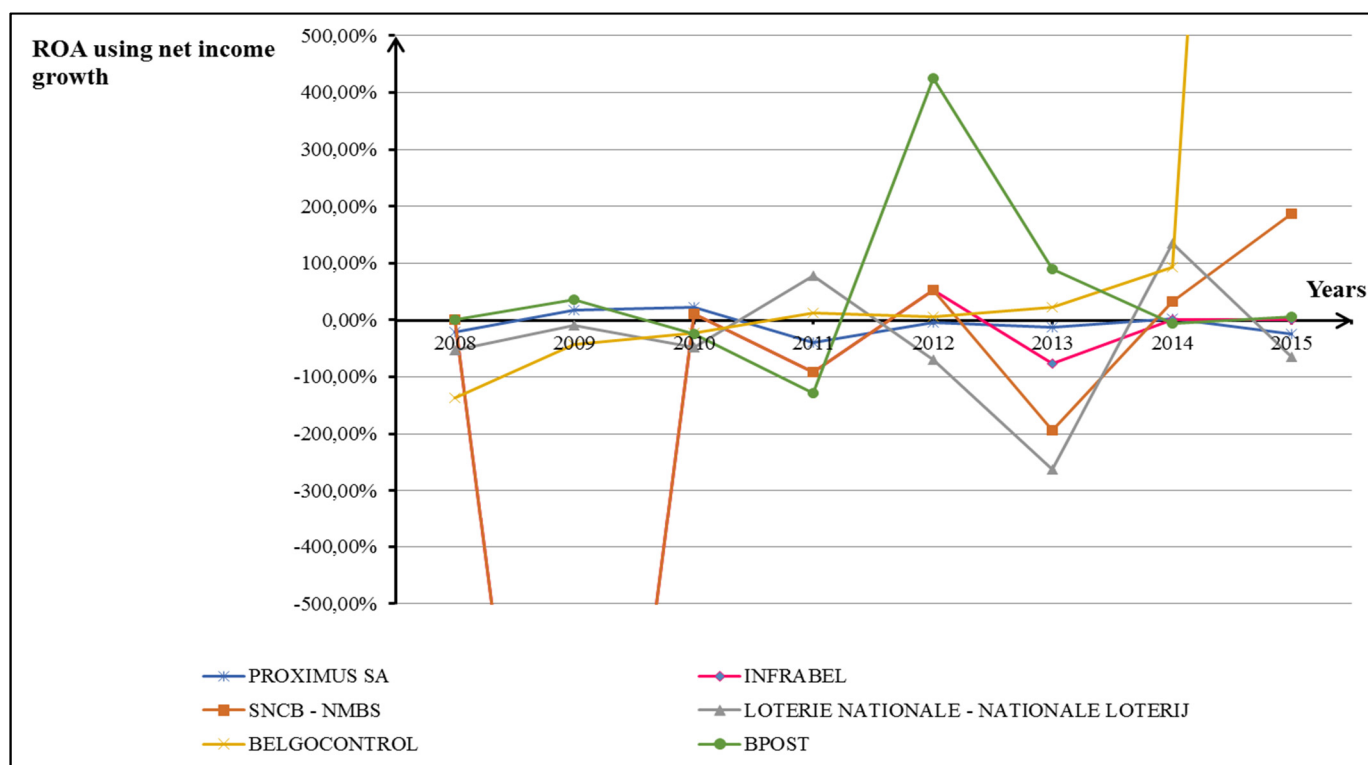
Figuur 5. Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Belgische ondernemingen



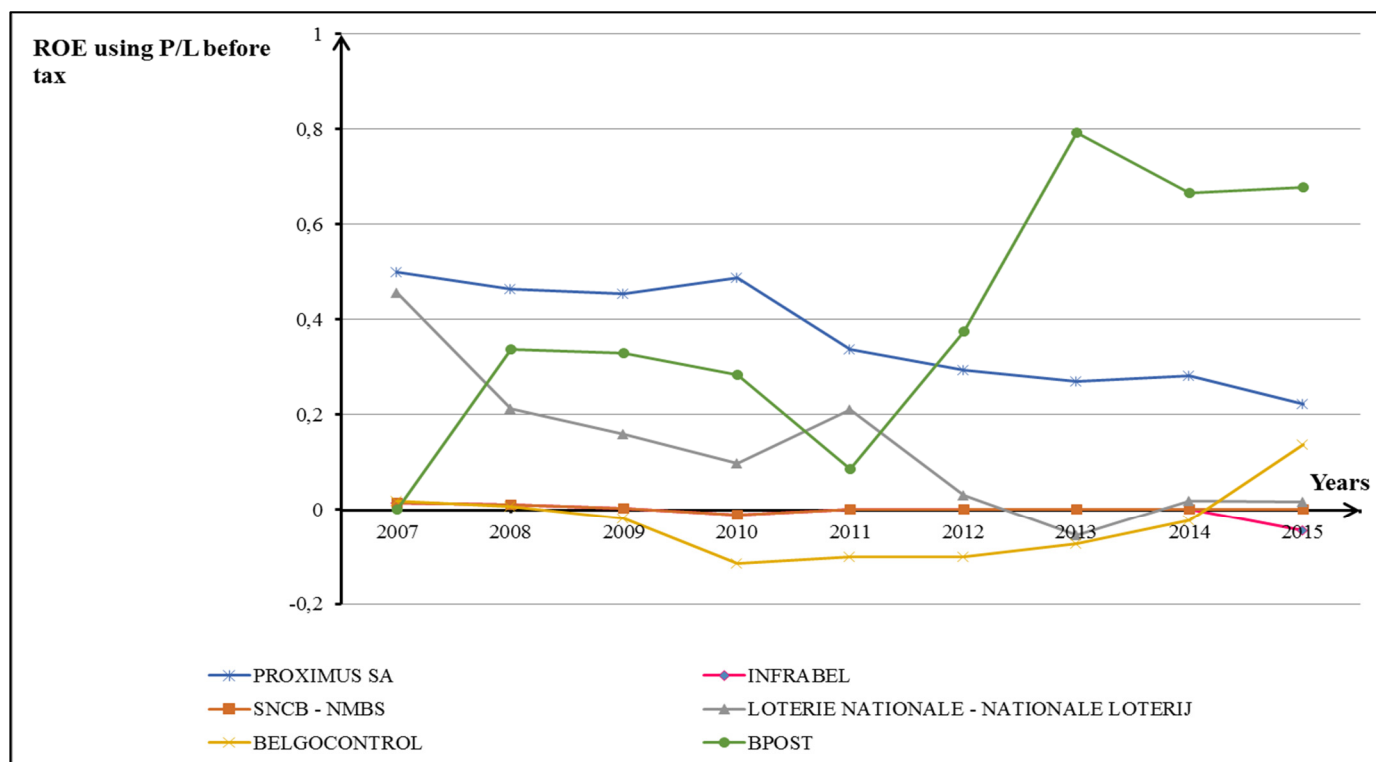
Figuur 6. Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Belgische ondernemingen



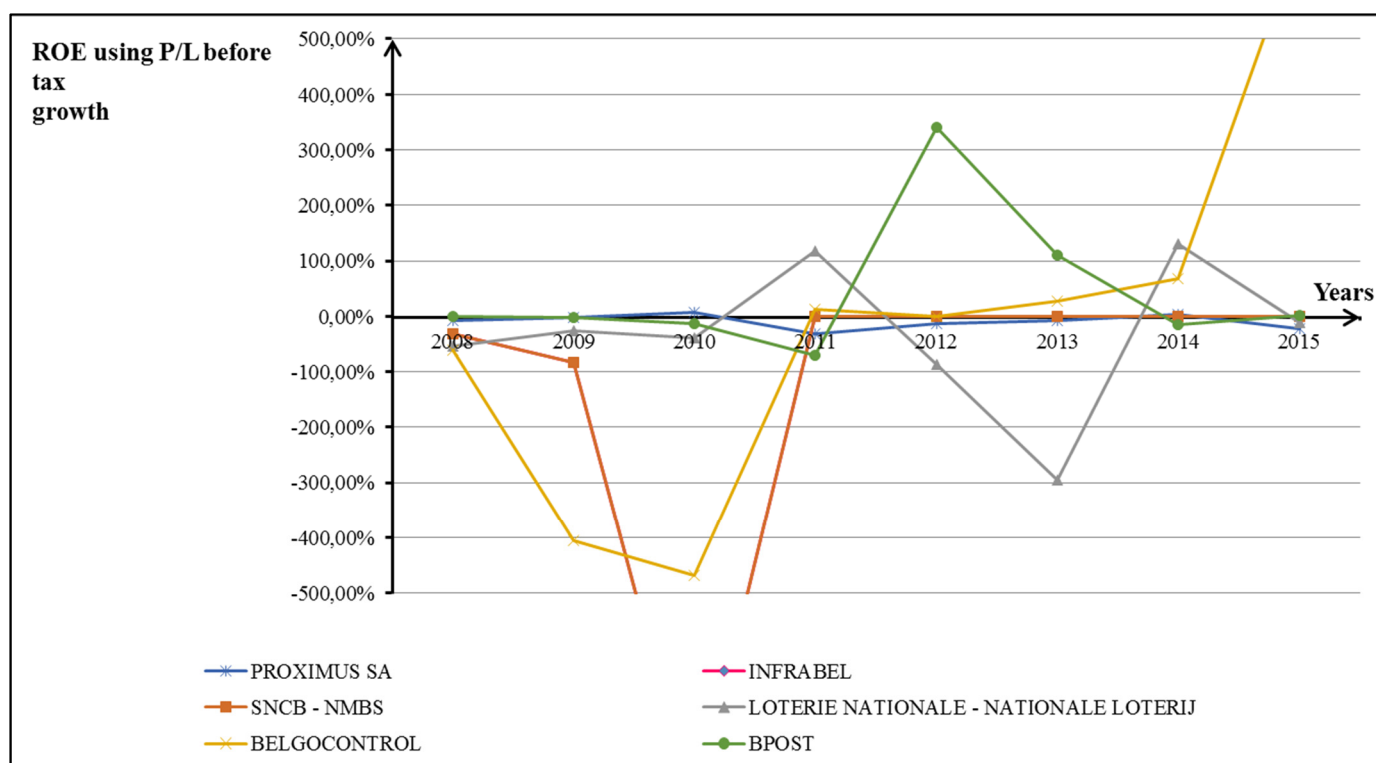
Figuur 7. Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Belgische ondernemingen



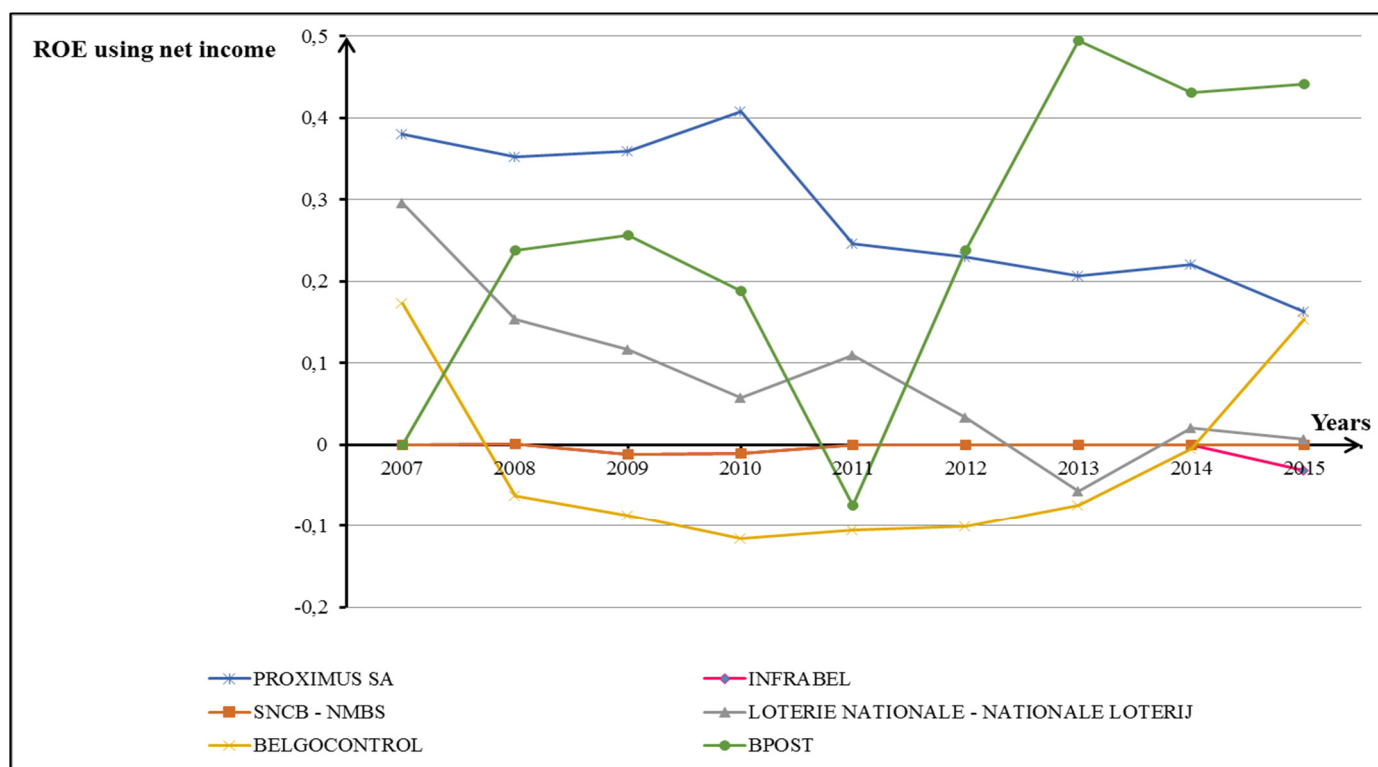
Figuur 8. Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Belgische ondernemingen



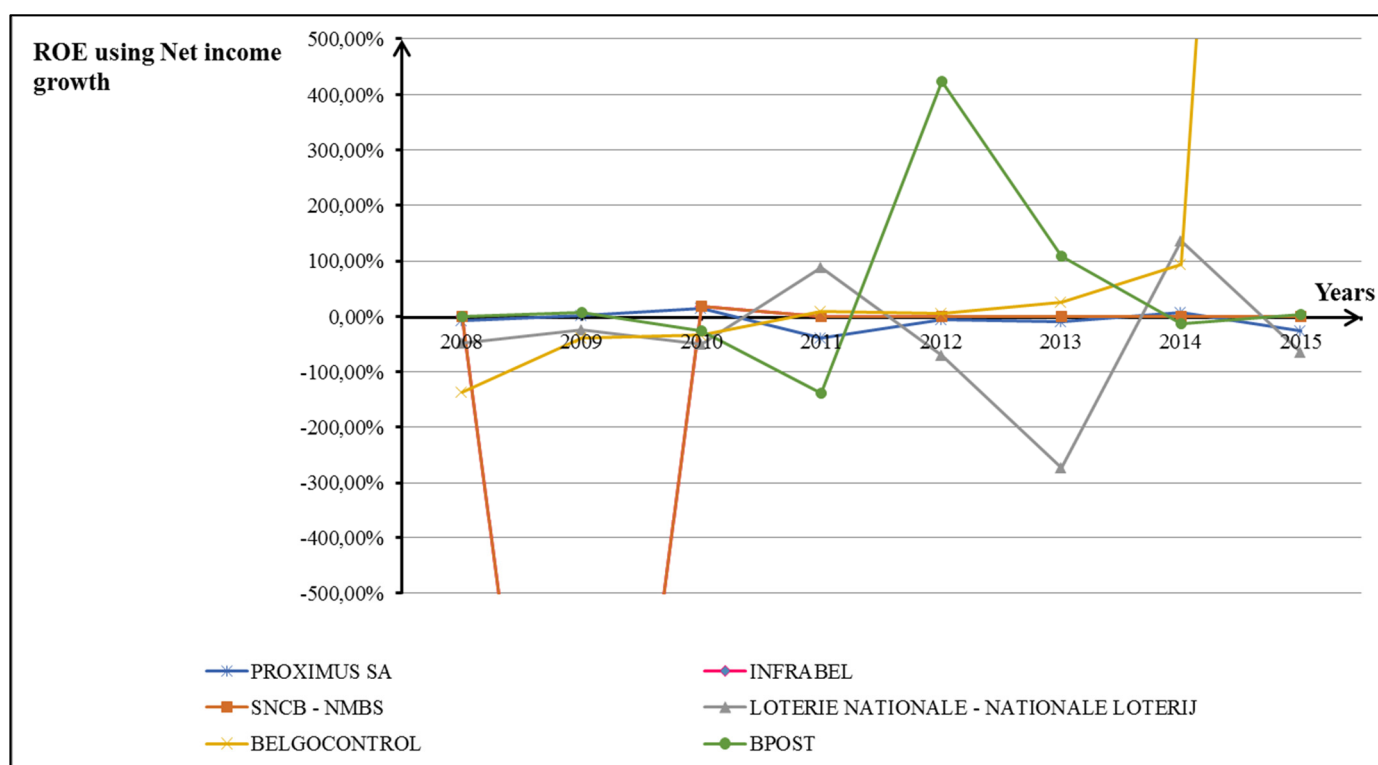
Figuur 9. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 10. Groeipercenages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 11. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 12. Groeipercenages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Belgische ondernemingen

Analoog aan de winst vóór belastingen, kent het bedrijf Proximus eveneens een stabiel verloop betreffende rendabiliteit in vergelijking met andere bedrijven. In de afzonderlijke grafieken van de groeipercentages is duidelijk te zien dat de indicatoren aangaande rendabiliteit schommelen rond de horizontale as. Wanneer een positief groeipercentage te vinden is voor een welbpaalde indicator, blijken ook de andere indicatoren in de meeste gevallen een positieve waarde te hebben en omgekeerd. Niettegenstaande de percentages kleiner zijn in absolute waarde in vergelijking met de andere bedrijven, blijkt toch dat de rendabiliteitsindicatoren na het cruciale tijdstip over het algemeen een negatieve groei kennen. Wanneer uiteindelijk de rendabiliteit blijkt te zijn gestegen in het jaar 2014, wordt dit gevolgd door een grotere daling van de ratio's in het jaar 2015. Ook in de grafieken van de absolute waarden is duidelijk te zien dat de indicatoren betreffende rendabiliteit na een kleine stijging, toch een daling kennen van het absolute niveau in de laatste jaren.

Ook de rendabiliteitsindicatoren van de Nationale Loterij kennen andermaal een gelijkaarde verloop als het verloop van de grafiek bij de winst vóór belastingen. De eerste periode wordt gekenmerkt door negatieve groeipercentages om vervolgens te stijgen in het jaar 2011. Daaropvolgend daalden de waarden andermaal naar een enorm laag niveau. Voornamelijk de nettorendabiliteit van de totale activa bereikte een abnormaal laag niveau met een dieptepunt van een negatief groeipercentage van ongeveer 940% onder de horizontale as in het jaar 2013. De bijhorende ratio heeft dan ook na het jaar 2011 negatieve waarden voor de daaropvolgende jaren. In de grafieken van de absolute waarden is duidelijk te zien dat de andere ratio's met uitzondering van het jaar 2013 een positieve waarde hebben maar uiteindelijk niet meer hetzelfde prestatieniveau behalen in vergelijking met de periode voor het jaar 2011.

In het geval van Bpost vertonen de ROA en de indicatoren met betrekking tot de rendabiliteit van het eigen vermogen eveneens hetzelfde patroon als de winst vóór belastingen. Het groeipercentage met betrekking tot de nettorendabiliteit van de totale activa vertoont een evenwichtiger patroon rond de horizontale as. Niettegenstaande is duidelijk te zien dat de absolute waarde wel degelijk een opwaartse beweging kent doorheen de jaren. Andermaal kan voor de andere indicatoren worden afgeleid dat er een negatieve groeipiek was in het jaar 2011 om vervolgens significant te stijgen in het jaar 2012. Dit is ook duidelijk te zien in de grafieken aangaande de absolute waarden. Een daling van de indicatoren vond duidelijk plaats om in de jaren na 2011 opwaarts te verlopen. De laatste jaren schommelen de ratio's rond dezelfde waarde met als gevolg een groeipercentage dichtgelegen bij de horizontale as.

Tegenovergesteld aan de Nationale Loterij, bereikten de rendabiliteitsratio's wel degelijk hogere niveaus in vergelijking met de periode voor het cruciale tijdstip. Terecht kan dus afgeleid worden dat de rendabiliteitspositie wel degelijk is versterkt.

Het ontbreken van gegevens en het niet significant zijn van gegevens in verband met het rendement van het eigen vermogen na het jaar 2011, maken het niet mogelijk dezelfde analyses door te voeren voor de NMBS en Infrabel als bovenstaande. Bijgevolg beperkt de analyse zich tot de nettorendabiliteit van de totale activa en de ROA. De nettorendabiliteit kent een gelijkaardig verloop voor zowel de NMBS als Infrabel in de eerste jaren. Een negatief groeipercentage in het jaar 2009 gaat over in een positief groeipercentage om vervolgens een piek te bereiken in het jaar 2012. Benoemenswaardig hierbij te vermelden is het feit dat de ratio geformuleerd voor de nettorendabiliteit van de totale activa voor beide bedrijven overgaat van een negatieve waarde naar een positieve waarde na het jaar 2011. Het feit dat na het jaar 2012 de ratio opnieuw resulteert in een negatieve waarde is de reden waarom de grafiek de laagste piek vertoont in het jaar 2013. Vervolgens wordt dit niveau omhoog getrokken met als gevolg een positief groeipercentage voor zowel de NMBS als Infrabel. Het schommelen tussen een positieve en een negatieve waarde is de reden waarom de grafiek voor de NMBS en Infrabel gelegen is rond de horizontale as in de grafiek met betrekking tot de absolute waarden. Gezien het feit dat er in de periode na 2011 een positieve waarde kan worden gerealiseerd voor deze ratio indiceert een positieve impact op de rendabiliteit van de bedrijven.

Ook de Return On Assets wordt gekenmerkt door een negatief groeipercentage in de eerste periode, weliswaar aanzienlijk groter in absolute waarde in vergelijking met de nettorendabiliteit van de totale activa. De daaropvolgende jaren is er afwisseling tussen een positief en een negatief groeipercentage. De lijn van Infrabel valt tot in het jaar 2012 volledig samen met de lijn van de NMBS. Belangrijk hierbij op te merken is het feit dat ondanks het aanwezig zijn positieve groeipercentages, de waarde van de ratio zelf negatief bleef. Het al dan niet positief groeien is dus met andere woorden gelijk aan het minder negatief worden. Een opmerkelijke wijziging voor de waarde van de ratio na 2011 is moeilijk te detecteren omwille van de afwisselende schommelingen rond de horizontale as. Weliswaar kan vermeld worden dat de ratio in het geval van de NMBS wel degelijk positief is in het laatste jaar.

Voor Belgocontrol zijn er gelijkaardige patronen te herkennen voor de verschillende berekende ratio's. Daar waar de nettorendabiliteit van de totale activa en de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen eenzelfde verloop vertonen, zo vertonen de ROA en de ROE allebei gebruikmakend van het netto inkomen eveneens eenzelfde verloop. De eerstgenoemde ratio's kennen de grootste negatieve groeipercentages in de jaren 2009 en 2010, de laatstgenoemde ratio's voornamelijk in het jaar 2008. Opmerkelijk is het feit dat alle indicatoren een positief groeipercentage kennen vanaf het jaar 2011. De absolute waarden vertonen bijgevolg een opwaartse beweging zonder enige daling. Hoewel een daling in het jaar 2012 naar een lager maar eveneens positief groeipercentage, stijgen de waarden aanzienlijk met de grootste groei in het laatste jaar. De waarden van de ratio's in de desbetreffende jaren reflecteren dezelfde waarneming. Startend van een positieve waarde in het jaar 2007, verlagen alle indicatoren naar een negatieve waarde. Deze waarden blijven negatief maar evolueren in een positieve richting tot het laatste jaar waar de prestatie indicatoren zelf resulteren in een positieve waarde. Het is bijgevolg duidelijk dat de rendabiliteit in het geval van Belgocontrol positief is geëvolueerd de laatste jaren.

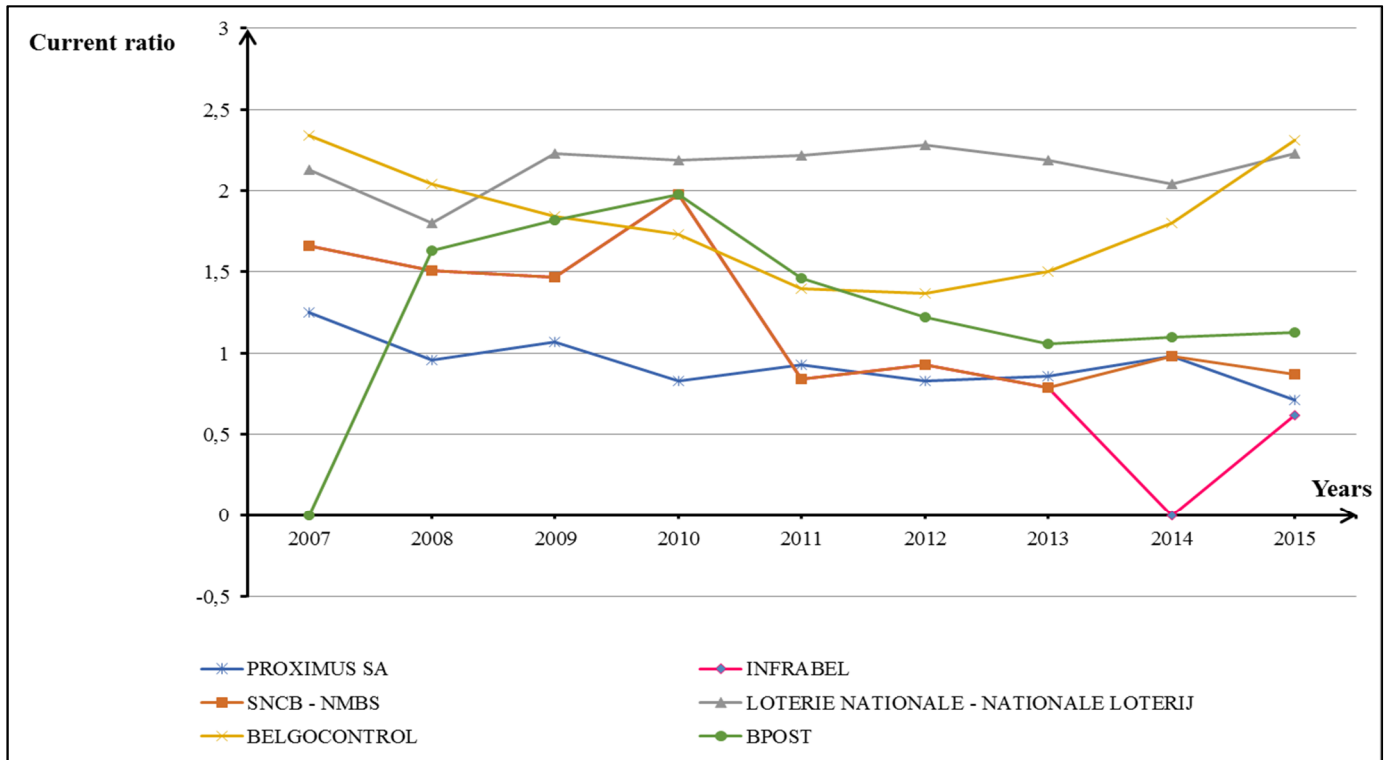
5.2.1.3. Liquiditeit

Analoog aan bovenstaande indicatoren kent deze sectie eenzelfde begin en wordt de tabel met groeipercentages in verband met de opgenoemde liquiditeitsindicatoren weergegeven. Vervolgens worden de verscheidene grafieken met betrekking tot het algemeen niveau en met betrekking tot de liquiditeitsgroeipercentages geplot om eventueel aanwezige trends of evoluties te visualiseren.

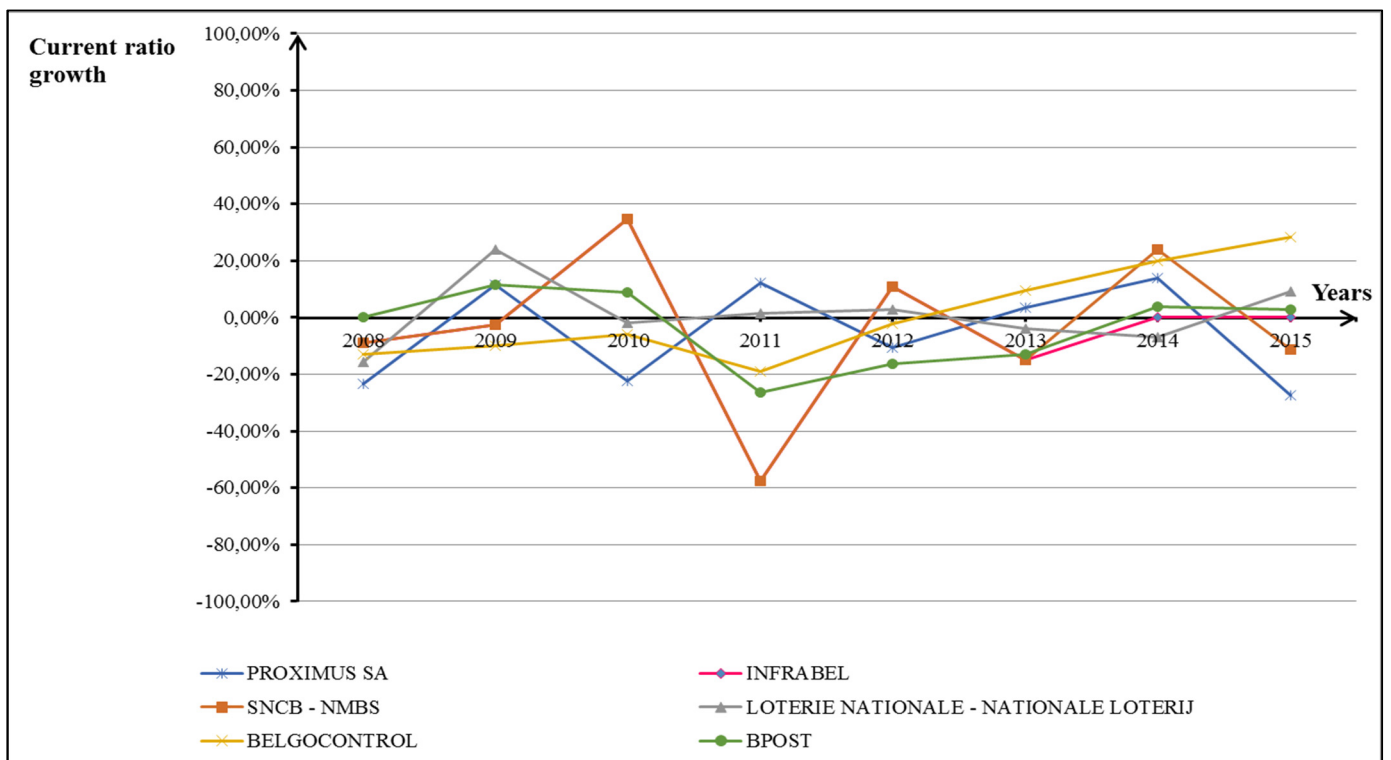
Tabel 3. *Groeipercentages van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.*

PROXIMUS SA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	-23,20%	11,46%	-22,43%	12,05%	-10,75%	3,61%	13,95%	-27,55%
Working capital Growth (%)	-62,92%	-21,21%	7,69%	80,36%	62,38%	-18,90%	-144,36%	-38,98%
Cashflow Growth (%)	-10,83%	4,26%	28,62%	-27,12%	-3,17%	-3,55%	4,46%	-8,40%
SNCB - NMBS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	-9,04%	-2,65%	34,69%	-57,58%	10,71%	-15,05%	24,05%	-11,22%
Working capital Growth (%)	-30,21%	20,79%	10,15%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cashflow Growth (%)	12,11%	51,71%	-6,99%	-5,03%	32,02%	-48,09%	-33,32%	127,95%
BPOST	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	n.a.	11,66%	8,79%	-26,26%	-16,44%	-13,11%	3,77%	2,73%
Working capital Growth (%)	n.a.	-131,37%	11,44%	-30,14%	694,49%	-95,36%	2216,00%	19,69%
Cashflow Growth (%)	n.a.	25,48%	-17,40%	-89,54%	700,29%	42,35%	-0,18%	3,11%
INFRABEL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	-9,04%	-2,65%	34,69%	-57,58%	10,71%	-15,05%	n.a.	n.a.
Working capital Growth (%)	-30,21%	20,79%	10,43%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cashflow Growth (%)	12,11%	51,71%	-6,98%	n.a.	n.a.	-16,46%	n.a.	n.a.

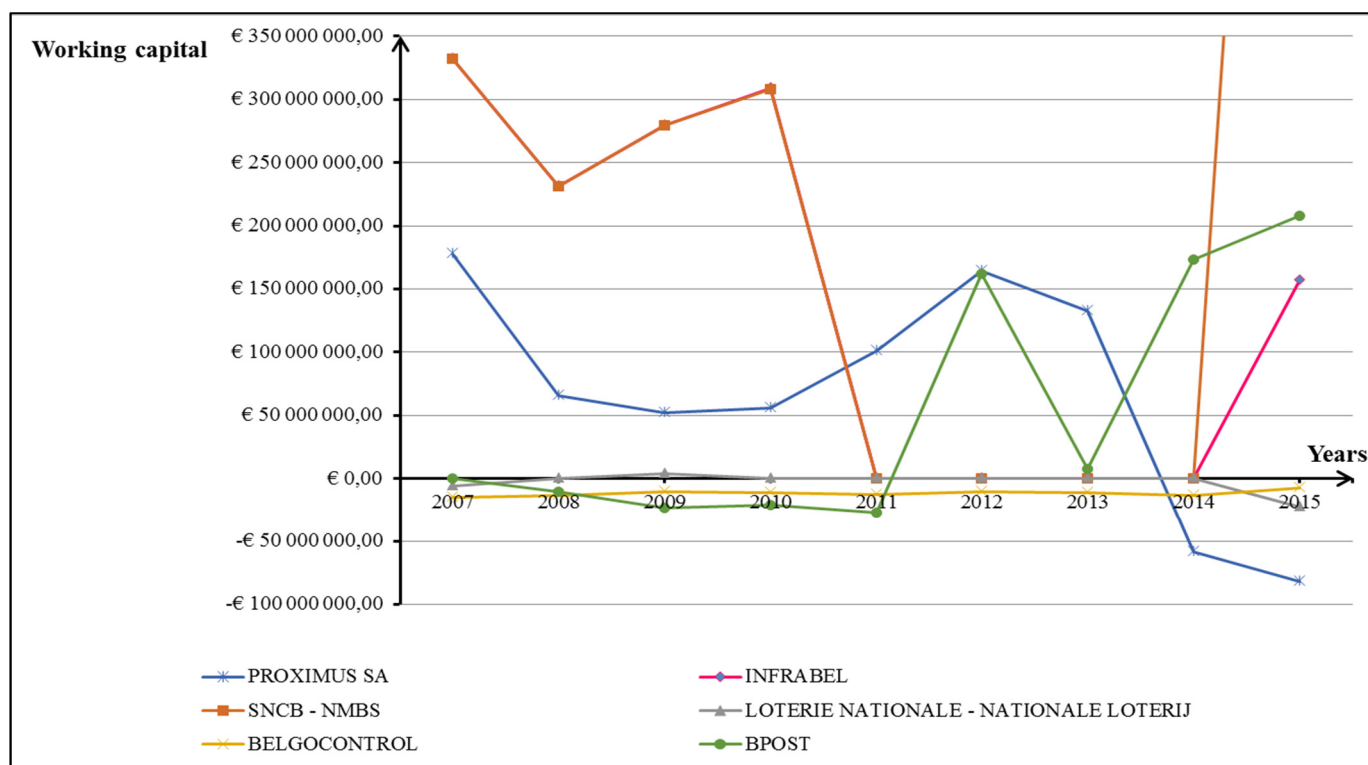
LOTÉRIE NATIONALE - NATIONALE LOTÉRIJ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	-15,49%	23,89%	-1,79%	1,37%	2,70%	-3,95%	-6,85%	9,31%
Working capital Growth (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cashflow Growth (%)	-48,41%	-21,57%	-43,75%	67,98%	-49,14%	-120,37%	655,49%	8,38%
BELGOCONTROL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio Growth (%)	-12,82%	-9,80%	-5,98%	-19,08%	-2,14%	9,49%	20,00%	28,33%
Working capital Growth (%)	12,75%	23,75%	-12,58%	-14,85%	17,51%	-1,71%	-24,99%	45,86%
Cashflow Growth (%)	-83,97%	-33,55%	-19,62%	43,89%	17,68%	26,20%	65,60%	97,92%



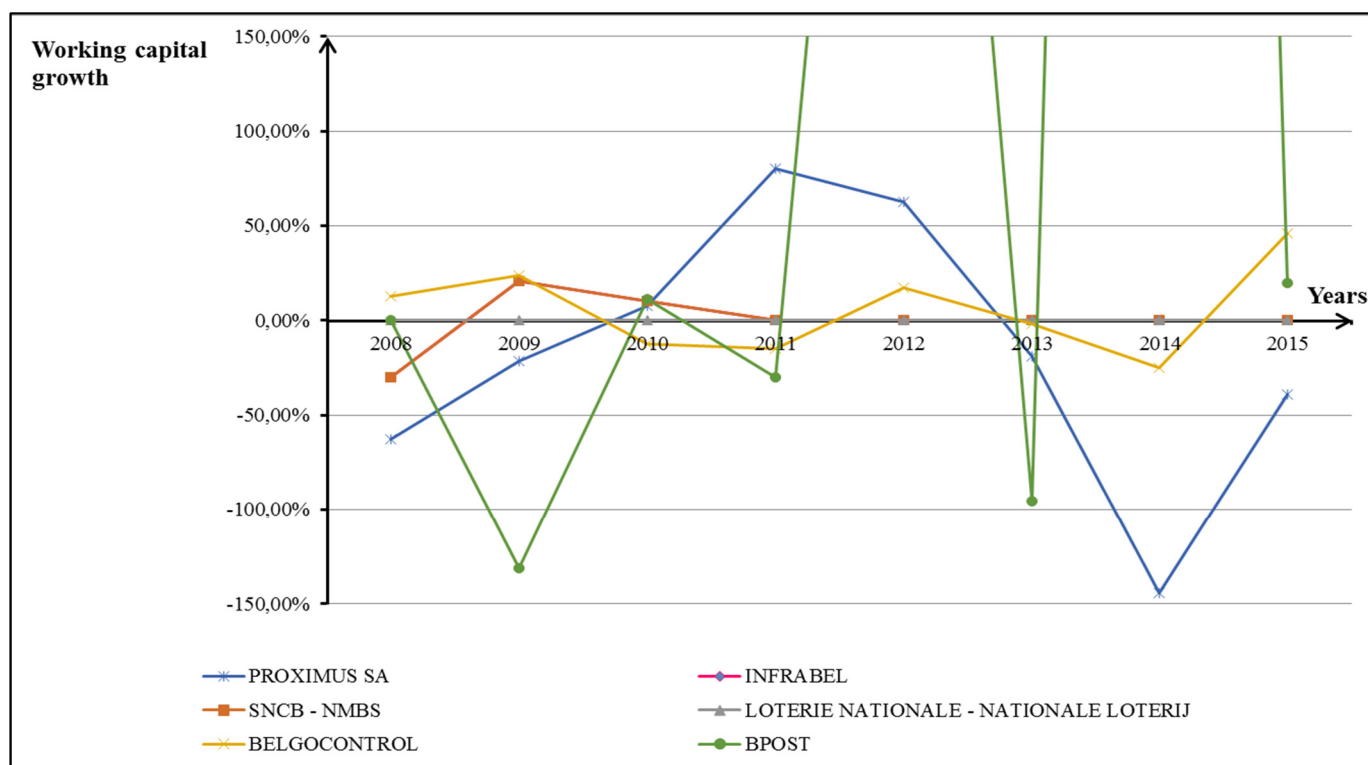
Figuur 13. Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Belgische ondernemingen



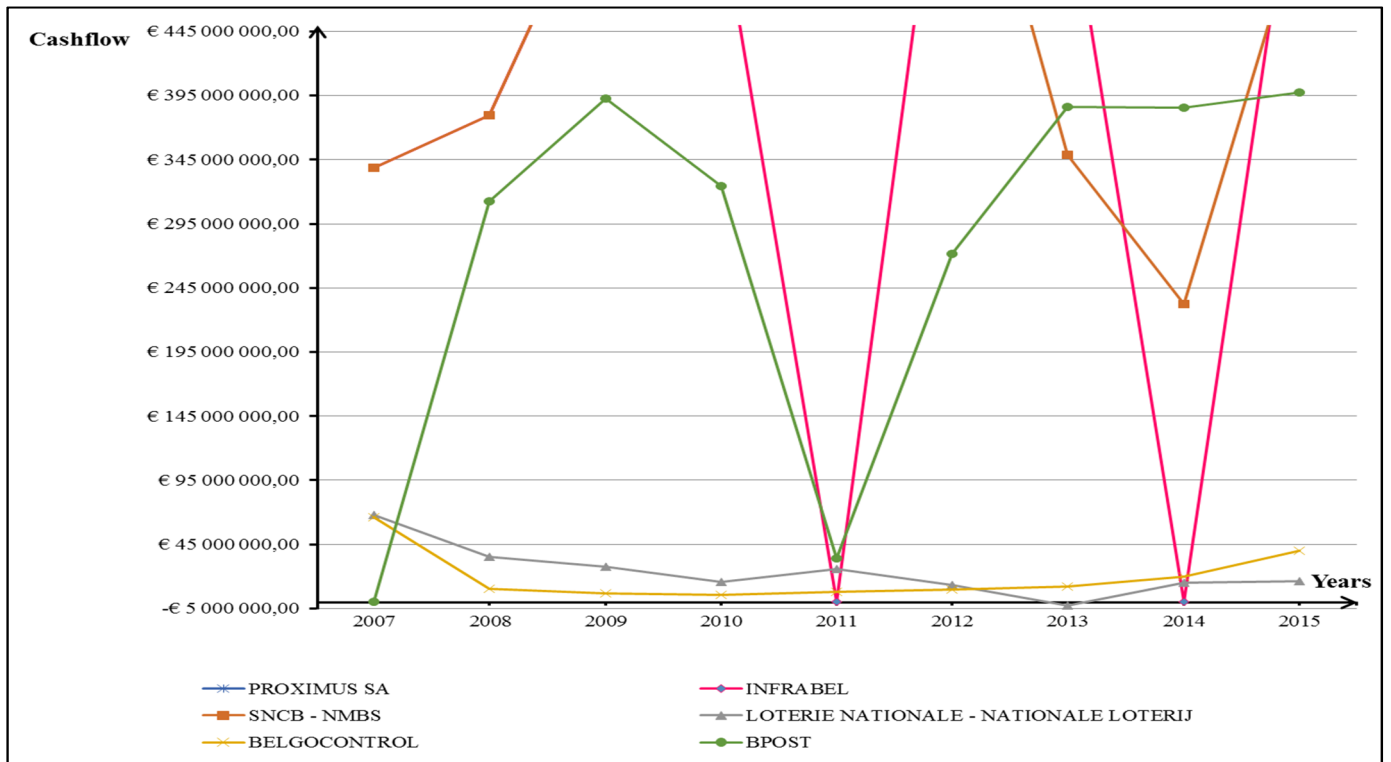
Figuur 14. Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Belgische ondernemingen



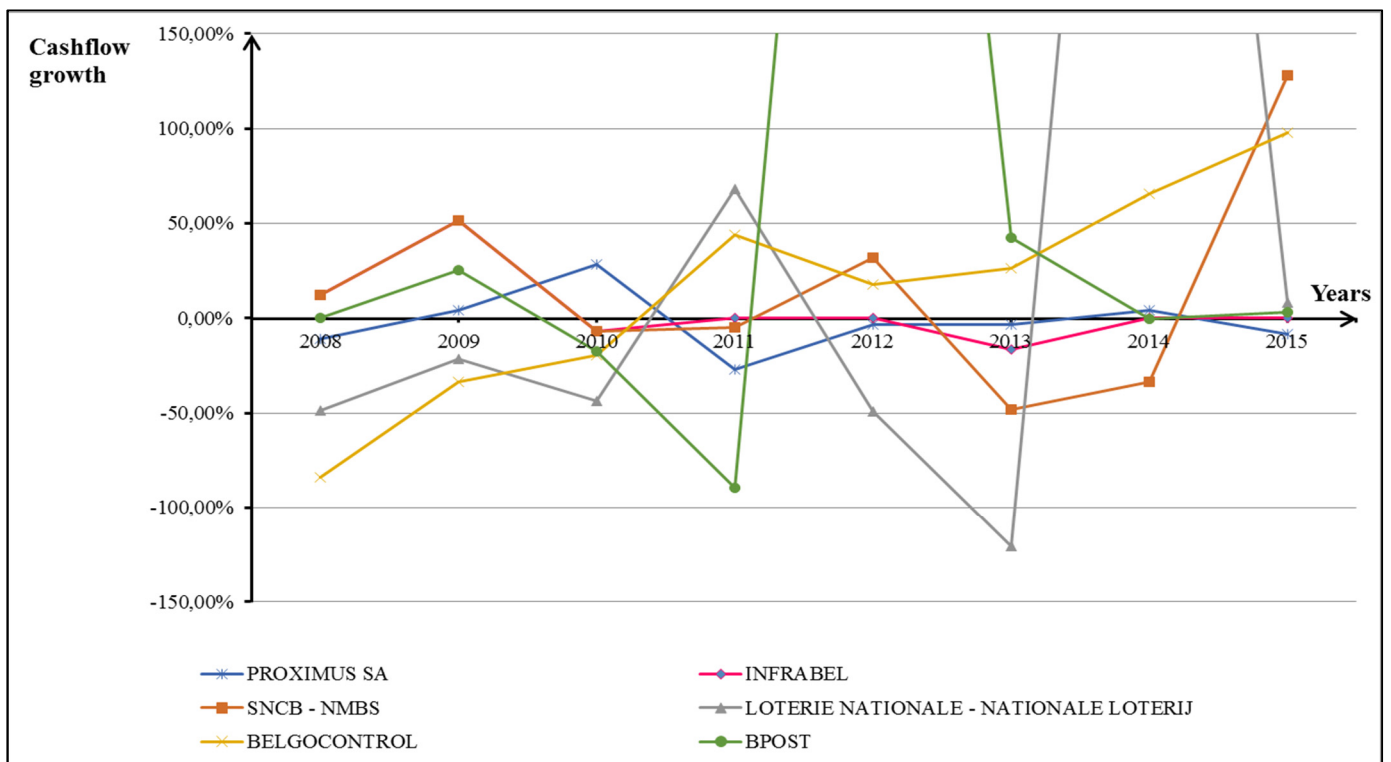
Figuur 15. Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 16. Groeipercenages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 17. Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 18. Groeipercents van de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen

In tegenstelling tot de andere grafieken, beperken de wijzigingen in de groeipercentages van de verscheidene current ratio's zich binnen de grenzen van 100%. De andere liquiditeitsindicatoren daarentegen kennen opnieuw een grilliger verloop.

Andermaal is er in het geval van Proximus sprake van afwisselende negatieve en positieve groeipercentages betreffende de current ratio. Hoewel de ratio positief bleef over de jaren heen, is het duidelijk dat gemiddeld gezien een lager niveau werd behaald na het cruciale jaartal in vergelijking met de periode daarvoor. Louter gebaseerd op deze ratio, kan er bijgevolg afgeleid worden dat de liquiditeitspositie verzwakt is. Analyse van het nettobedrijfskapitaal en de cashflow leidt tot dezelfde indicaties. Na de meest negatieve groei te kennen in de eerste jaren, kent het nettobedrijfskapitaal vervolgens een opwaartse beweging met de daarbij horende positieve groeipercentages. Een piek wordt bereikt in het jaar 2011 en ook het jaar daarna is er sprake van een positief groeipercentage. Weliswaar kent het nettobedrijfskapitaal vanaf dat moment enkel een neerwaartse beweging met zelf een negatieve waarde in de laatste twee jaren. Deze trend is eveneens terug te vinden in de grafiek met betrekking tot de absolute waarden voor deze indicator. De cashflow positie wordt gekenmerkt door minder grote sprongen en kleinere absolute waarden voor de groeipercentages. Andermaal zijn de extreme waarden in vergelijking met andere entiteiten de oorzaak waarom de bijhorende lijn niet terug te vinden is in de grafiek met de specifieke waarden voor deze indicator. Hoewel er in het eerste jaar eveneens sprake is van een negatief groeipercentage, kan er in jaar het 2009 reeds een positieve groei worden opgemerkt in de cashflow. Deze groei werd groter in het jaar 2010 om vervolgens over te gaan in de grootste daling in het jaar 2011. In de daaropvolgende jaren blijkt er stabiliteit te ontstaan rond de horizontale as en bijgevolg blijft de cashflow positie ongeveer dezelfde. Weliswaar is het ook nu noodzakelijk te vermelden dat ook het niveau van de cashflow niet meer dezelfde is als deze voor het kanteltijdstip.

De Nationale Loterij vertoont in tegenstelling tot andere indicatoren een grotere stabiliteit rond de horizontale as. Afgezien van een sprong in de eerste jaren, blijft de current ratio in de latere periode ongeveer op hetzelfde niveau. Er moet zelf vermeld worden dat deze waarde ietwat hoger ligt met als gevolg een positievere liquiditeitspositie. De cashflow kent een opmerkelijk onstabiel verloop. Startend met negatief groeipercentage, wordt de eerste positieve groei van de cashflow pas geboekt in het jaar 2011. Dit is eveneens het eerste moment dat de grafiek van de groeipercentages zich boven de horizontale as bevindt.

Vervolgens volgt het verloop van deze indicator hetzelfde pad als vermeld in de analyse van de rendabiliteitsindicatoren. Een aanzienlijke daling in de jaren daarna waarbij tevens het meest negatieve groeipercentage mee gepaard gaat. Daarna volgt een steile opwaartse beweging waarbij meteen het meest positieve groeipercentage werd verwezenlijkt in het jaar 2014 om af te sluiten met een lager maar eveneens positief groeipercentage in het laatste jaar. Zoals opgemerkt in de groeipercentages, vertonen de absolute waarden van de cashflow hetzelfde patroon. Er kan zelf gezien worden dat een negatieve cashflow werd gerealiseerd in het jaar 2013. Ondanks de opmerkelijke stijging in de daaropvolgende jaren, kan meteen gezien worden dat de cashflow positie nooit meer dezelfde hogere waarden behaalde als de eerste jaren. Wegens het ontbreken van waarden voor het nettobedrijfskapitaal, beperkt de analyse zich tot de current ratio en de cashflow.

De current ratio van Bpost vertoont positieve kenmerken in de eerste jaren met een bijhorende stijging van de indicator. Weliswaar werd deze stijging meteen gevolgd door een neerwaartse beweging met aanhoudende negatieve groeipercentages tot en met het jaar 2013. Vanaf dan werden er een aantal kleine positieve groeipercentages gerealiseerd. Deze stijging blijkt relatief aangezien de grafiek aangaande de absolute waarde van de current ratio duidelijk een daling weerspiegelt in vergelijking met de eerste periode. Noemenswaardig is opnieuw de evolutie van het nettobedrijfskapitaal en de cashflow na het kanteljaartal. Met uitzondering van het jaartal 2010, is er een negatief groeipercentage in de eerste jaren. Noodzakelijk hierbij te vermelden is dat de absolute waarden eveneens negatief zijn. Pas na het jaartal 2011 werd het nettobedrijfskapitaal omhoog getrokken naar een positieve waarde. Tevens is hier ook een bijhorend groot positief groeipercentage terug te vinden. Meteen daarna is er echter sprake van een aanzienlijk negatief groeipercentage. Weliswaar moet gezegd worden dat de absolute waarde van het nettobedrijfskapitaal wel degelijk positief blijft. Laatstgenoemd negatief groeipercentage wordt meteen gevolgd door het meest positief groeipercentage. Uiteindelijk wordt in het laatste jaar nog een kleine groei gerealiseerd van het nettobedrijfskapitaal. Het opmerkelijke zigzag patroon is terug te vinden in beide grafieken. Het feit dat overgegaan wordt van een negatief naar een positief nettobedrijfskapitaal indiceert een versterking van de liquiditeitspositie.

De cashflow positie kent eveneens een steile neerwaartse beweging. Startend met een relatief positief groeipercentage, valt de cashflow indicator vervolgens naar de laagste waarde gerealiseerd voor Bpost in het jaar 2011. Vervolgens vond er al een even significante stijging

plaats met een groeipercentage van maar liefst 700%. De daaropvolgende jaren ontstaat er ongeveer stabiliteit en bleef de cashflow positie gelijkaardig aan deze in de eerste jaren. Ondanks de sterke daling bevestigt de trend in de cashflow positie na het jaar 2011 eveneens een versterking van de liquiditeitspositie.

Ook in het geval van de NMBS en Infrabel ontbreken er waarden na het cruciale jaar waardoor de analyse beperkt blijft tot de current ratio en de cashflow. Andermaal vallen de lijnen voor beide bedrijven ongeveer samen. De current ratio daalt in mindere mate om daaropvolgend in het jaar 2010 de grootste waarde te bereiken. Weliswaar vindt daarna de meest negatieve groei plaats. In de grafiek van de groeipercentages wordt dan ook de meest negatieve waarde bereikt onder de horizontale as. Vervolgens kan opgemerkt worden dat na deze neerwaartse beweging de waarde schommelt met de daarbij horende negatieve en positieve groeipercentages. Het ontbreken van gegevens zorgt ervoor dat nulwaarden kunnen teruggevonden worden in de desbetreffende grafieken. De forse daling in het jaar 2011 is tevens de oorzaak waarom de current ratio niet meer hetzelfde niveau behaalt als de eerste jaren. Weliswaar moet opgemerkt worden dat over de latere periode heen de current ratio gemiddeld stijgt in vergelijking met de waarde in het jaar 2011. Ondanks de forse daling is het dus fout af te leiden dat de liquiditeitspositie verzwakt is als gevolg van de wijziging van de wettelijke context inzake de samenstelling van bestuursraden, aangezien de verzwakking reeds gebeurde voor het cruciale jaartal.

Opnieuw zorgt het ontbreken van waarden ervoor dat nulwaarden worden bereikt in de grafiek van absolute waarden met betrekking tot Infrabel. Het is bijgevolg onjuist de daling in de cashflow positie te verklaren aan de hand van mindere prestaties aangezien de oorzaak het ontbreken van waarden is. Omwille van die reden gebeurt de cashflow analyse enkel voor de NMBS. Ondanks een gerealiseerd negatief groeipercentage in de jaren 2010 en 2011, kent de cashflow indicator over het algemeen een sterke stijging vanaf 2007 tot en met het jaar 2012. Bovendien wordt de hoogste waarde eveneens gerealiseerd in het jaar 2012. Na het bereiken van de hoogste waarde voor de cashflow, is er meteen sprake van het meest negatieve groeipercentage in het jaar 2013 en valt de waarde in het jaar 2014 naar een eerder ongekend laag niveau. NMBS slaagde er uiteindelijk in het niveau in het jaar 2015 omhoog te trekken naar een hogere waarde gelijkaardig aan de cijfers in het jaar 2010. Het feit dat er eerst sprake is van een significante stijging van de cashflow positie en daaropvolgend de grootste daling

plaats vindt, maakt het moeilijk een mogelijke positieve of negatieve impact af te leiden als gevolg van de desbetreffende nieuwe wettelijke context.

De positie onder de horizontale as in de grafiek van de groeipercentages en de gegevens in de tabel tonen duidelijk dat Belgocontrol een negatieve groei kent betreffende de current ratio tot en met het jaar 2012. Vervolgens is er enkel nog sprake van het stijgen van de current ratio tot in het jaar 2015. Opnieuw maakt de afwisseling van zowel een verzwakking als een versterking net na het kanteltijdstip het moeilijk een gerichte impact te bespreken met betrekking tot de liquiditeitspositie. Over het algemeen kan op basis van deze indicator weliswaar worden gesteld dat er meer sprake is van een versterking in plaats van een verzwakking in de latere periode van de analyse.

Uit de grafiek van de groeipercentages betreffende het nettobedrijfskapitaal is duidelijk af te leiden dat er geschommeld wordt rond de horizontale as. Positieve groeipercentages wisselen af met negatieve groeipercentages. Ook de grafiek van de absolute waarden vertoont een ongeveer horizontale lijn. Enkel in het laatste jaar is er sprake van een ietwat sterkere positieve groei van het nettobedrijfskapitaal. De bijhorende waarde van deze indicator is dan ook het minst negatief voor het jaar 2015.

De cashflow kent opnieuw een grilliger verloop. Analoog aan de current ratio is er de eerste jaren enkel sprake van negatieve groeipercentages. De periode is weliswaar minder lang dan bij de current ratio. Al vanaf het jaar 2011 wordt er een positief groeipercentage verwezenlijkt en dit blijft ook positief voor de verdere jaren. Andermaal wordt de grootste stijging gerealiseerd in het jaar 2015. Hieruit afleiden dat de liquiditeitspositie bijgevolg versterkt is in de laatste jaren is bijgevolg terecht.

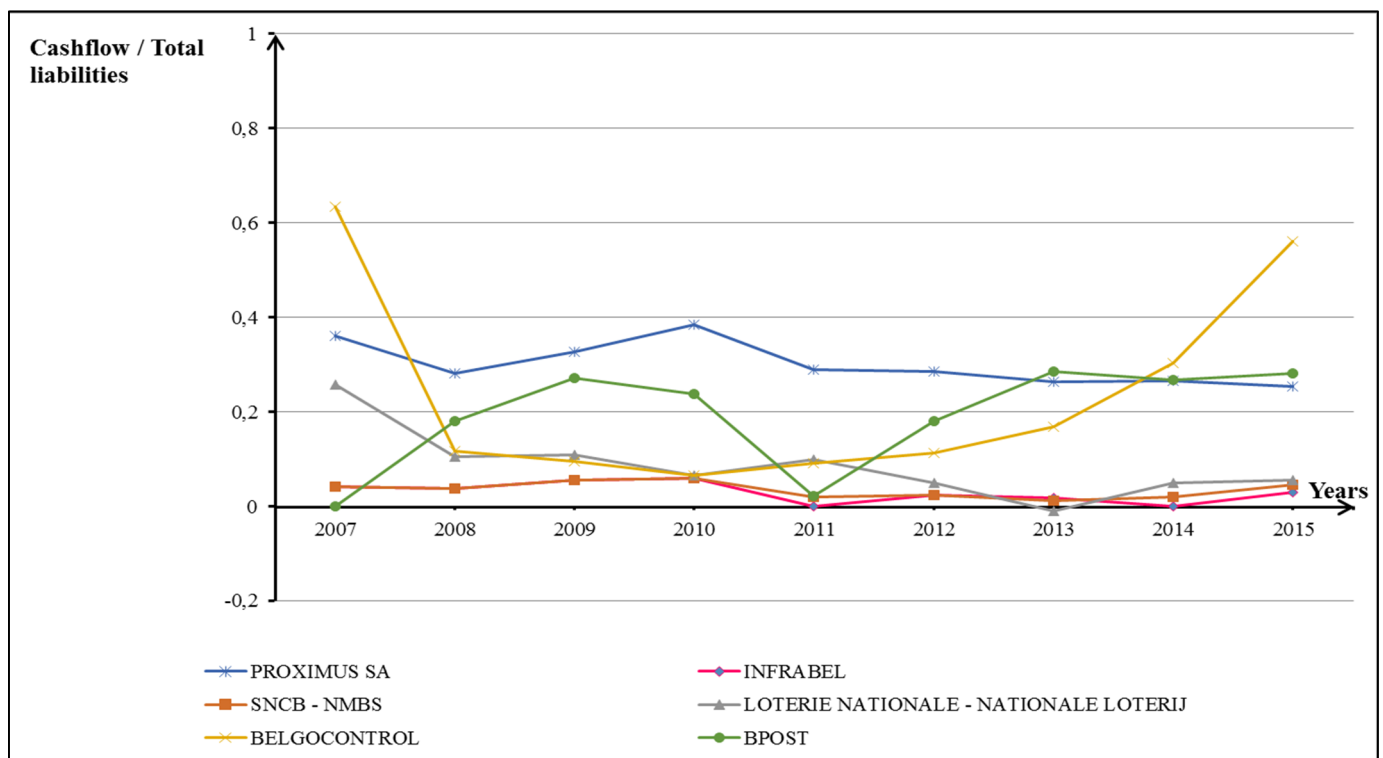
5.2.1.4. Solvabiliteit

Het laatste analyseconcept met betrekking tot de Belgische ondernemingen begint eveneens met het weergeven van een tabel met de bijhorende groeipercentages betreffende de solvabiliteitsindicatoren. Vervolgens worden de bijhorende grafieken geplot om dergelijke evoluties of trends te achterhalen.

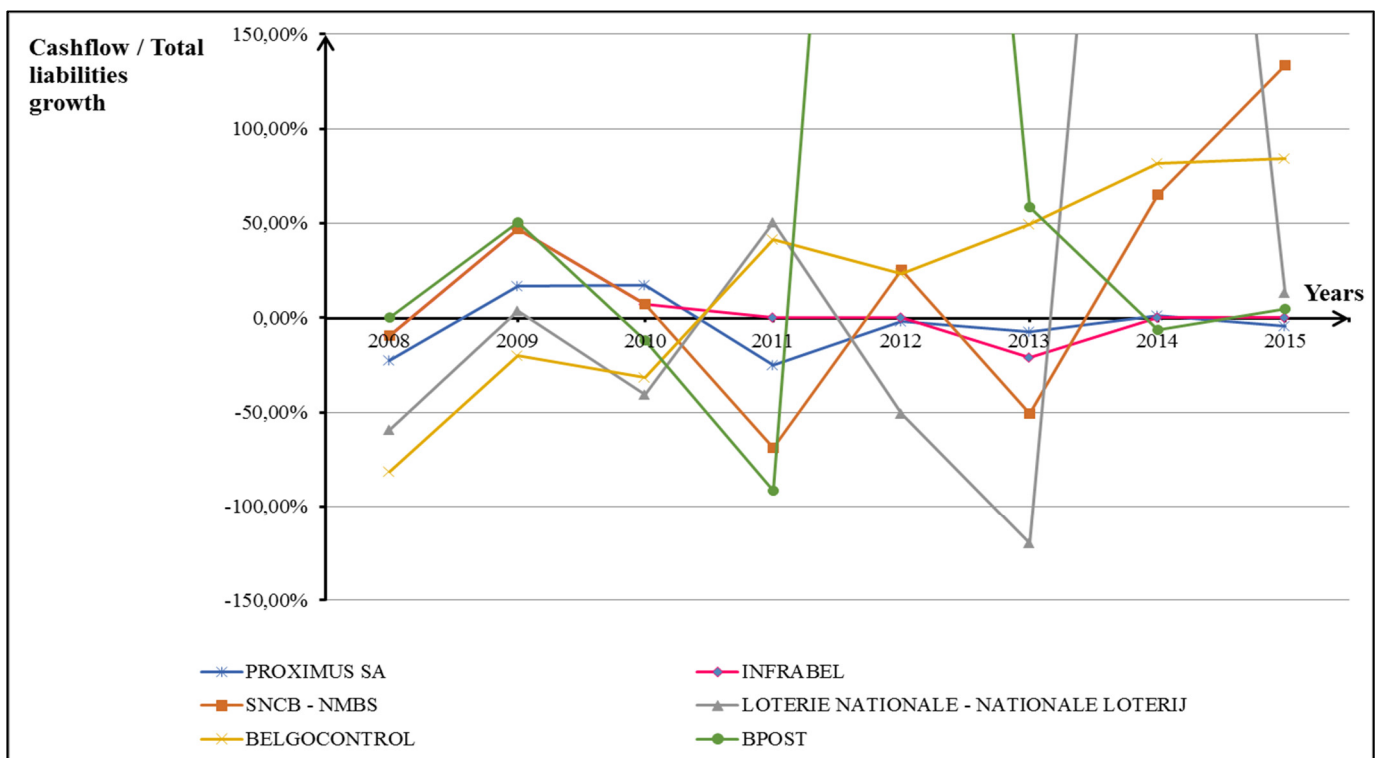
Tabel 4. *Groeipercentages van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Belgische ondernemingen.*

PROXIMUS SA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-22,24%	16,57%	17,32%	-24,75%	-1,59%	-7,59%	1,11%	-4,35%
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	-21,15%	24,39%	11,76%	3,51%	1,69%	-5,00%	-7,02%	5,66%
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	-15,15%	15,97%	7,89%	1,42%	1,32%	-3,68%	-3,60%	2,76%
SNCB - NMBS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-9,28%	46,96%	7,16%	-68,69%	25,58%	-50,81%	64,99%	133,79%
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	17,03%	0,39%	7,73%	-102,07%	-74,64%	-78,42%	49,07%	66,67%
BPOST	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	n.a.	50,66%	-12,06%	-91,25%	765,25%	58,36%	-6,29%	4,80%
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	n.a.	47,17%	5,13%	-41,46%	0,00%	-10,42%	9,30%	4,26%
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	n.a.	25,88%	2,60%	-28,22%	0,80%	-8,20%	7,39%	2,46%

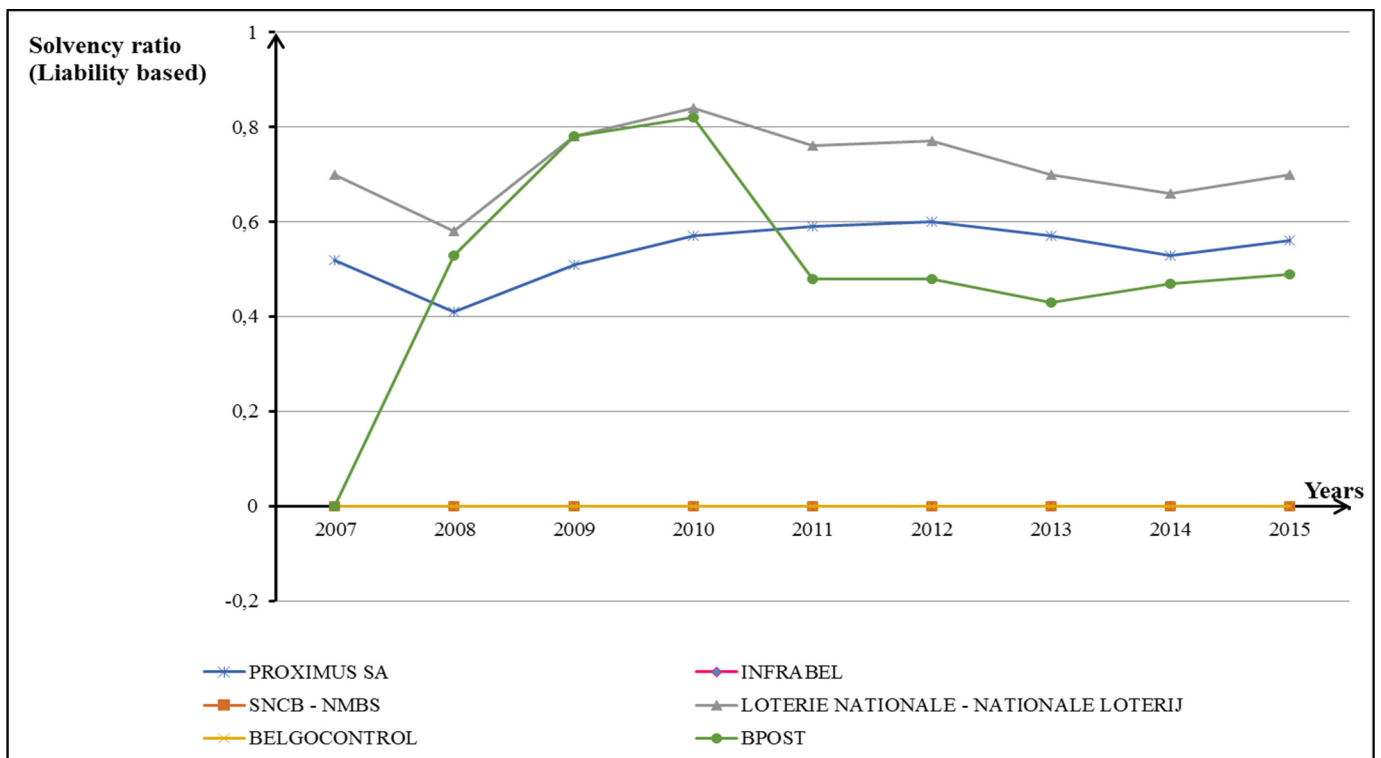
INFRABEL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-9,28%	46,96%	7,17%	n.a.	n.a.	-20,83%	n.a.	n.a.
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	n.a.
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	17,03%	0,39%	7,73%	-102,07%	-74,64%	-78,42%	n.a.	n.a.
LOTERIE NATIONALE - NATIONALE LOTERIJ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-59,24%	3,64%	-40,50%	50,77%	-50,48%	-119,55%	618,10%	13,20%
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	-17,14%	34,48%	7,69%	-9,52%	1,32%	-9,09%	-5,71%	6,06%
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	-10,49%	19,31%	4,24%	-5,40%	0,39%	-5,43%	-2,85%	3,06%
BELGOCONTROL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-81,49%	-19,93%	-31,72%	41,58%	23,23%	49,50%	81,64%	84,20%
Solvency ratio (Liability based) Growth (%)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Solvency ratio (Asset based) Growth (%)	2,38%	2,78%	-7,98%	-4,00%	-1,79%	3,53%	2,98%	3,03%



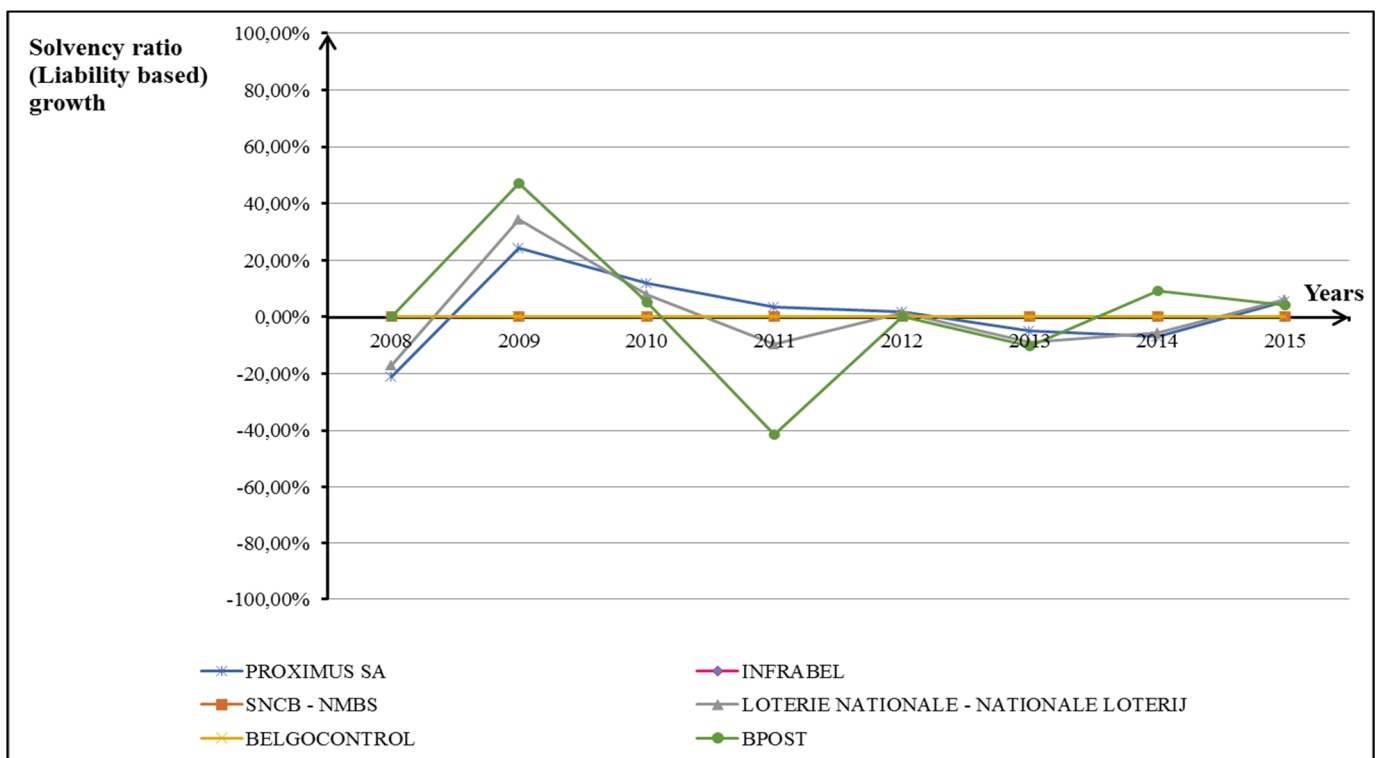
Figuur 19. Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen



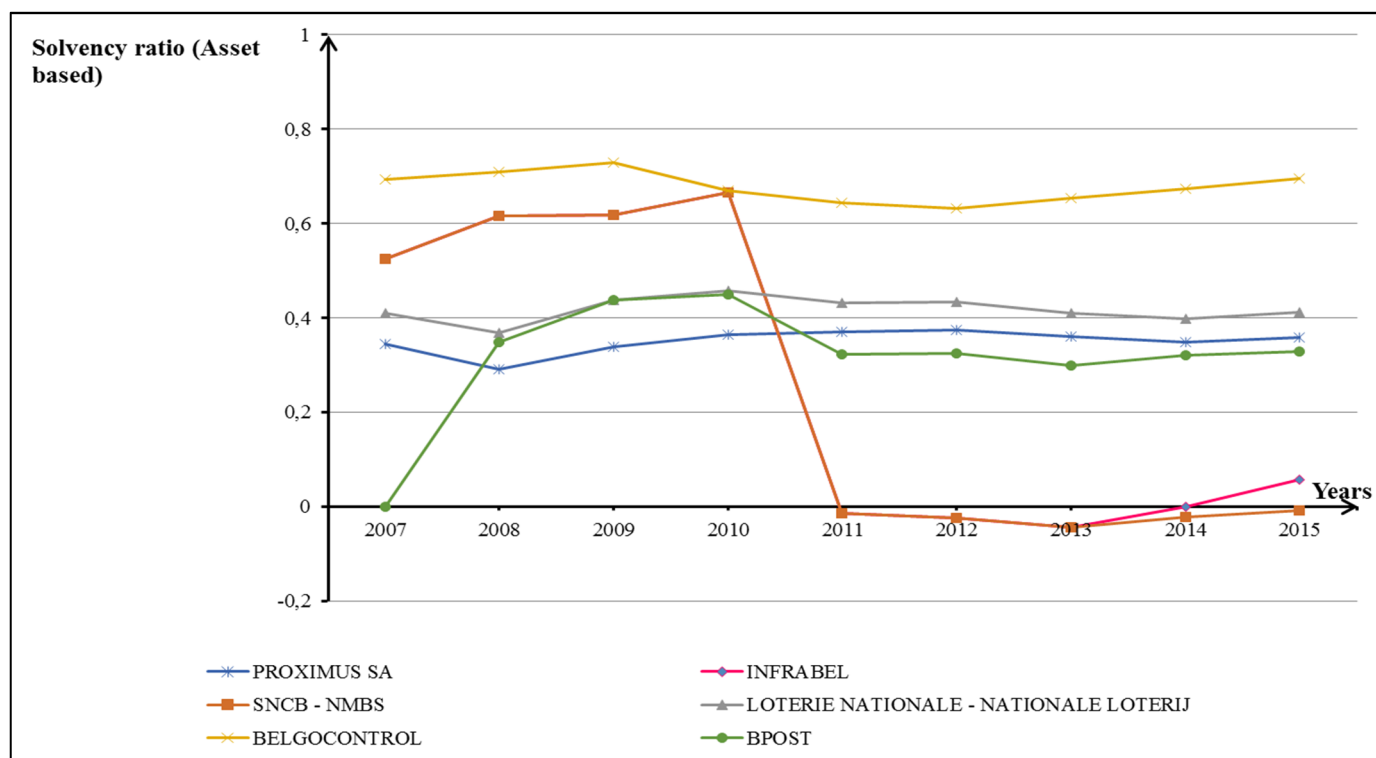
Figuur 20. Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Belgische ondernemingen



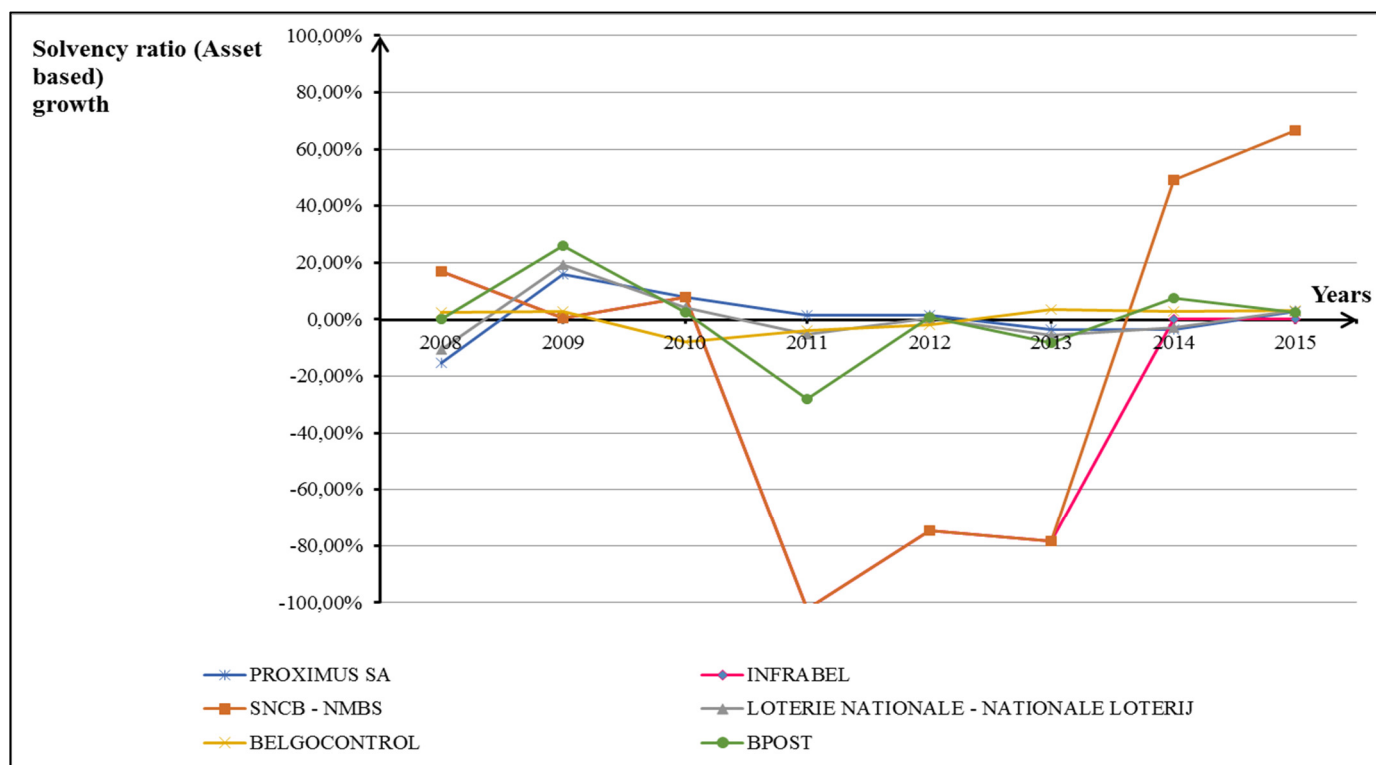
Figuur 21. Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 22. Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 23. Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen



Figuur 24. Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Belgische ondernemingen

Zoals het geval bij vorige indicatoren, blijkt ook in het geval van solvabiliteit Proximus een relatief stabiel te kennen. Opnieuw wordt er geschommeld rond de horizontale as van de grafieken met betrekking tot de groeipercentages. Weliswaar moet vermeld worden dat de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow ietwat negatiever werd in de latere jaren. De daarbij horende (kleine) negatieve groeipercentages zijn dan ook logisch. De andere ratio's volgen ongeveer een gelijkaardig verloop. Beiden starten met een negatief groeipercentage om vervolgens een positief groeipercentage te vertonen tot en met het jaar 2012. Daaropvolgend werd andermaal overgegaan in een daling om vervolgens weer te stijgen in het laatste jaar. De indicator gerelateerd aan de financiële onafhankelijkheid heeft echter wel grotere absolute waarden in vergelijking met de andere indicator. Dit blijkt ook duidelijk in de grafieken betreffende het verloop van de absolute cijfers waar er grotere sprongen kunnen waargenomen worden in vergelijking met de grafiek gerelateerd aan de ratio met betrekking tot de activa. De daling van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow in de laatste jaren is een signaal van een negatieve impact op de solvabiliteitspositie, het stijgen van de andere ratio's impliceert een versterking van de solvabiliteitspositie in de latere periode. Weliswaar zorgen de schommelingen tussen positieve en negatieve percentages na het kanteltijdstip ervoor dat bepaalde afleidingen aangaande een versterking of een verzwakking moeilijk kunnen worden geformuleerd.

De dekking van het vreemd vermogen voor de Nationale Loterij kent in de grafiek van de groeipercentages een zigzag patroon. Weliswaar zijn de negatieve groeipercentages in de jaren 2008 en 2010 groter in absolute waarde dan het positief groeipercentage in het jaar 2009. Opnieuw werd er een piek in de groei bereikt in het jaar 2011. Analoog aan andere indicatoren werd deze piek meteen gevolgd door een significante daling. In 2013 werd zelf een negatieve waarde gerealiseerd voor deze ratio. Uiteindelijk werd deze waarde opnieuw gekenmerkt door een sterk positieve groei en bijgevolg een positieve waarde. Weliswaar is deze waarde niet meer dezelfde als voordien.

De andere ratio's kennen ook in het geval van de Nationale Loterij een gelijkaardig verloop. Wanneer de ene stijgt (daalt) in waarde vergeleken met het jaar ervoor, zo stijgt (daalt) ook de andere ratio. De onafhankelijkheidsindicator is ook hier groter in absolute waarden. In beide grafieken van de groeipercentages is duidelijk op te merken dat na een daling en een daaropvolgende grotere forse stijging in de eerste jaren, de lijnen vervolgens dicht bij de horizontale as liggen. Grote opmerkelijke wijzingen blijven bijgevolg uit. In 2010 werd voor

beide ratio's de grootste waarde gerealiseerd. Daarna volgde een geleidelijke daling. De periode na 2011 is bijgevolg gekenmerkt door een kleine, weliswaar negatieve impact op de solvabiliteitspositie in vergelijking met de positievere invloed in de eerdere jaren.

Gegeven het verloop van de cashflow bij het bespreken van vorige indicatoren, kent ook de ratio met betrekking tot het dekken van het vreemd vermogen door de cashflow in het geval van Bpost een grote stijging in de eerste jaren. Deze stijging werd weliswaar meteen gevolgd door een forse daling en de laagste waarde werd gerealiseerd in het jaar 2011. Deze daling werd meteen gevolgd door het grootste groeipercentage waardoor de solvabiliteitspositie terug versterkte en de bijhorende waarde gebracht werd naar een niveau hoger dan voor de forse daling. Vervolgens ligt het groeipercentage dicht bij de horizontale as en blijft met andere woorden de waarde ongeveer dezelfde in de laatste jaren. Andermaal is de versterking van de positie na het kanteltijdstip noemenswaardig.

Analoog aan voorgaande gevallen kennen ook in het geval van Bpost de andere ratio's een gelijkaardig verloop, met de groeipercentages van de ratio gerelateerd aan financiële onafhankelijkheid groter in absolute waarden. Een geleidelijke stijging werd gevolgd door een opmerkelijke daling in het jaar 2011. Daaropvolgend wisselen positieve en negatieve groeipercentages af en bleef de waarde schommelen rond dezelfde waarde gerealiseerd in het jaar 2011. De periode na 2011 is bijgevolg gekenmerkt door stabiliteit en op basis van deze ratio's is het dan ook moeilijk uitspraken te formuleren met betrekking tot een positieve of negatieve impact. De significante daling vond plaats voor het cruciale jaartal en mag niet gebruikt worden als argumentatie aangaande het verzwakken van de solvabiliteitspositie na het invoeren van een vrouwenquotum.

Wegens het niet significant zijn van de ratio gebaseerd op de financiële onafhankelijkheid, beperkt de analyse in het geval van de NMBS en Infrabel zich tot het verloop van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow en de solvabiliteitsindicator gebaseerd op de activa.

Afgezien van het feit dat nulwaarden worden geplot in het geval van Infrabel wegens het ontbreken van gegevens, vertoont de grafiek betreffende het dekken door de cashflow eenzelfde verloop als deze van de NMBS. Op basis van de grafiek van absolute waarden kan enkel afgeleid worden dat de waarde ongeveer dezelfde blijft over de geanalyseerde periode.

Mits een geleidelijke daling werd in het laatste jaar een stijging gerealiseerd waardoor hetzelfde level werd bereikt als de eerste jaren. De grafiek met betrekking tot de groeipercentages geeft meer details. Een grote stijging in het jaar 2009 werd gevolgd door een kleinere stijging in het jaar 2010 om vervolgens opmerkelijk te dalen in het jaar 2011. Vervolgens is er een afwisseling tussen een positief en een negatief groeipercentage en uiteindelijk werd een significante stijging verwezenlijkt in de laatste jaren. Het ontbreken van een constante trend na het kanteltijdstip maakt het andermaal moeilijk bepaalde specifieke gevolgen te formuleren.

De solvabiliteitsindicator gebaseerd op de activa kent enkel positieve groeipercentages tot en met het jaar 2010. Hoewel deze ratio stabiel en positief evolueert in de eerste jaren, is het noemenswaardig dat vanaf 2011 een negatieve waarde wordt gerealiseerd voor deze ratio. Het daarbij horende groeipercentage is dan ook meteen het meest negatieve. Daaropvolgend bleef de waarde dalen tot en met het jaar 2013. Vanaf dan werd er een positief groeipercentage verwezenlijkt, maar bleef de waarde echter negatief. Het blijven dalen kort na het kanteltijdstip is een negatief signaal voor de solvabiliteitspositie van zowel de NMBS als Infrabel.

Analoog zijn ook de gegevens in het geval van Belgocontrol met betrekking tot de financiële onafhankelijkheid niet significant. De analyse beperkt zich eveneens tot de overige indicatoren.

Hetzelfde verloop kan opgemerkt worden als vorige indicatoren. De dekking van het vreemd vermogen door de cashflow wordt gekenmerkt door een significante daling in waarde tot en met het jaar 2010. Vanaf het jaar 2011 gaan de negatieve groeipercentages over naar positieve groeipercentages met de sterkste stijgingen in de laatste jaren. Het stijgen van deze ratio in de jaren na het kanteltijdstip zijn een indicatie voor een sterkere solvabiliteitspositie.

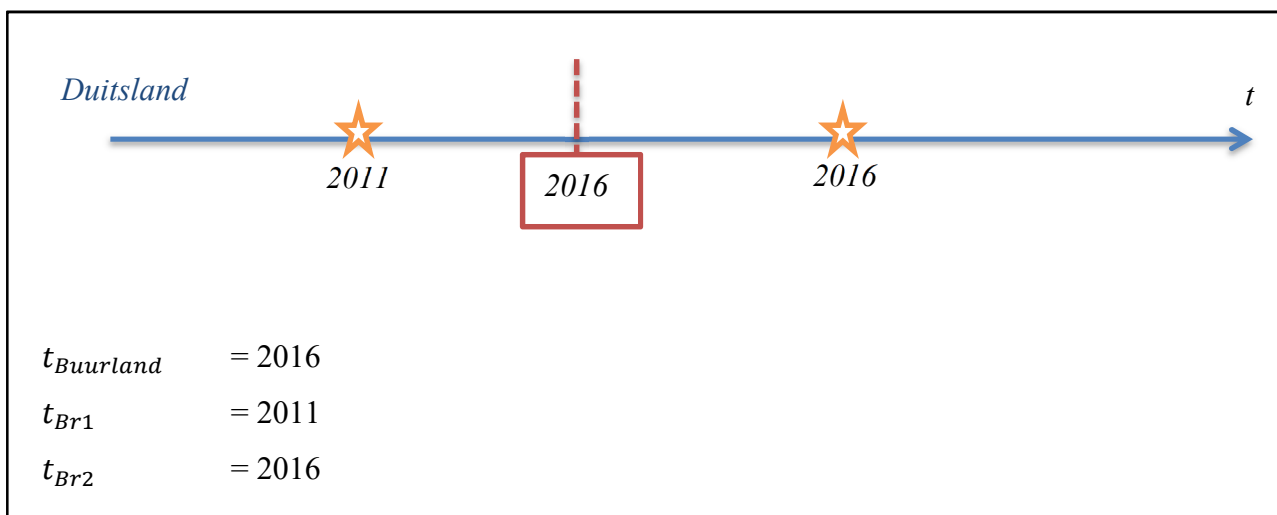
De solvabiliteitsindicator gebaseerd op de activa vertoont een veel stabiel verloop. Mits een kleine daling van waarde in het jaar 2010, wordt uiteindelijk hetzelfde niveau ongeveer behouden in vergelijking met de vroegere periodes. Kleinere stijgingen heffen dan ook de daling in het jaar 2010 op. De grafiek van groeipercentages is dan ook terug te vinden dicht bij de horizontale as.

5.2.2. Duitsland

Ter verduidelijking wordt gestart met een algemeen beeld te geven in verband met de analyse van de buurlanden. Aangezien voornamelijk gefocust wordt op België, wordt zoals eerder vermeld gekozen een groepsanalyse uit te voeren in het geval van de buurlanden. Door het uitvoeren van een groepsanalyse is het niet toepasselijk conclusies te trekken voor individuele bedrijven. Immers kunnen extreme negatieve waarden van het ene bedrijf eventueel de extreme positieve waarden van een ander bedrijf uit balanceren waardoor een algemeen evenwichtig beeld wordt verkregen. Ondanks het evenwichtig beeld, vertonen de individuele entiteiten in het vorig voorbeeldje een andere trend. Een ander punt gerelateerd aan het gebruiken van een groepsanalyse en het werken met gemiddelden, is het feit dat bepaalde bedrijven een groter relatief gewicht vertonen dan andere bedrijven, met als gevolg een grotere impact. Bijgevolg moet indachtig worden gehouden dat individuele conclusies in geen geval mogelijk zijn. Enkel de algemene gemiddelde trend van een welbepaalde indicator kan worden geanalyseerd.

Hierbij kan ook worden vermeld dat de percentages in absolute waarden eveneens kleiner zijn in vergelijking met de groeipercents van individuele bedrijven. Dit is alsook een gevolg van te werken met gemiddelden en het uitvoeren van een groepsanalyse. Wanneer voor een bedrijf bepaalde gegevens ontbreken, worden deze bedrijven automatisch door de Orbis Europe database weggelaten uit de selectie om vervolgens op basis van de bestaande gegevens een gemiddelde te berekenen.

Zoals in het geval van België wordt eerst en vooral de bijhorende tijdsas weergegeven.



Figuur 25. Tijdsas Duitsland

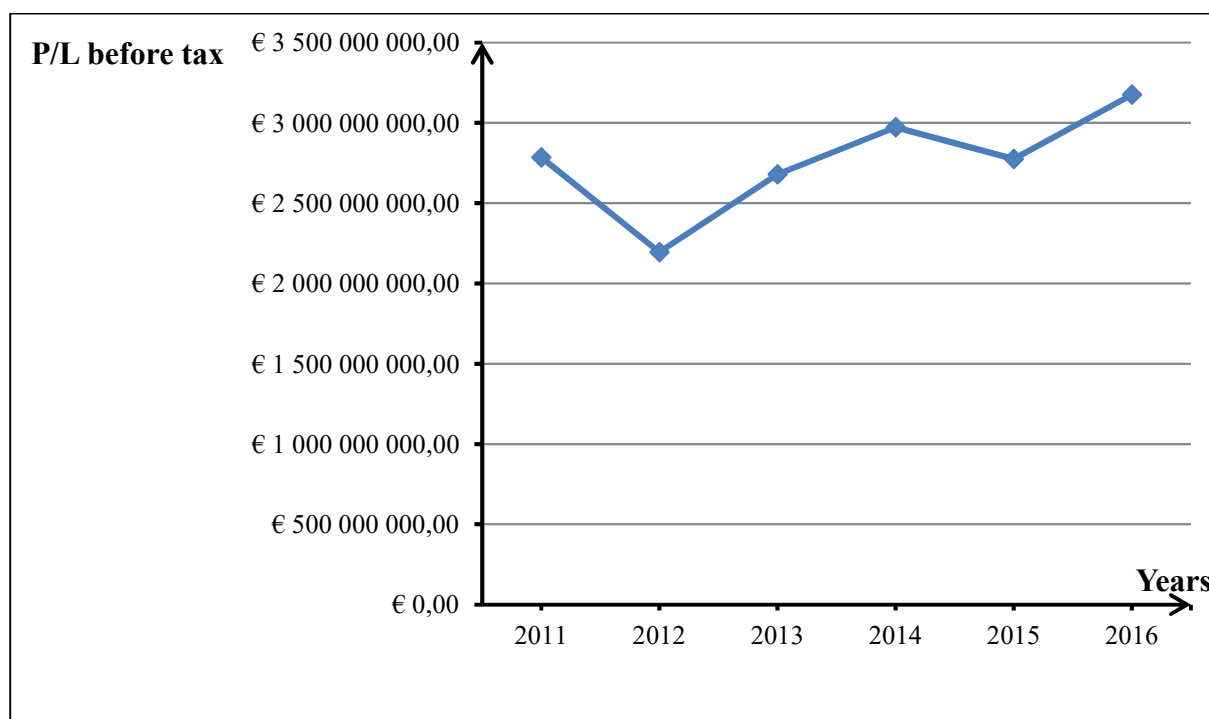
Het moet ondertussen duidelijk zijn dat de wettelijke wijziging in het geval van Duitsland recenter is in vergelijking met bepaalde andere landen. Dit wordt eveneens weerspiegeld in bovenstaande figuur. Hoewel $t_{Buurland}$ en t_{Br2} hetzelfde zijn, wordt toch gekozen beide te weergeven in de figuur. Dit met als doel het theoretische vooropgestelde model zo concreet mogelijk en volledig in te vullen. In de volgende delen worden andermaal de verschillende indicatoren overlopen met de daarbij horende tabellen en grafieken.

5.2.2.1. Winst vóór belastingen

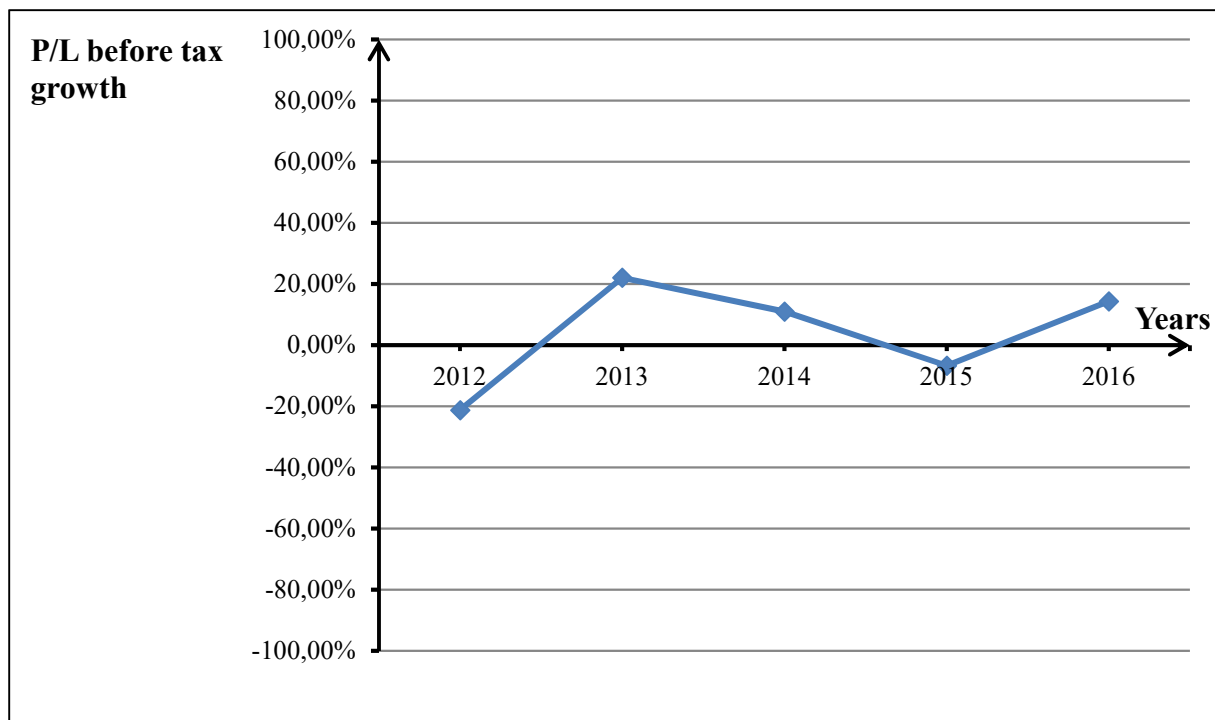
Tabel 5. *Groeperpercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen*

German Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average Growth (%)	-21,20%	22,07%	10,96%	-6,65%	14,40%

De grafieken in verband met de winst vóór belastingen worden hieronder weergegeven.



Figuur 26. Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 27. Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen

De grootste daling in de winst vóór belastingen vond meteen plaats in het jaar 2012. Het daarbij horende groeipercentage is dan ook logischerwijs het meest negatieve groeipercentage en bevindt zich voor dit jaartal het meest onder de horizontale as. Vervolgens was er een geleidelijke stijging tot in het jaar 2014, met het grootste positieve groeipercentage in het jaar 2013. Daaropvolgend was er opnieuw een kleine daling met als gevolg dat ongeveer hetzelfde niveau werd bereikt als in het jaar 2011. Positief is de opnieuw opmerkelijke groei in de winst vóór belastingen na het kanteltijdstip met een daarbij horende positie boven de horizontale as. Dit kan eventueel wijzen op een positieve trend in de nabije toekomst.

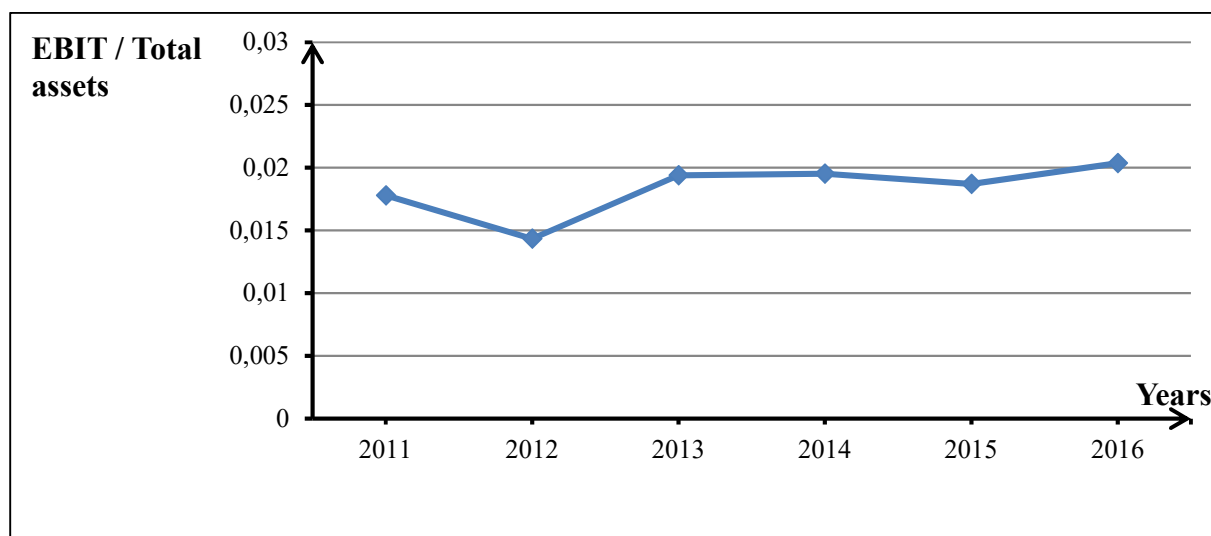
5.2.2.2. Rendabiliteit

Tabel 6 bevat de groeipercentages gerelateerd aan de rendabiliteitsindicatoren in verband met de Duitse geselecteerde ondernemingen.

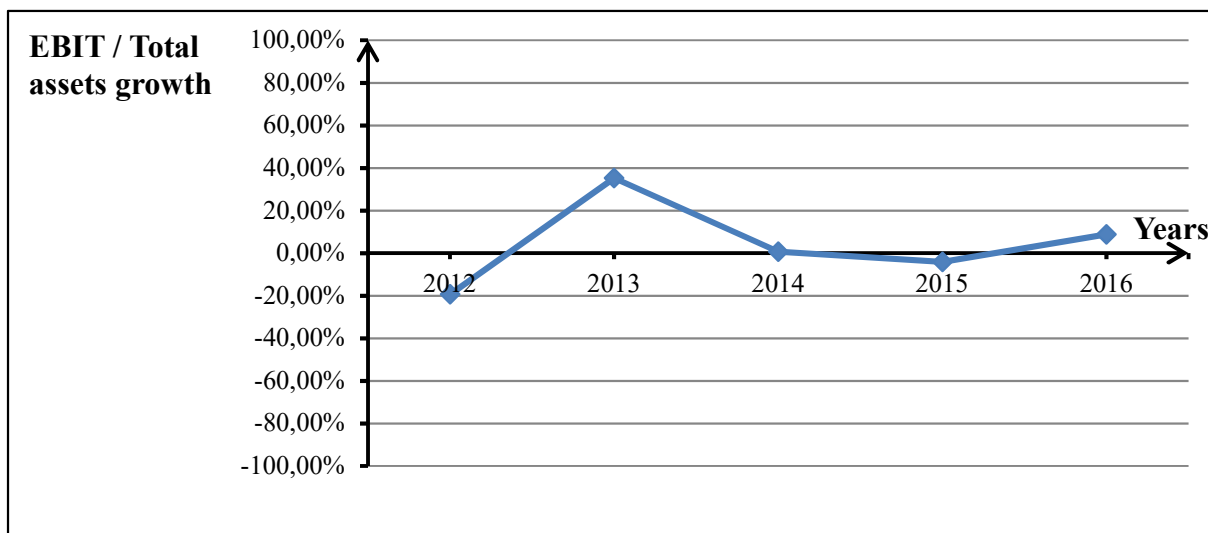
Tabel 6. *Groeipercentages van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.*

German Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT/Total assets - Average Growth (%)	-19,38%	35,21%	0,74%	-4,18%	8,80%
ROA using Net income - Average Growth (%)	-34,12%	44,96%	-3,47%	-2,31%	-9,21%
ROE using P/L before tax - Average Growth (%)	-35,47%	31,48%	19,79%	-9,99%	-37,80%
ROE using Net income - Average Growth (%)	-52,53%	69,54%	27,38%	-11,38%	-252,64%

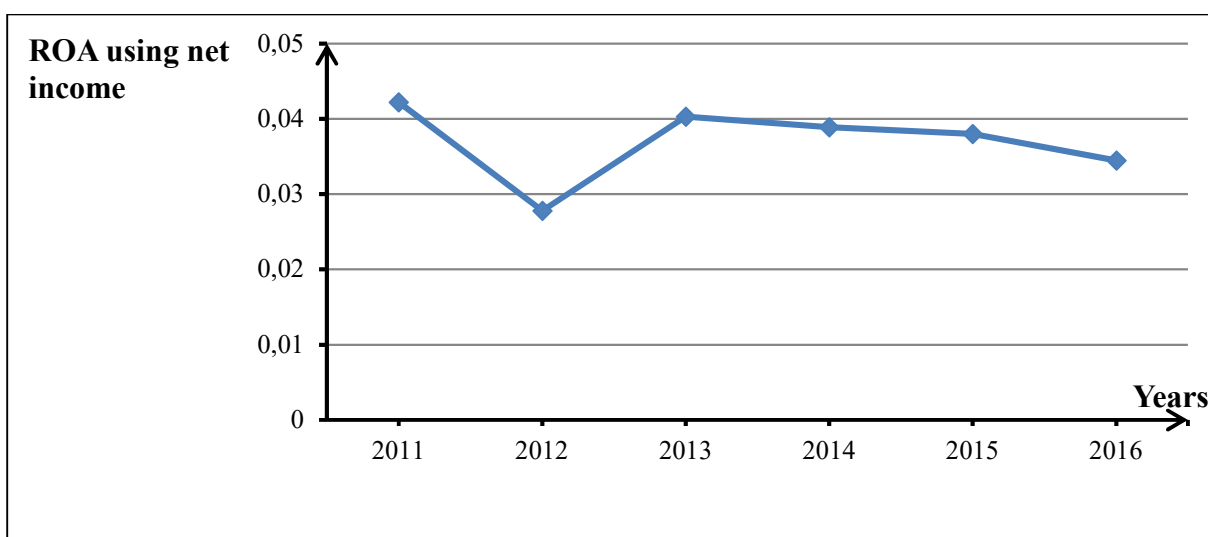
De onderstaande grafieken visualiseren het algemeen niveau van deze indicatoren en de groeipercentages in verband met de Duitse geselecteerde ondernemingen.



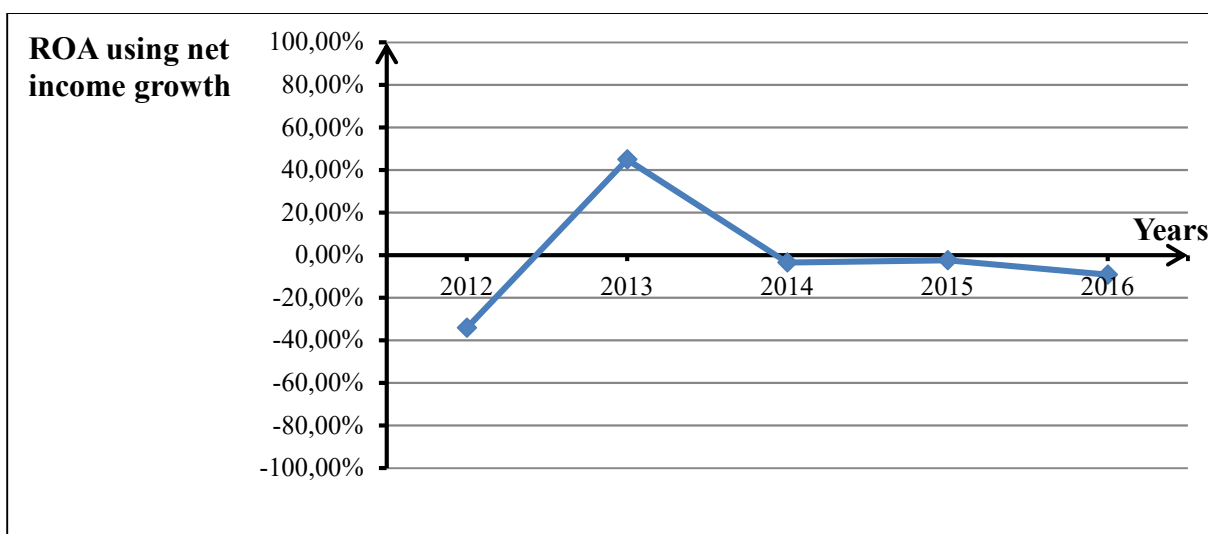
Figuur 28. Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Duitse ondernemingen



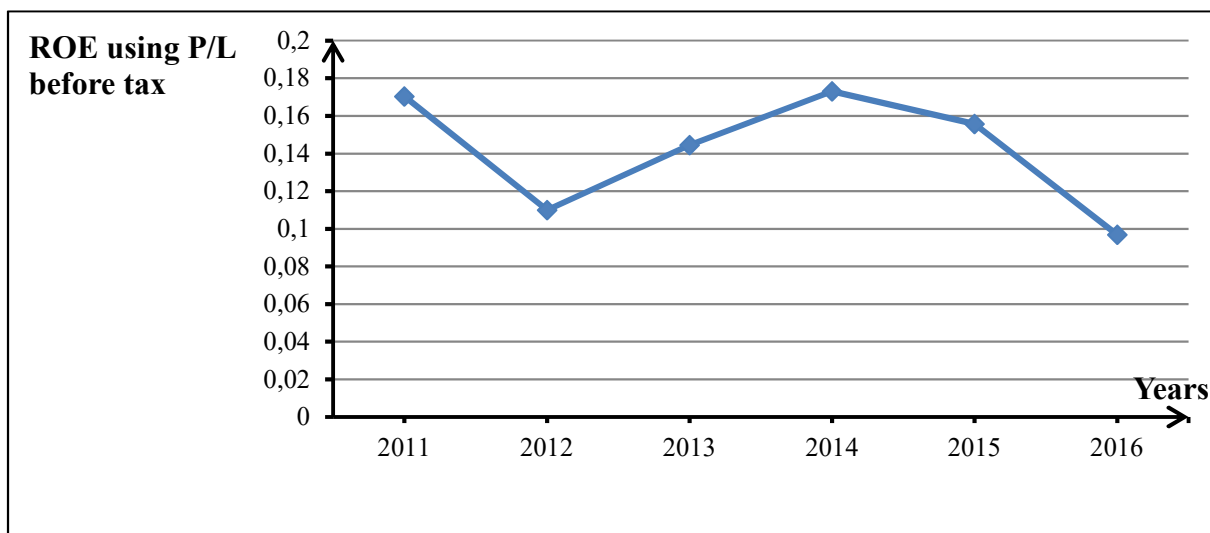
Figuur 29. Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Duitse ondernemingen



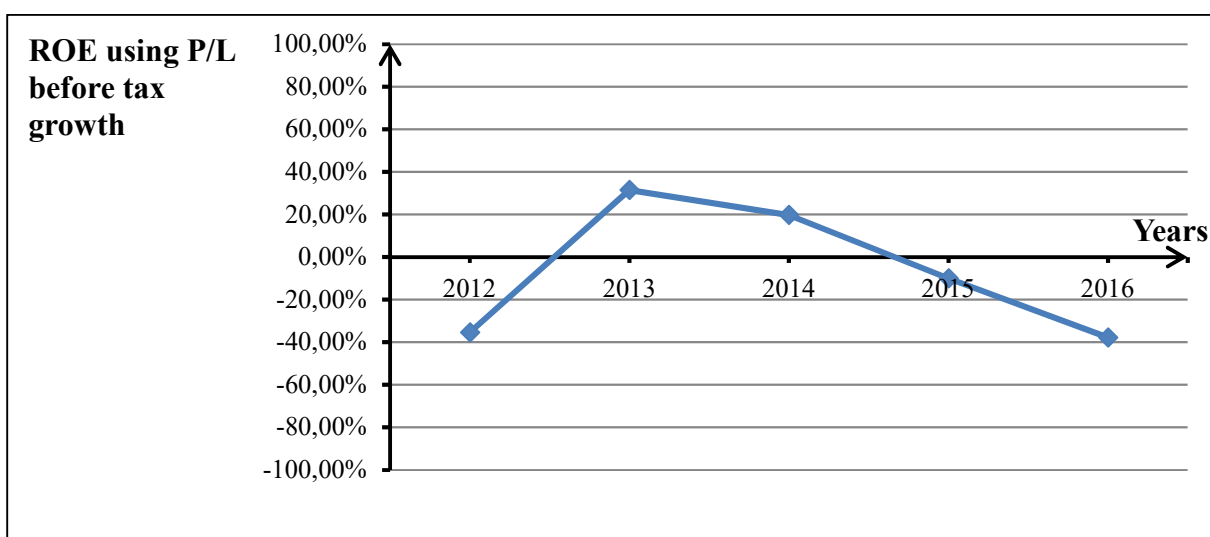
Figuur 30. Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Duitse ondernemingen



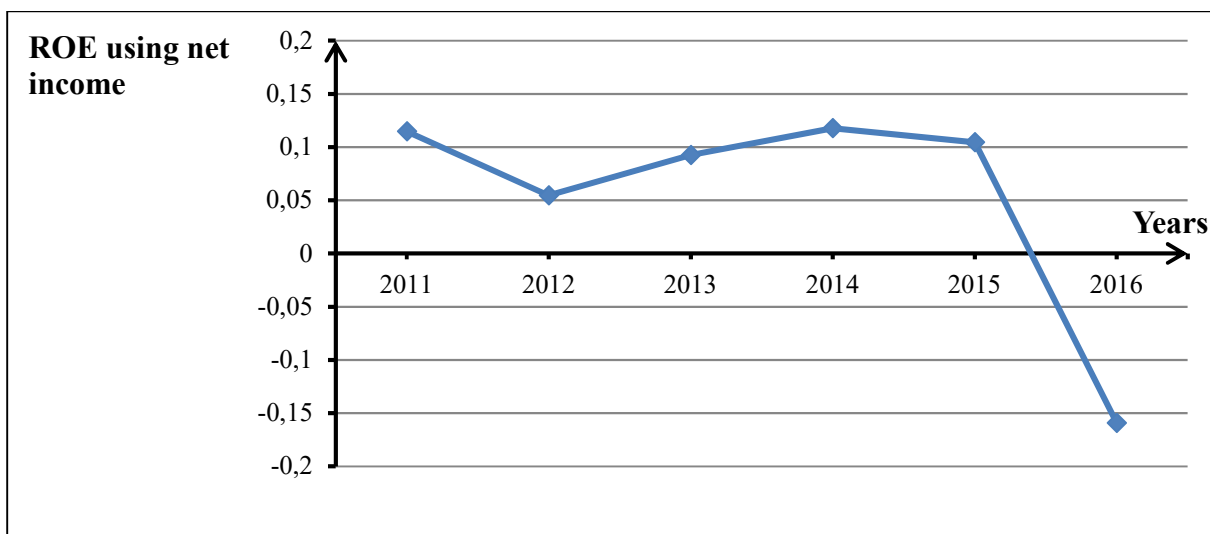
Figuur 31. Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Duitse ondernemingen



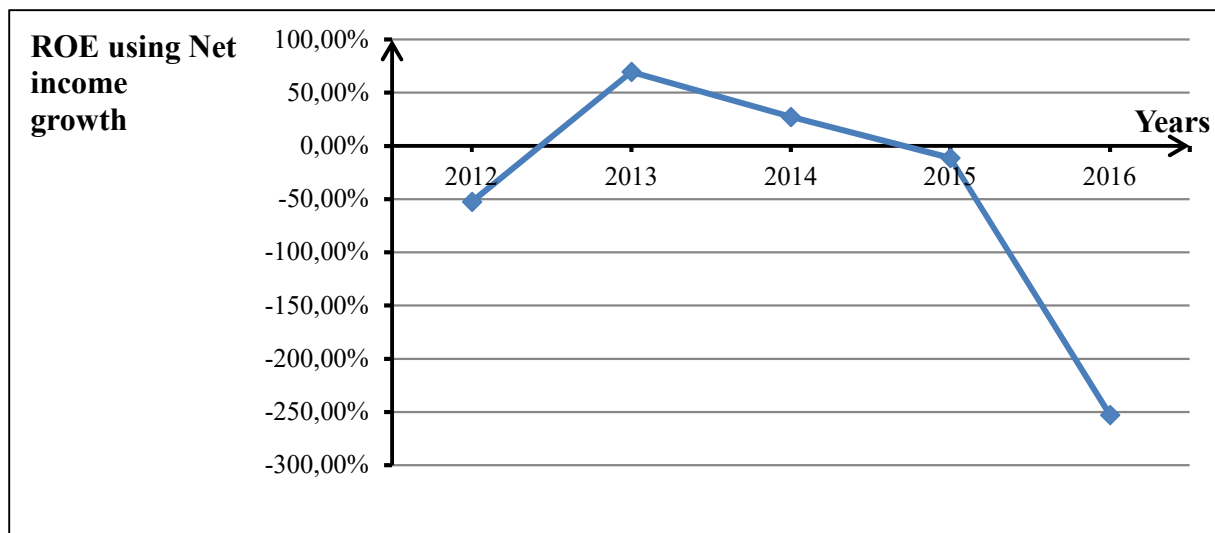
Figuur 32. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 33. Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 34. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 35. Groeipercntages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Duitse ondernemingen

Alle indicatoren gerelateerd aan de rendabiliteit van de bedrijven vertonen hetzelfde beginverloop als de winst vóór belastingen. Opnieuw wordt dus gestart met een significante daling. Voornamelijk de ROE gebruikmakend van het netto inkomen kent een sterke daling in het jaar 2012. Weliswaar worden deze dalingen meteen gevolgd door een stijging. Ook bij deze stijging blijkt dat de ROE gebruikmakend van het netto inkomen andermaal de grootste absolute waarde heeft. De nettorendabiliteit van de totale activa vertoont in de volgende jaren ongeveer stabiliteit. De lichte stijgingen overwegen ten opzichte van de lichte daling in het jaar 2015. De grafiek van het groeipcentage vertoont bijgevolg een klein schommelend verloop rond de horizontale as. Het algemeen niveau blijkt na het kanteltijdstip te zijn gestegen ten opzichte van de eerste jaren, wat een positief signaal is voor de algemene rendabiliteitspositie. Het is echter noodzakelijk te vermelden dat de andere indicatoren een opmerkelijk negatiever verloop kennen in de latere jaren, waardoor het positieve effect op basis van de nettorendabiliteit van de totale activa teniet wordt gedaan. De ROA kent enkel en alleen maar negatieve groeipercntages na de stijging in het jaar 2013. Het algemeen niveau daalt aanzienlijk in vergelijking met de eerste jaren. De indicatoren gerelateerd aan de nettorendabiliteit van het eigen vermogen kennen een nog negatiever verloop. Hoewel de ROE op basis van de winst vóór belastingen gekenmerkt wordt door stijgingen in de jaren 2013 en 2014, worden deze stijgingen teruggeschroefd door grotere dalingen. Het jaar na het kanteltijdstip wordt zelf gekenmerkt met het grootste negatieve groeipcentage over de jaren heen. De ROE op basis van het netto inkomen vertoont een gelijkaardig verloop. Hierbij komt er nog bij dat deze indicator zelf negatief wordt in het laatste jaar, met het daarbij horende

grootste negatieve groeipercentage. De grafieken op basis van de groeipercentages liggen dan ook voor deze indicatoren ver onder de horizontale as. Op basis van deze signalen is het duidelijk dat de globale rendabiliteitspositie van de Duitse bedrijven verzwakt is in vergelijking met de eerste jaren.

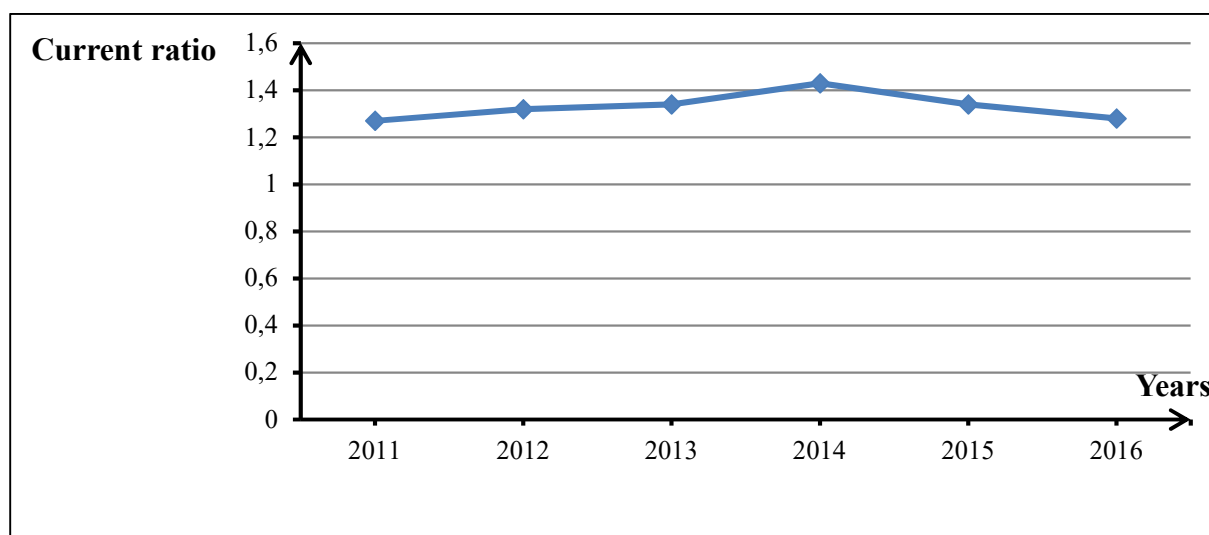
5.2.2.3. Liquiditeit

De groeipercentages in verband met de liquiditeitsindicatoren worden weergegeven in tabel 7.

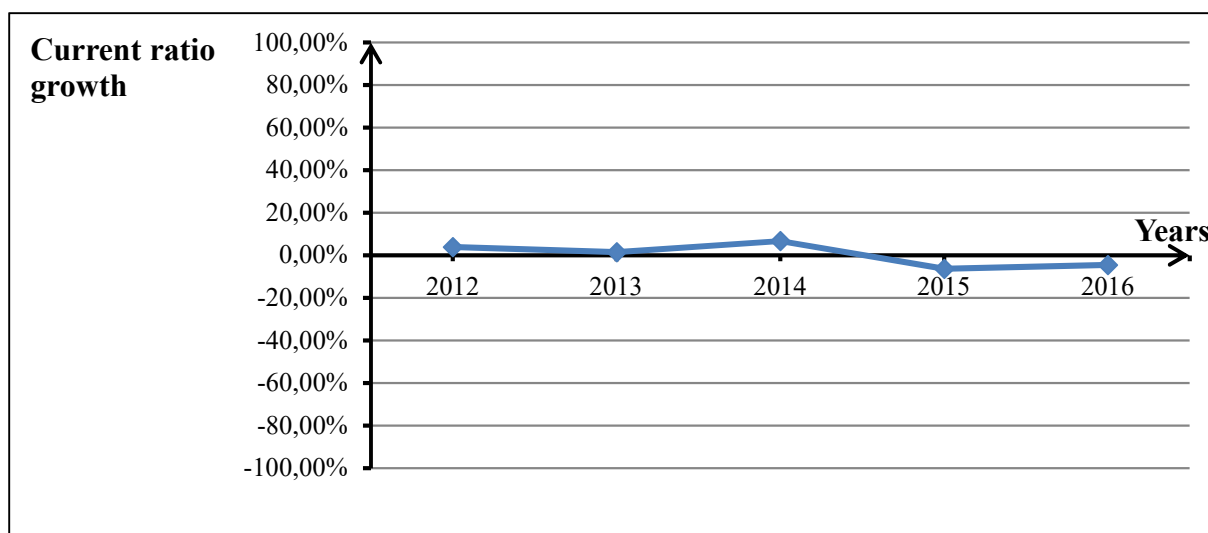
Tabel 7. *Groeipercentages van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.*

German Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio - Average Growth (%)	3,94%	1,52%	6,72%	-6,29%	-4,48%
Working capital - Average Growth (%)	-2,29%	-0,78%	6,11%	2,46%	-0,65%
Cashflow - Average Growth (%)	4,68%	-3,95%	4,84%	11,99%	-6,13%

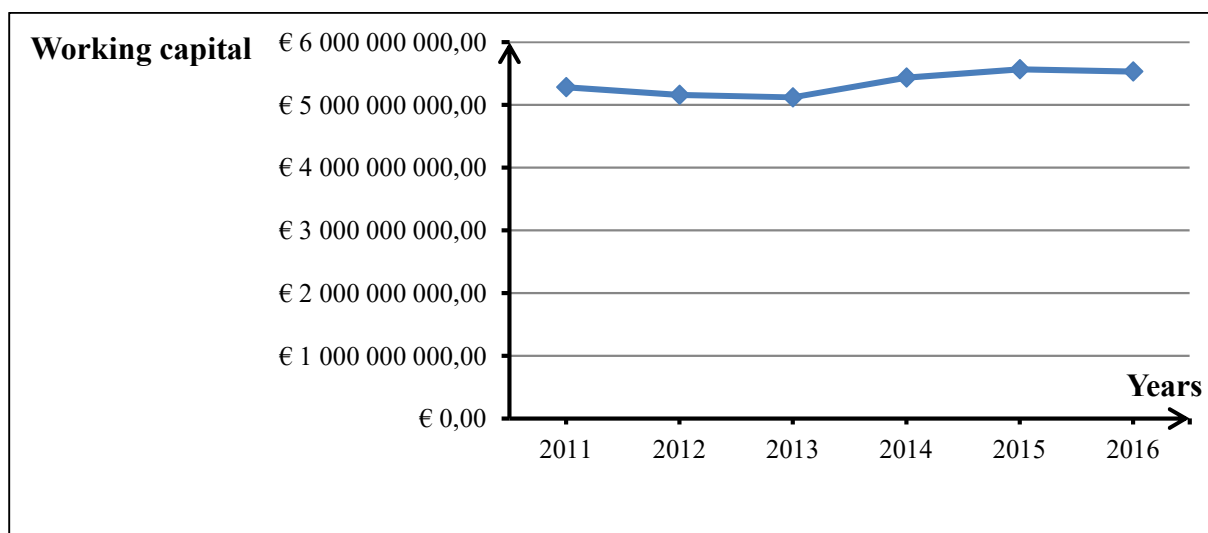
Analoog aan de vorige secties volgen de grafieken met betrekking tot het algemeen niveau en het visualiseren van bovenstaande groeipercentages.



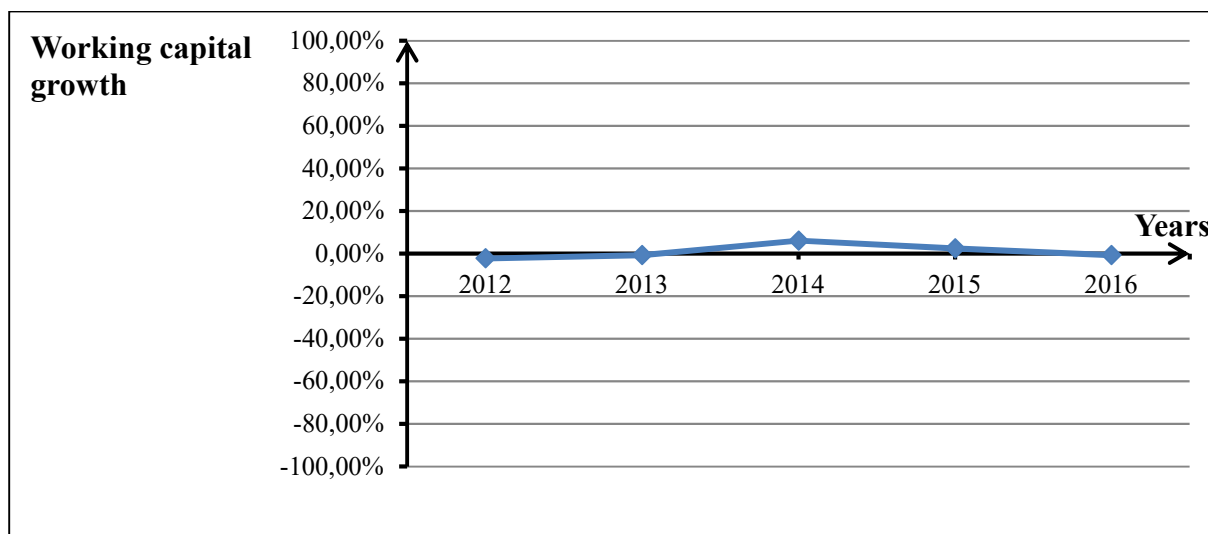
Figuur 36. Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Duitse ondernemingen



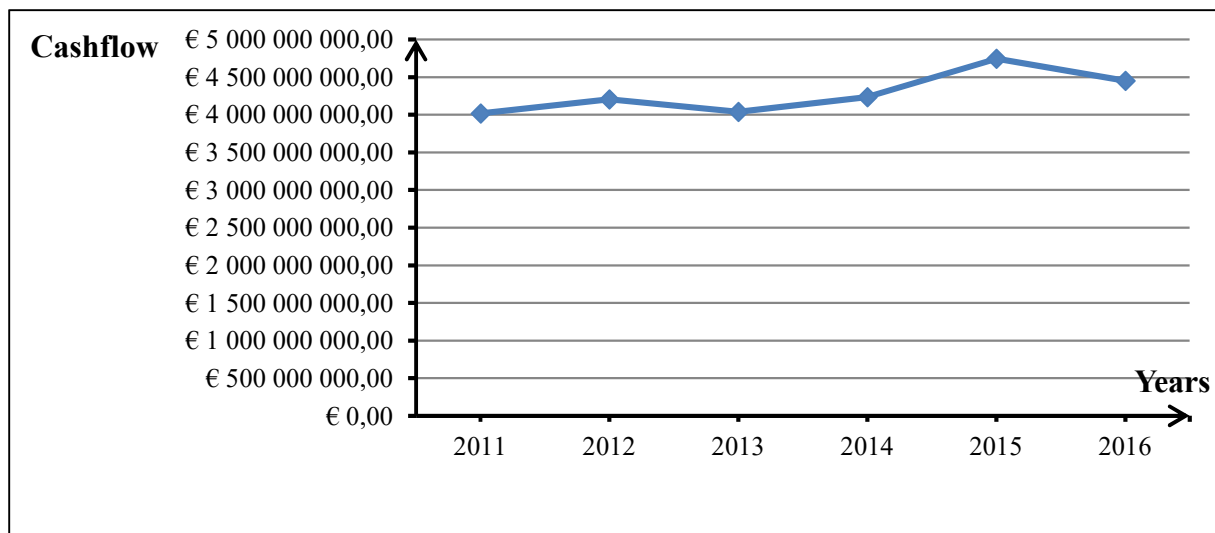
Figuur 37. Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Duitse ondernemingen



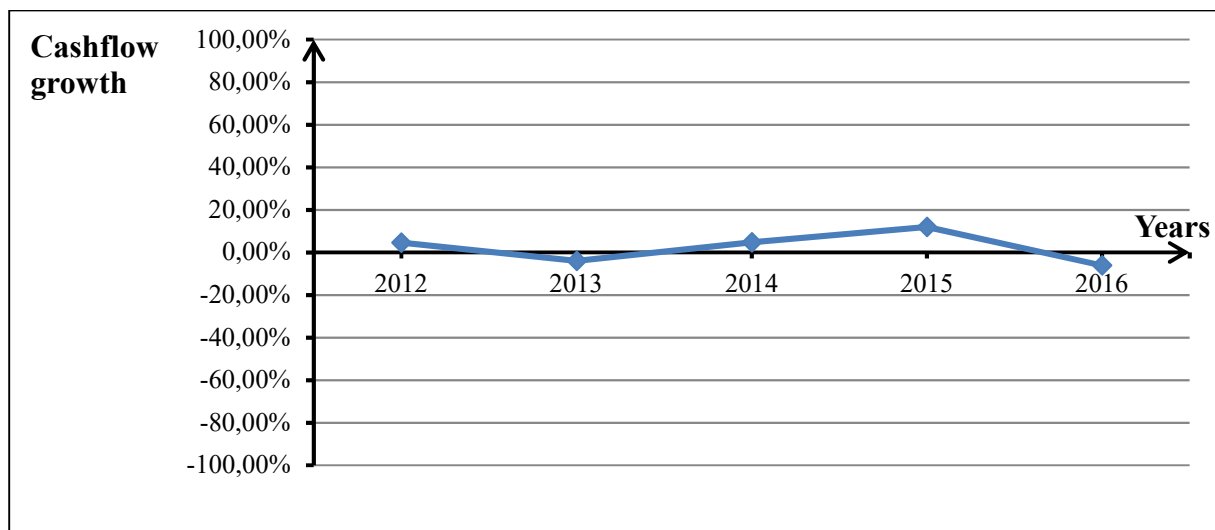
Figuur 38. Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 39. Groeipercentages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 40. Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 41. Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen

De liquiditeitsindicatoren worden gekenmerkt door een andere start. Weliswaar moet hierbij opgemerkt worden dat de waarden van de groeipercentages relatief klein zijn ten opzichte van andere indicatoren. Bijgevolg zijn voor alle indicatoren de lijnen met betrekking tot de groeipercentages gelegen dichtbij de horizontale as. Met uitzondering van het nettobedrijfskapitaal, stegen de indicatoren lichtjes in het eerste jaar. De current ratio kent zelf een positief verloop tot en met het jaar 2014. Daarna vindt in het geval van de current ratio een daling plaats tot en met het laatste jaar. Het algemeen niveau is in het laatste jaar ongeveer gelijk aan het niveau behaald in het jaar 2011, maar zoals eerder vermeld wordt dit niveau voorafgegaan door negatieve groeipercentages.

Het nettobedrijfskapitaal kent eveneens een stabiel verloop. De lichte dalingen in de eerste jaren werden gecompenseerd door stijgingen in de jaren 2014 en 2015. Daarbij horend wordt het algemeen niveau eveneens naar een hoger level gebracht. Analooq aan de current ratio kent het nettobedrijfskapitaal in het laatste jaar een zeer kleine daling.

De cashflow vertoont een grilliger verloop dan de andere indicatoren. Met uitzondering van het jaar 2013, stijgt de cashflow tot en met het jaar 2015. Tevens wordt in dit jaar ook het grootste positief groeipercentage verwezenlijkt. Andermaal wordt het laatste jaar weliswaar gekenmerkt door een negatief groeipercentage. Als gevolg van de stijgingen in de eerste jaren wordt het algemeen niveau verhoogd, maar ook bij deze liquiditeitsindicator is hier een negatief groeipercentage aan voorafgegaan.

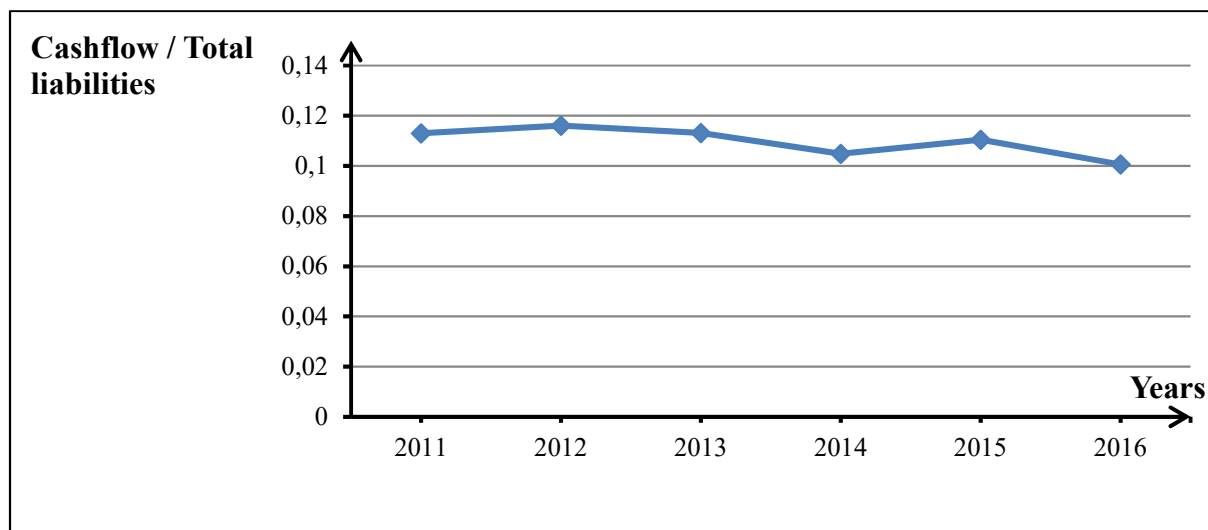
5.2.2.4. Solvabiliteit

Tabel 8 weergeeft de groeipercentages met betrekking tot de solvabiliteitsindicatoren gerelateerd aan de geselecteerde Duitse ondernemingen.

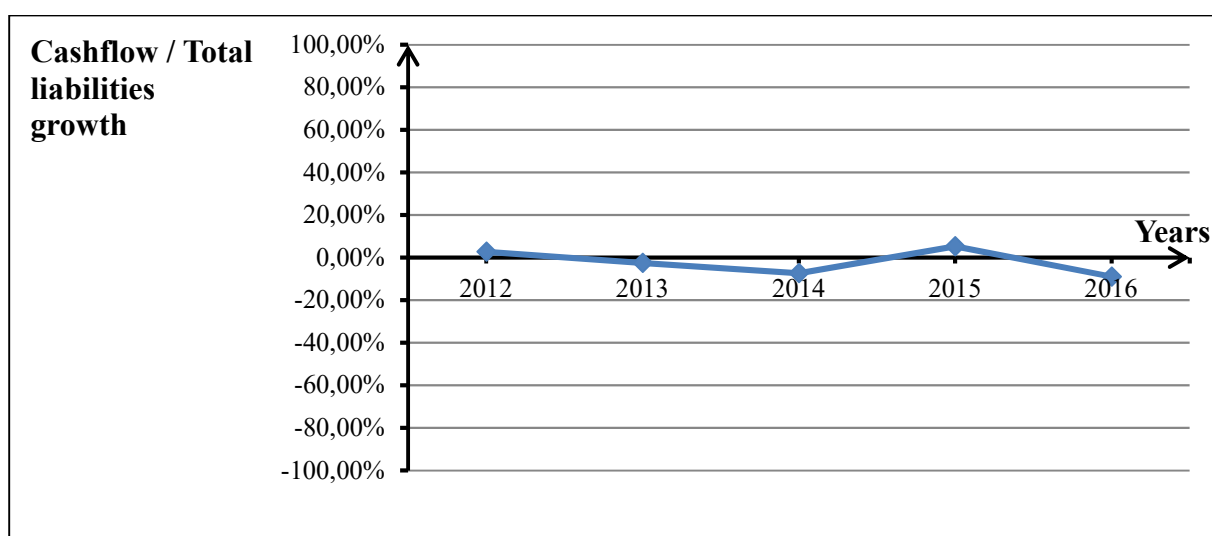
Tabel 8. *Groeipercentages van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Duitse ondernemingen.*

German Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	2,71%	-2,53%	-7,29%	5,29%	-8,93%
Solvency ratio (Liability based) - Average Growth (%)	-3,51%	-5,77%	-7,52%	1,58%	7,39%
Solvency ratio (Asset based) - Average Growth (%)	-2,76%	3,79%	-4,32%	2,07%	-1,28%

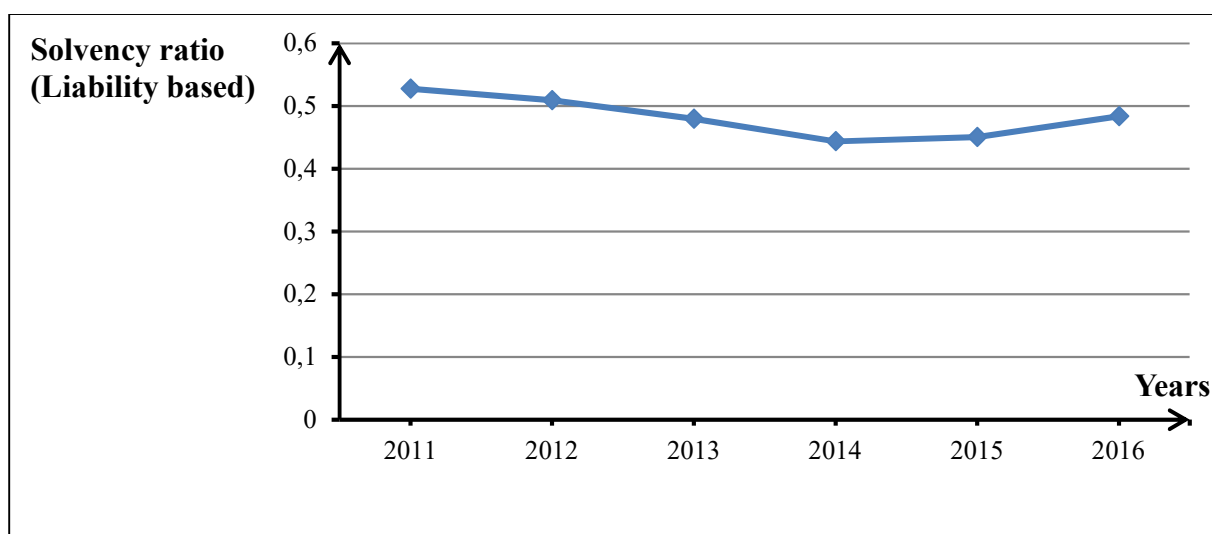
Bijhorende grafieken met de daarbij horende uitleg worden hieronder geplot.



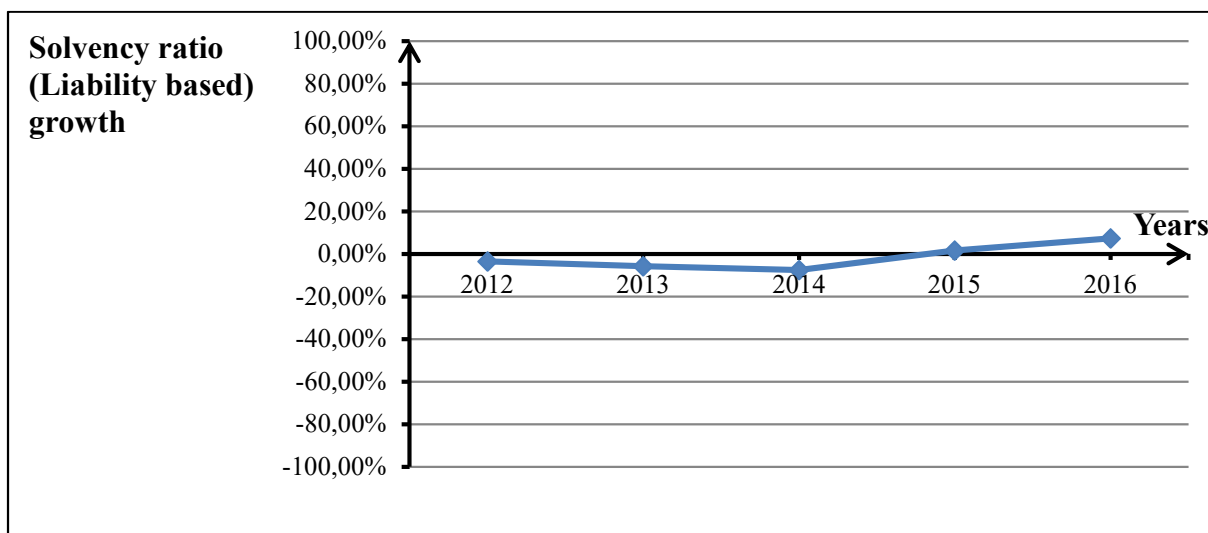
Figuur 42. Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen



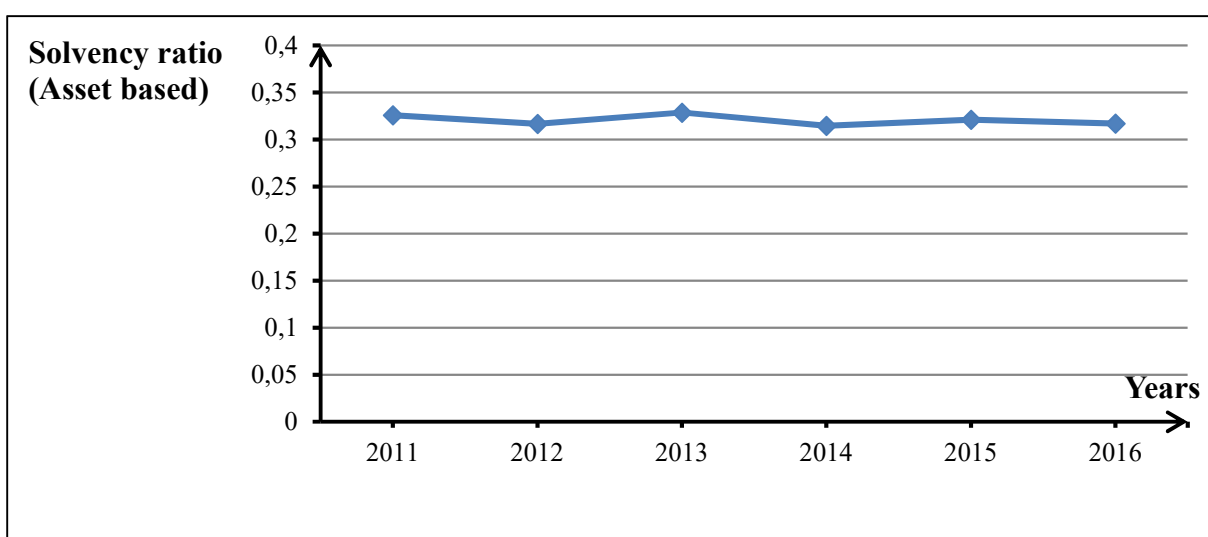
Figuur 43. Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Duitse ondernemingen



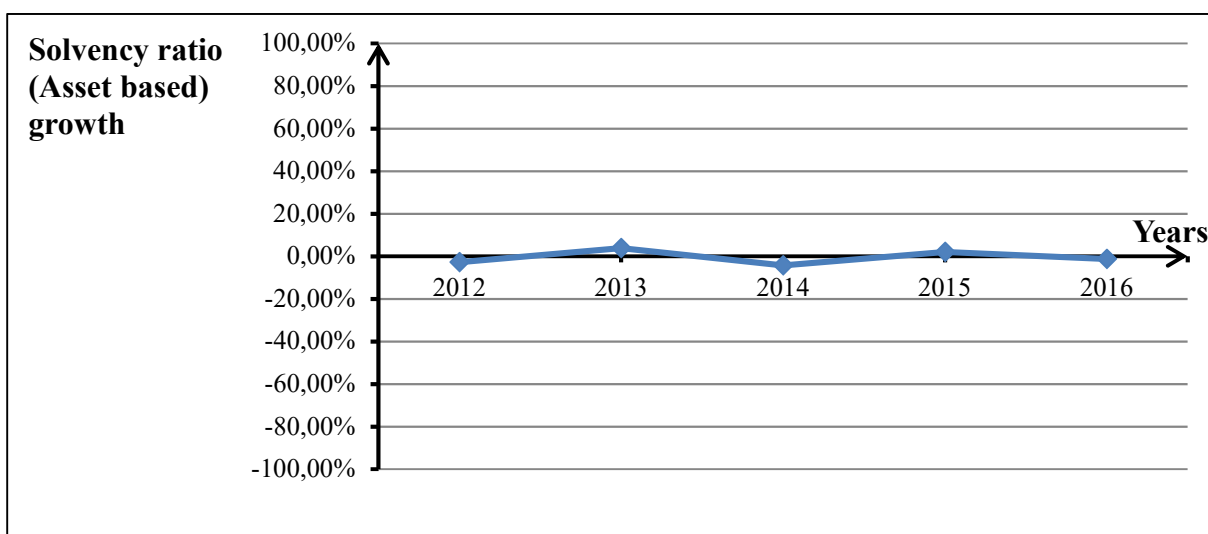
Figuur 44. Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 45. Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 46. Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen



Figuur 47. Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Duitse ondernemingen

Enkel de indicator met betrekking tot het dekken van het vreemd vermogen door de cashflow kent een positief groeipercentage bij de start, de andere een negatief. Daarna vindt de enige stijging bij de eerstgenoemde indicator enkel plaats in het jaar 2015. De andere jaren (inclusief het jaar na het kanteltijdstip) worden gekenmerkt door een daling. De grafiek op basis van de groeipercentages bevindt zich dan ook in het jaar 2015 boven de horizontale as. Analoog aan bepaalde indicatoren aangaande de rendabiliteit wordt ook in het laatste jaar het grootste negatieve groeipercentage verwezenlijkt. Het algemeen niveau zakt bijgevolg naar een absoluut minimum in het laatste jaar.

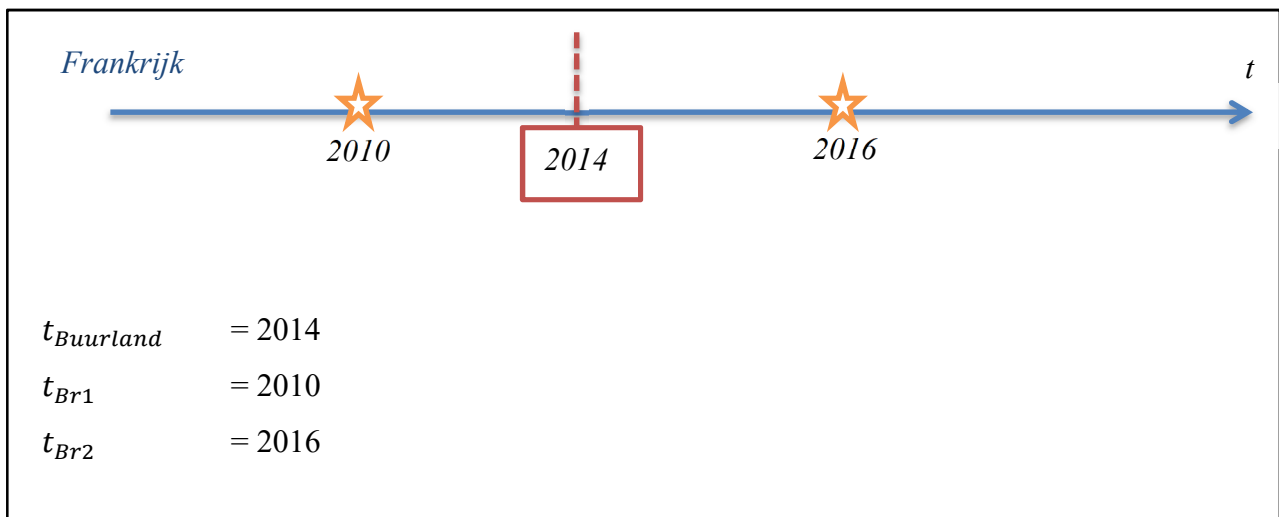
De financiële onafhankelijkheidspositie vertoont een daling tot en met het jaar 2014. Daarna zijn enkel nog positieve groeipercentages terug te vinden. De absolute waarde van deze indicator is weliswaar gedaald, maar wordt voorafgegaan door gunstige stijgingen. Deze indicator weergeeft dus een positief signaal aangaande de solvabiliteitspositie na het kanteltijdstip.

De op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator schommelt tussen positieve en negatieve groeipercentages. Een daling wordt meteen gevolgd door een stijging en omgekeerd. De lijn in de grafiek met betrekking tot de groeipercentages bevindt zich dan ook afwisselend onder en boven de horizontale as. Na het kanteltijdstip wordt een negatief groeipercentage verwezenlijkt. Weliswaar moet meteen worden vermeld dat omwille van het grillige en schommelende karakter en de kleine absolute waarden van de groeipercentages, het moeilijk is op basis hiervan een bepaalde impact op de solvabiliteitspositie te formuleren.

5.2.3. Frankrijk

In het geval van Frankrijk moet zoals eerder vermeld enige nuance toegevoegd worden. Het feit dat de wetgeving enkel van toepassing is op de niet-uitvoerende bestuursleden heeft als gevolg dat de verkregen resultaten in een deels ander perspectief moeten worden geïnterpreteerd. De aangepaste wettelijke context stelde het jaartal 2014 voor als jaar waar het vrouwenquotum onder bepaalde condities moet behaald worden. Logischerwijs wordt bijgevolg in de bijhorende tabellen een dubbele lijn geplaatst tussen het jaar 2013 en het jaar 2014. Andermaal wordt de omvang van de periode voorheen gelijkgesteld aan deze besproken in de vorige gevallen.

De volgende figuur representeert de tijdsas in het geval van Frankrijk.



Figuur 48. Tijdsas Frankrijk

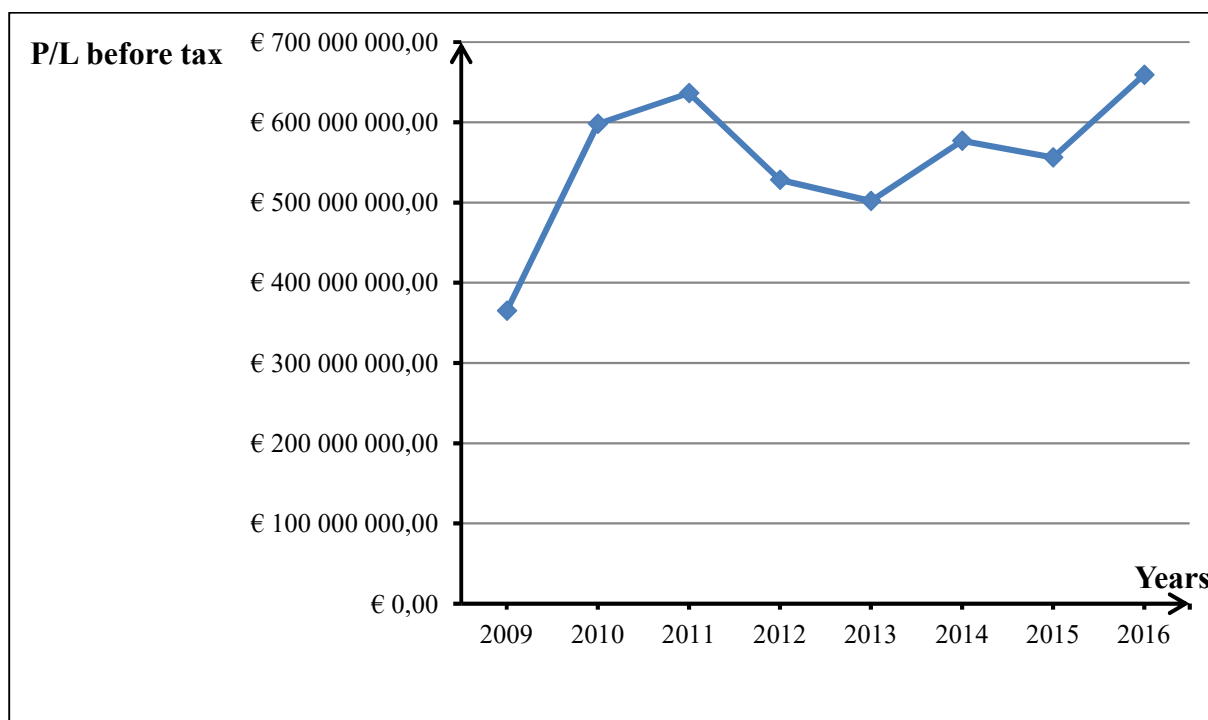
5.2.3.1. Winst vóór belastingen

Tabel 9 bevat de gegevens in verband met de groeipercentages gerelateerd aan deze indicator voor de geselecteerde Franse ondernemingen.

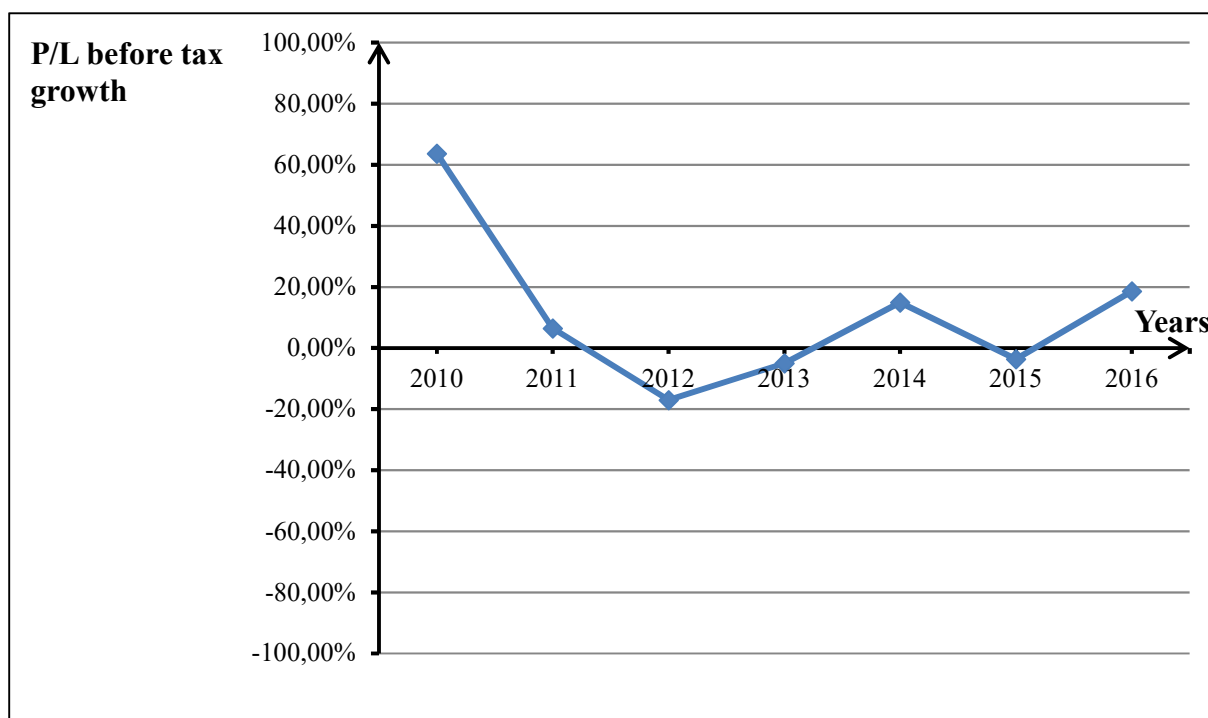
Tabel 9. *Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen*

French Companies from the list	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average Growth (%)	63,69%	6,46%	-17,01%	-4,99%	14,95%	-3,62%	18,55%

De bijhorende grafieken in verband met het algemeen niveau en de groeipercentages kunnen heironder teruggevonden worden.



Figuur 49. Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 50. Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen

Het grootste positieve groeipercentage met een waarde van ongeveer 63% wordt verwezenlijkt in het eerste jaar. Daarna volgt alsnog een stijging om in de jaren 2012 en 2013 te dalen. De lijn van de grafiek van de groeipercentages bevindt zich dan ook onder de horizontale as. Weliswaar kan een positieve trend worden opgemerkt na deze dalingen en tevens na het kanteltijdstip. Hoewel een daling plaatsvindt in het jaar 2015, wordt deze daling tenietgedaan door de stijgingen in het jaar 2014 en 2016. Het algemeen niveau wordt eveneens omhoog gebracht naar een absoluut maximum in het laatste jaar. Bijgevolg kan gesproken worden van een positieve impact.

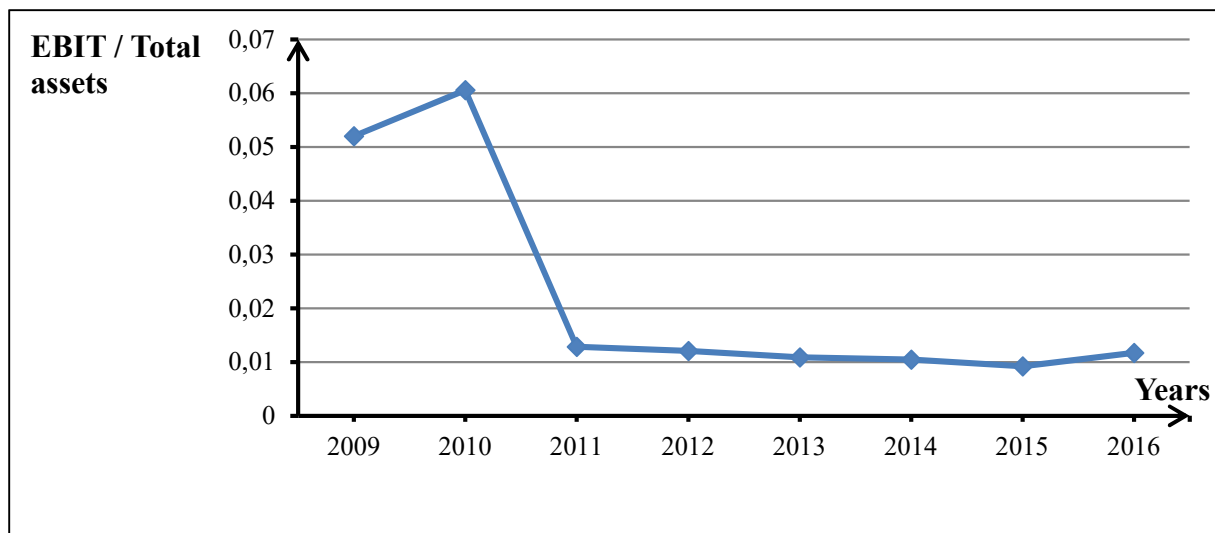
5.2.3.2. Rendabiliteit

De groeipercentages met betrekking tot de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen kunnen teruggevonden worden in tabel 10.

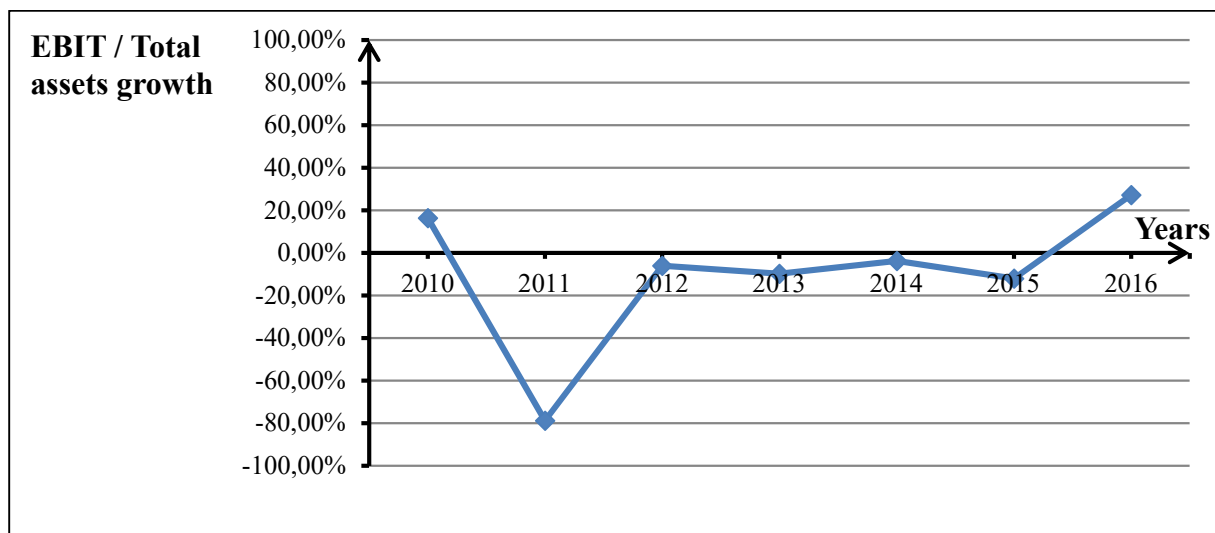
Tabel 10. *Groeipercentages van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.*

French Companies from the list	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT/Total assets - Average Growth (%)	16,47%	-78,81%	-6,04%	-9,81%	-3,72%	-12,08%	27,18%
ROA using Net income - Average Growth (%)	105,45%	-44,34%	-23,81%	3,41%	7,14%	38,46%	-14,81%
ROE using P/L before tax - Average Growth (%)	38,92%	-36,49%	-8,63%	-0,34%	7,07%	-6,92%	58,56%
ROE using Net income - Average Growth (%)	150,40%	-86,65%	50,80%	48,28%	106,08%	-32,81%	32,56%

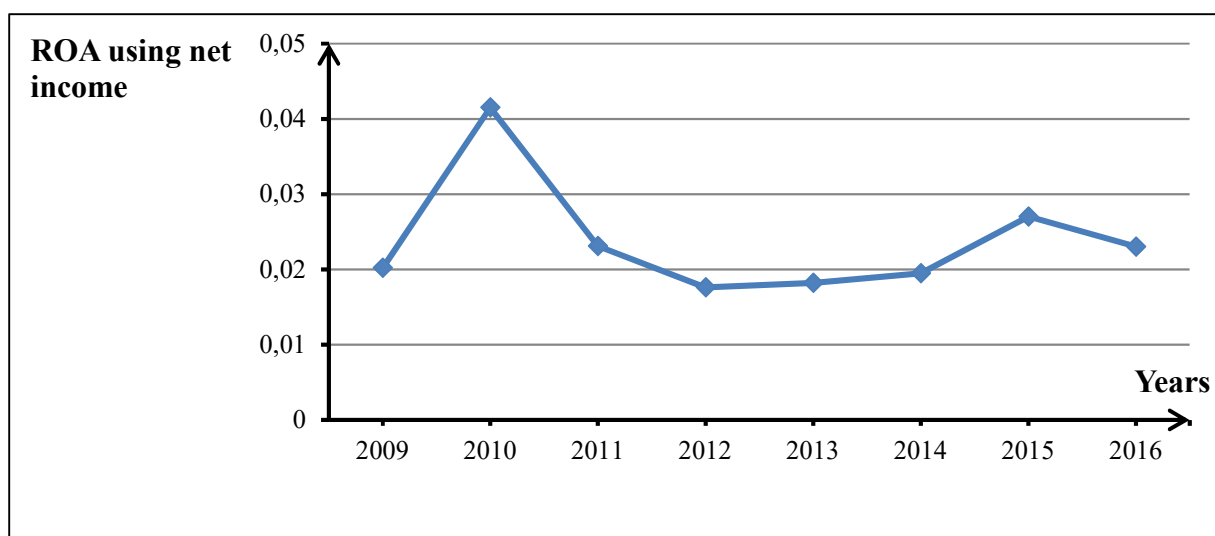
Vervolgens worden zoals in vorige secties de bijhorende grafieken weergegeven.



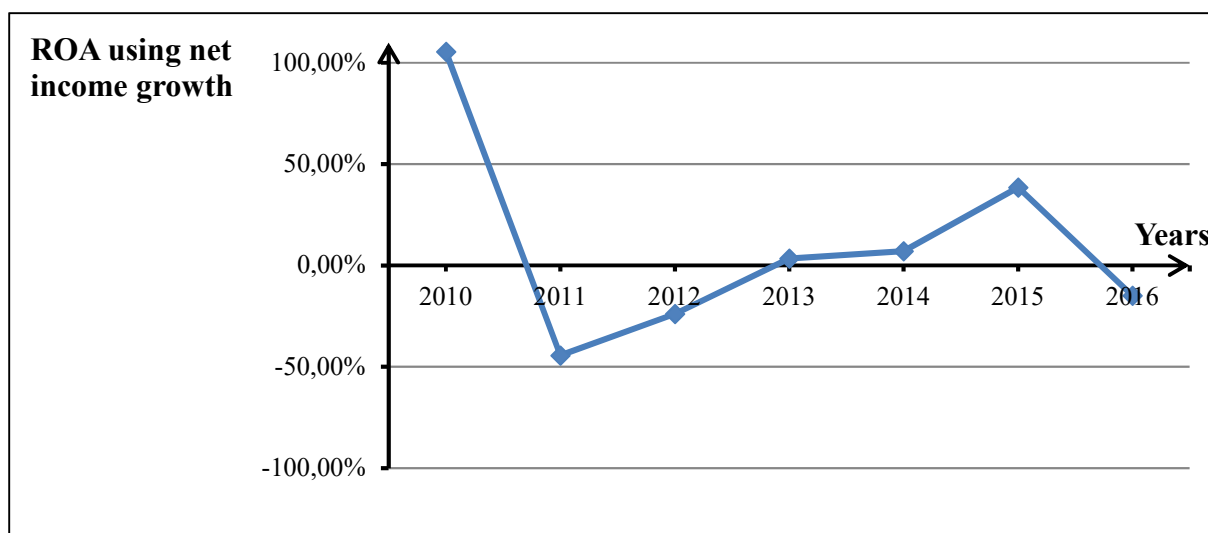
Figuur 51. Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Franse ondernemingen



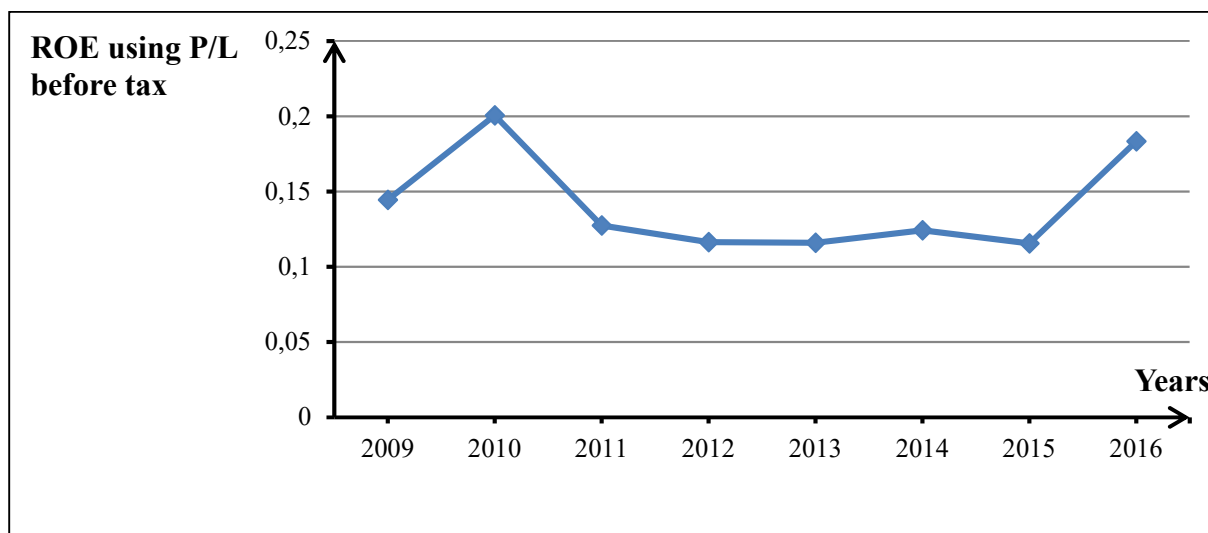
Figuur 52. Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Franse ondernemingen



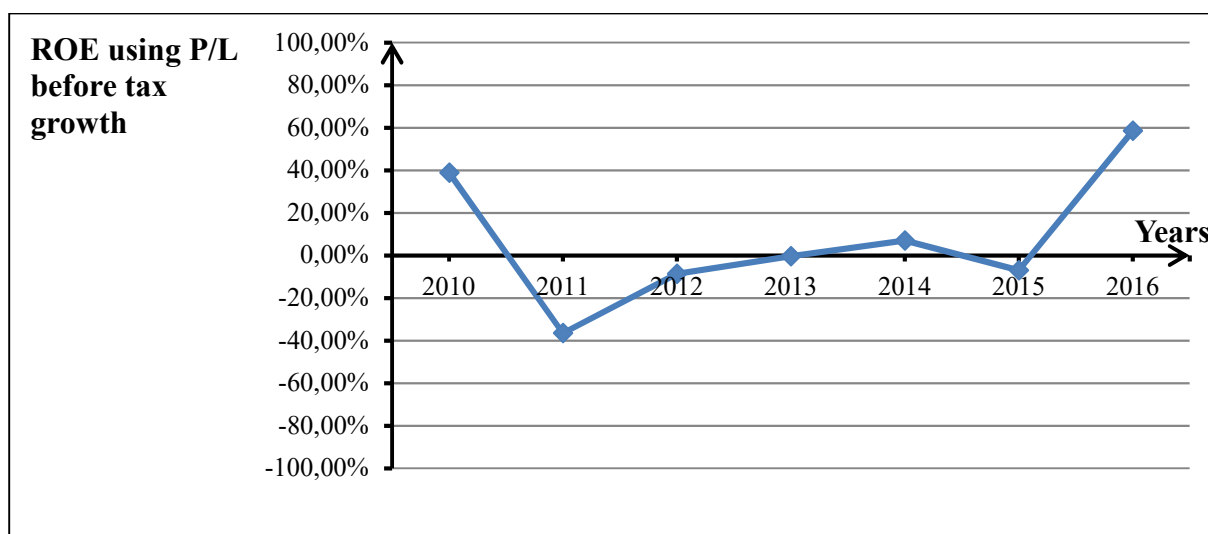
Figuur 53. Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Franse ondernemingen



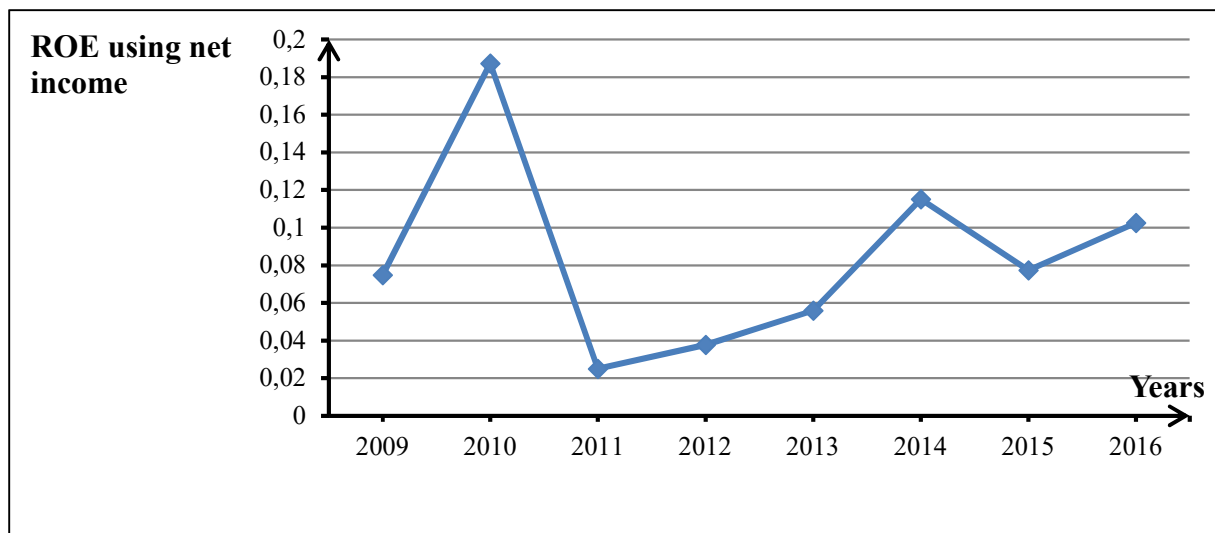
Figuur 54. Groeipercntages van de ROA van de geselecteerde Franse ondernemingen



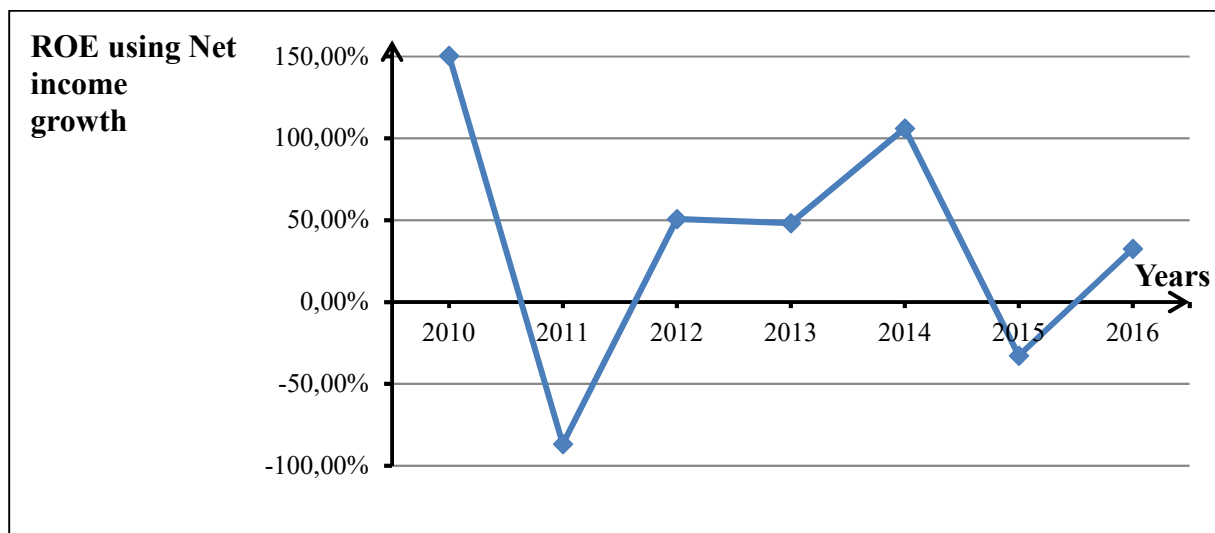
Figuur 55. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 56. Groeipercntages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 57. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 58. Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Franse ondernemingen

In het geval van Frankrijk, zijn de absolute waarden van de percentages opmerkelijk groter dan in het geval van Duitsland. Startend met een significante positieve groei, kennen al de rendabiliteitsindicatoren daaropvolgend een even aanzienlijke daling. Voornamelijk de nettorendabiliteit van de totale activa en de ROE gebruikmakend van het netto inkomen vertonen het grootste negatieve groeipercentage voor het jaar 2011. De ratio aangaande de nettorendabiliteit van de totale activa vertoont zelf een blijvende daling tot en met het jaar 2015. Pas in het jaar 2016 werd een positief groeipercentage verwezenlijkt. Dit groeipercentage is echter niet groot genoeg om de voorafgaande dalingen te compenseren met als gevolg een aanzienlijke daling van het algemeen niveau van de ratio in vergelijking met de eerste jaren van de geanalyseerde periode. Weliswaar kan dit gunstige percentage in het

laatste jaar een positief signaal zijn voor de nabije toekomst maar over het algemeen kan gesproken worden van een ietwat negatiever patroon.

De ROA vertoont een tegenovergesteld verloop na het kanteltijdstip. Ook hier wordt in de eerste jaren van de analyse de grote stijging in het jaar 2010 teruggeschroefd door opvolgende dalingen. Weliswaar vond vanaf het jaar 2013 een stijging plaats met zelf een opmerkelijke grote stijging in het jaar 2015. In het laatste jaar wordt echter een negatief groeipercentage verwezenlijkt met als gevolg dat de lijn van de grafiek aangaande de groeipercentages zich opnieuw onder de horizontale as bevindt. Andermaal wordt niet het algemeen niveau bereikt als in de eerste jaren. Niettegenstaande moet opgemerkt worden dat na het kanteltijdstip deze indicator over het algemeen een stijgende trend kent van het algemeen niveau. Het negatief groeipercentage in het laatste jaar daarentegen kan een negatief signaal zijn voor de toekomst. Algemeen kan er weliswaar gesproken worden van een meer positieve trend na het kanteltijdstip dan een negatieve trend.

De ROE op basis van de winst vóór belastingen kent eerder een redelijk stabiel verloop na de daling in het jaar 2011. De grafiek aangaande de groeipercentages vertoont bijgevolg een lijn dichtgelegen bij de horizontale as na het tijdstip 2011. Opmerkelijk is de grote stijging in het laatste jaar van deze indicator. Het realiseren van positieve groeipercentages na een lange tijd negatieve groeipercentages, impliceert een positieve impact op de rendabiliteitspositie na het kanteltijdstip.

De groeipercentages gerelateerd aan de ROE op basis van het netto inkomen zijn zonder twijfel de meest grillige en het grootst in absolute waarde in vergelijking met de andere rendabiliteitsindicatoren. De daling in het jaar 2011 wordt gevolgd door grote en aanzienlijke stijgingen van de ratio tot en met het jaar 2014. Daarna volgt een daling in het jaar 2015 dat weliswaar meteen deels gecompenseerd werd door een gelijkaardige stijging van in het jaar 2016. Met uitzondering van het jaar 2015, toont ook deze indicator een positieve trend en bijgevolg een positieve indicatie aangaande de rendabiliteitspositie.

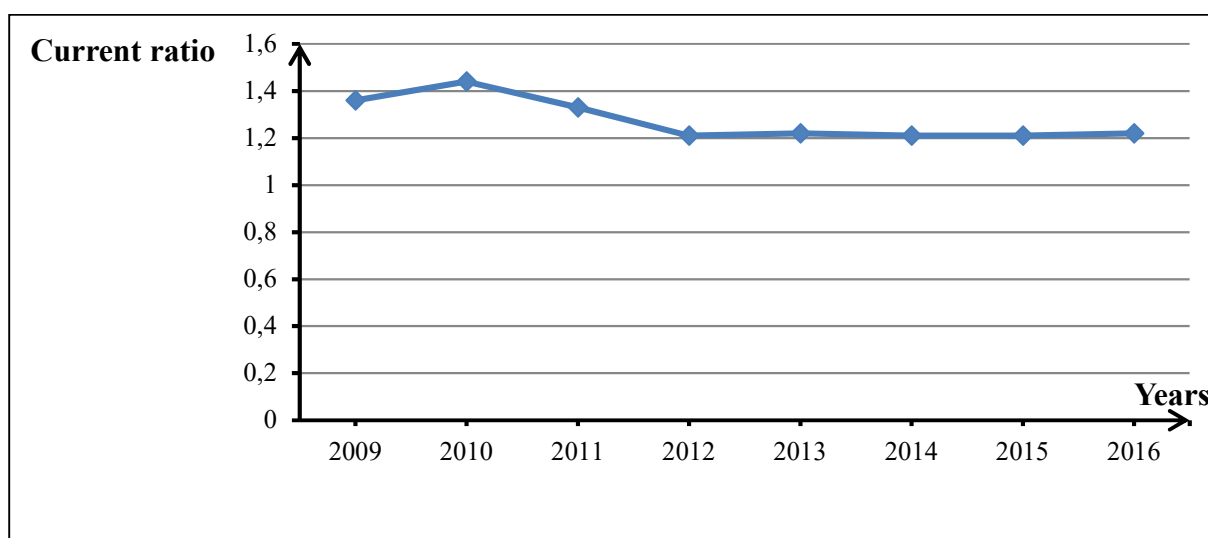
5.2.3.3. Liquiditeit

De groeipercentages met betrekking tot de liquiditeitsindicatoren gerelateerd aan de geselecteerde Franse ondernemingen kunnen teruggevonden worden in onderstaande tabel.

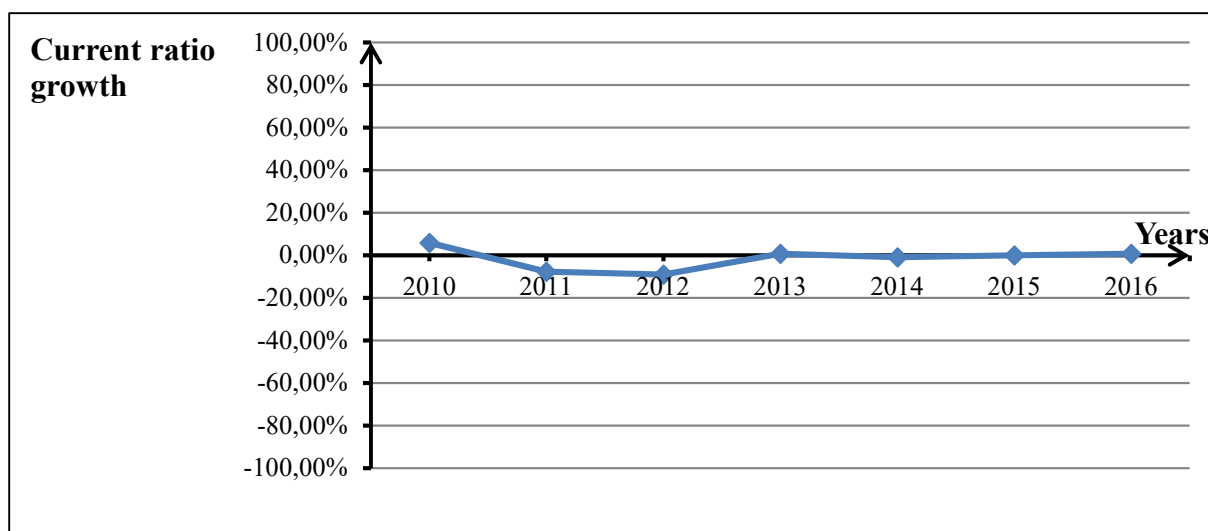
Tabel 11. *Groeipercentages van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.*

French Companies from the list	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio - Average Growth (%)	5,88%	-7,64%	-9,02%	0,83%	-0,82%	0,00%	0,83%
Working capital - Average Growth (%)	5,92%	2,32%	-1,67%	-9,57%	-13,41%	-5,82%	7,21%
Cash flow - Average Growth (%)	43,86%	-11,97%	-7,65%	-3,79%	3,24%	14,09%	2,15%

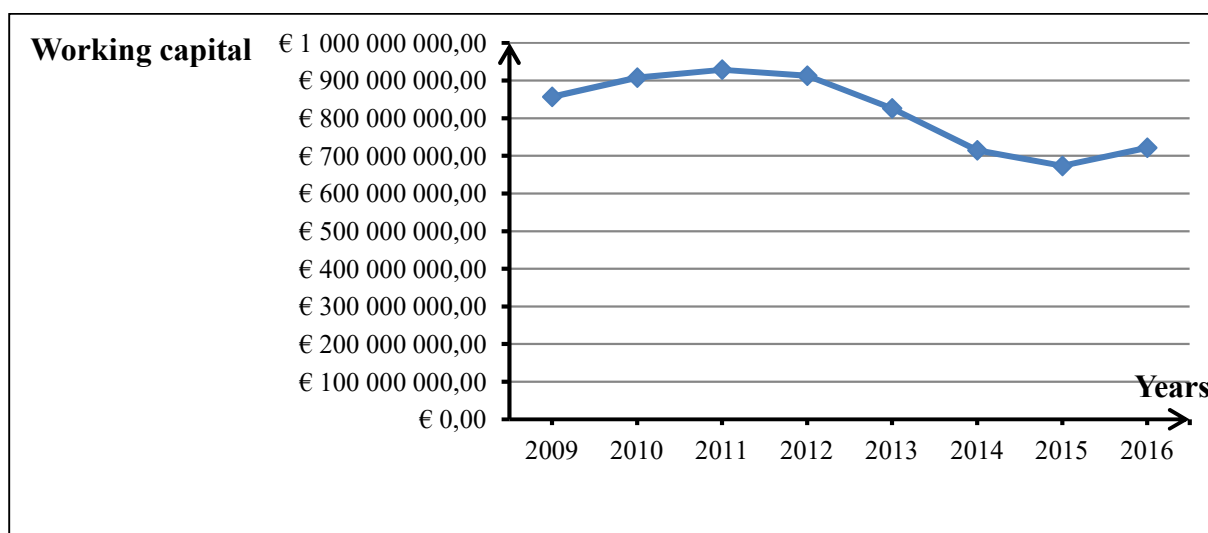
Zoals voorgaande secties worden vervolgens de bijhorende grafieken weergegeven.



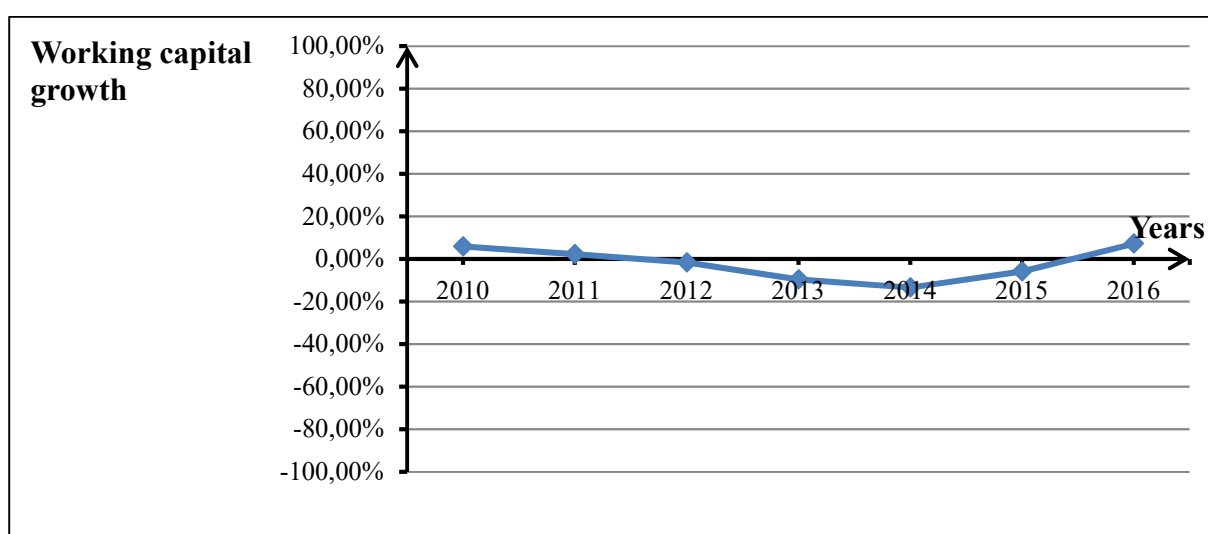
Figuur 59. Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Franse ondernemingen



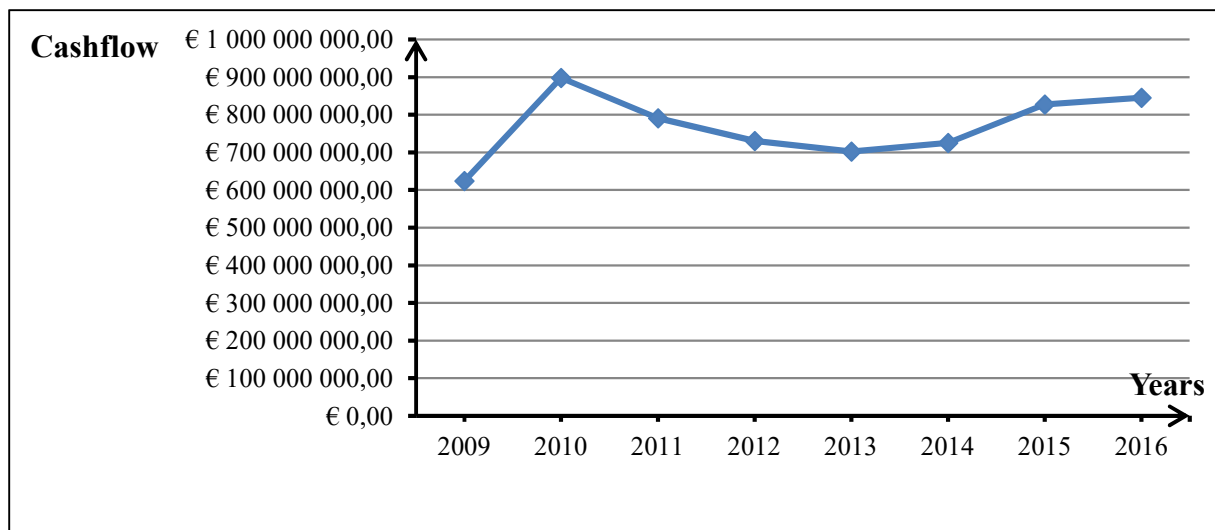
Figuur 60. Groeipercents van de current ratio van de geselecteerde Franse ondernemingen



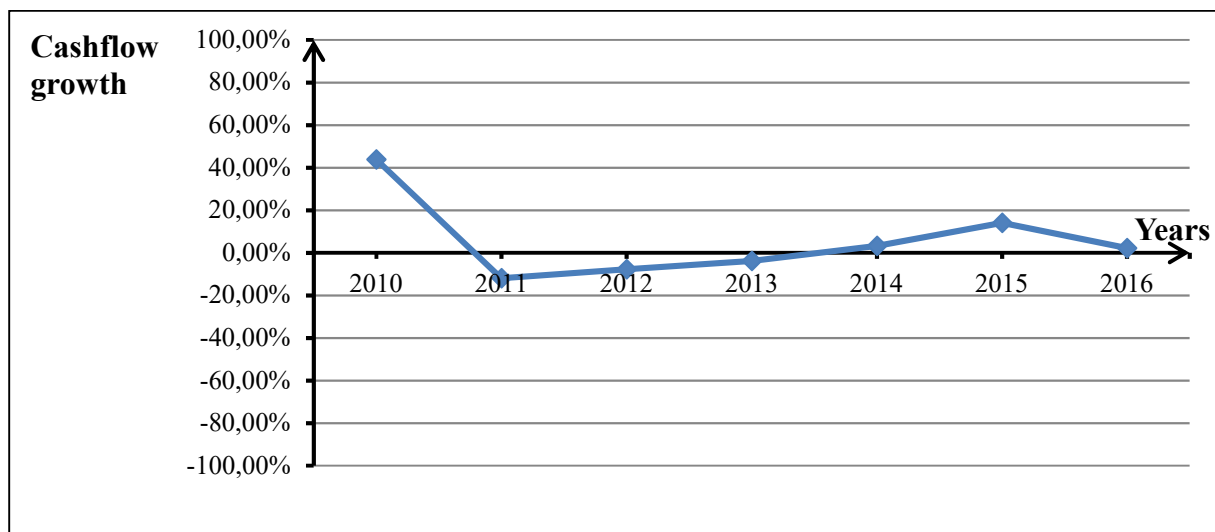
Figuur 61. Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 62. Groeipercents van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 63. Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 64. Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen

De gemiddelde current ratio kent een opmerkelijk stabiel verloop en vertoont weinig wijzigingen na het jaar 2012. Groeipercentages in absolute waarde kleiner dan 1 hebben als logisch gevolg een lijn ongeveer samenvallend met de horizontale as. Op basis van de current ratio is het dus moeilijk bepaalde uitspraken te formuleren aangaande de liquiditeitspositie.

Het nettobedrijfskapitaal daarentegen start met een geleidelijke stijging in de eerste jaren, om vervolgens te dalen tot en met het jaar 2015. Het meest negatieve groeipercentage is terug te vinden in jaar 2014. Enkel in het laatste stijgt deze indicator en is een positief groeipercentage terug te vinden. Weliswaar wordt het niveau van de eerste jaren in de periode nooit behaald. De stijging is zoals eerder vermeld eventueel wel een positief signaal aangaande de liquiditeitspositie voor de nabije toekomst.

De cashflow start met een opmerkelijke stijging in het jaar 2010. Het moet weliswaar worden opgemerkt dat deze stijging wordt gevolgd door opvolgende dalingen. Opmerkelijk is de evolutie van deze indicator na het kanteltijdstip. Positieve groeipercentages kunnen worden verwezenlijkt waardoor het algemeen niveau opnieuw stijgt. De grafiek met betrekking tot de groeipercentages gaat vanzelfsprekend over van een positie onder naar een positie boven de horizontale as en blijft tevens boven de horizontale as. Het stijgen van de cashflow in de latere jaren indiceert ongetwijfeld een positieve evolutie van de algemene liquiditeitspositie van de geselecteerde Franse bedrijven.

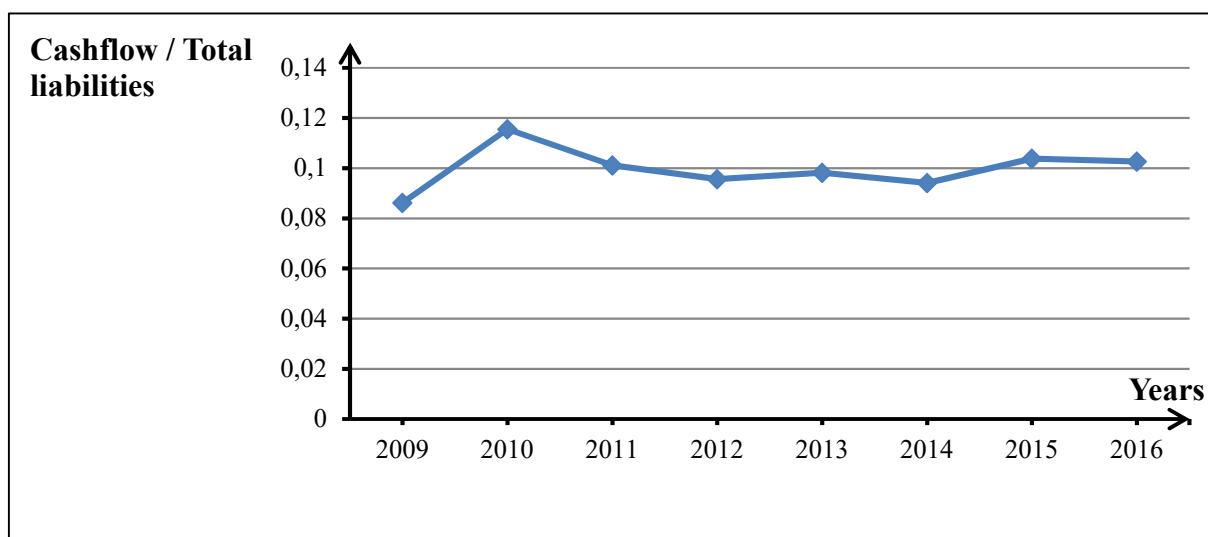
5.2.3.4. Solvabiliteit

De groeipercentages van de indicatoren met betrekking tot de solvabiliteit van de Franse geselecteerde ondernemingen worden weergegeven in onderstaande tabel.

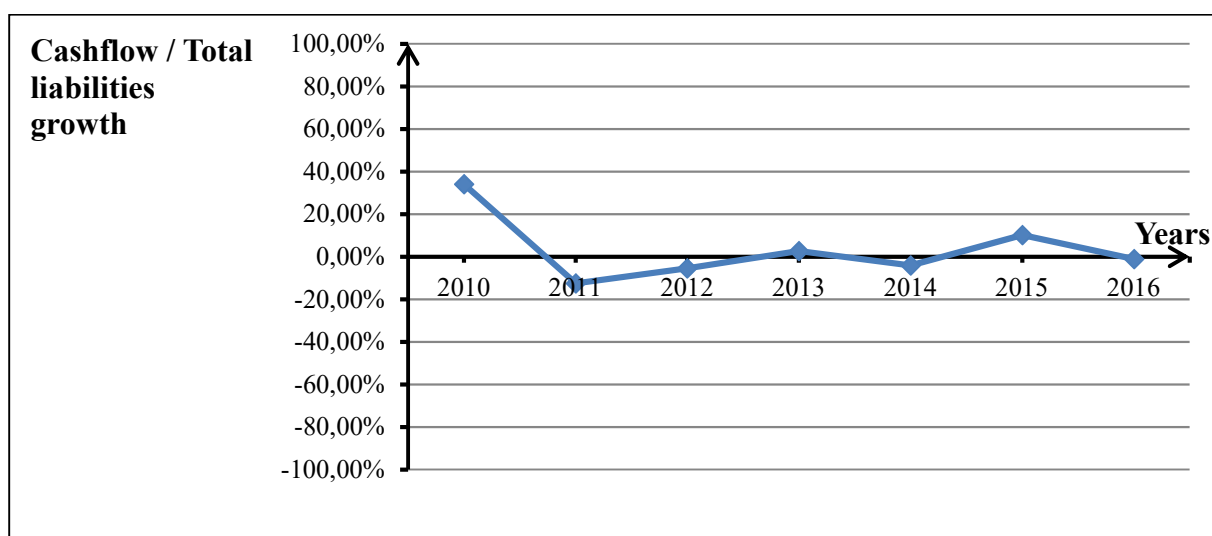
Tabel 12. *Groeipercentages van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Franse ondernemingen.*

French Companies from the list	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	34,07%	-12,48%	-5,41%	2,65%	-4,15%	10,26%	-1,08%
Solvency ratio (Liability based) - Average Growth (%)	3,78%	-0,79%	1,00%	1,62%	1,85%	-0,57%	1,38%
Solvency ratio (Asset based) - Average Growth (%)	5,92%	-12,83%	0,50%	-1,63%	-2,53%	7,55%	0,32%

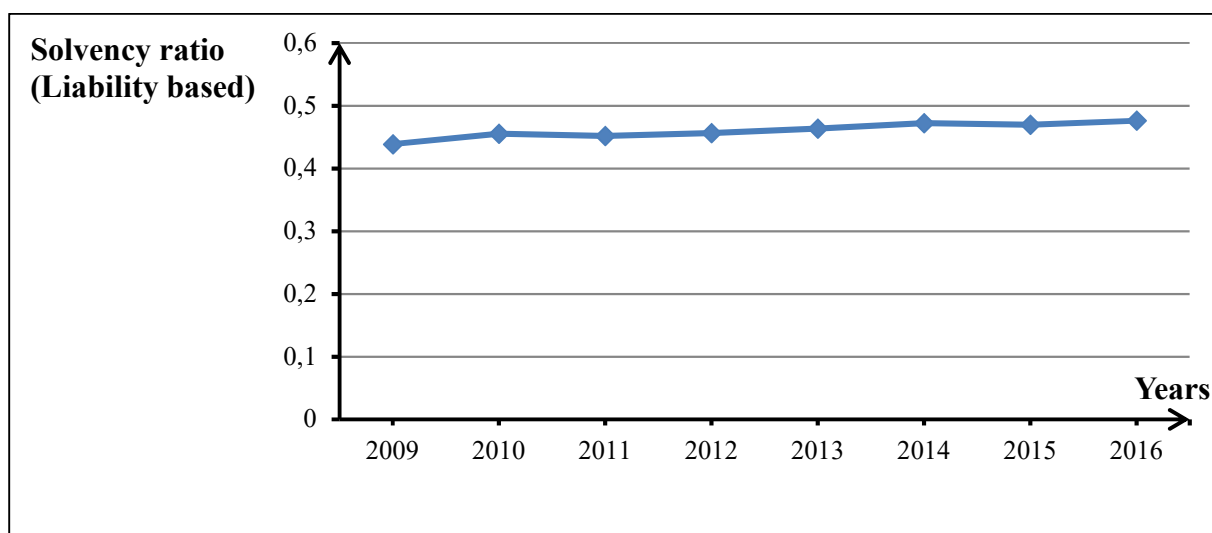
De volgende figuren representeren de bijhorende grafieken.



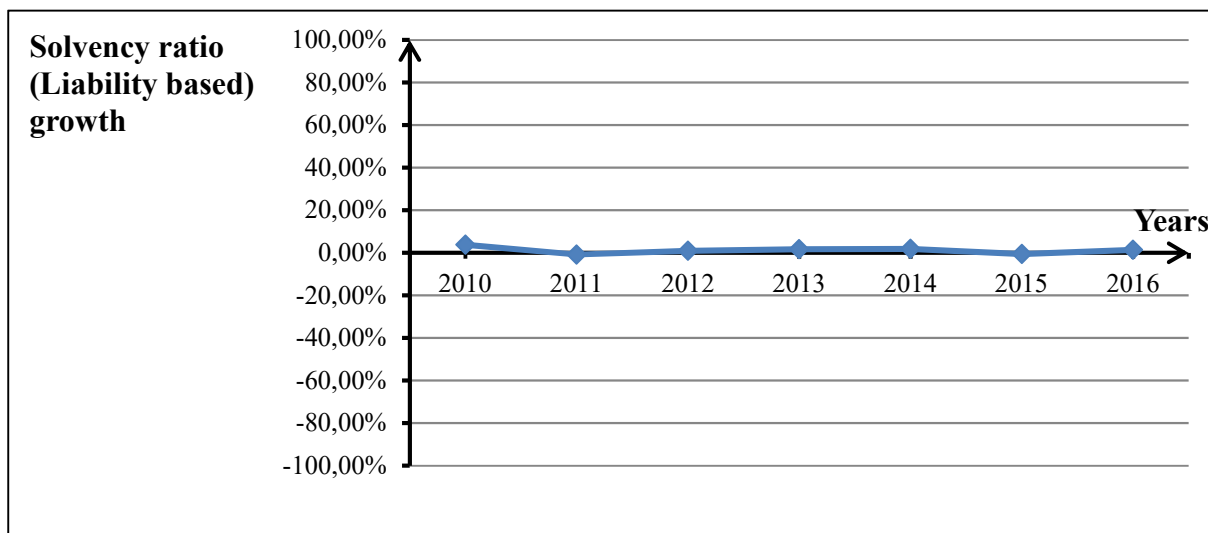
Figuur 65. Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen



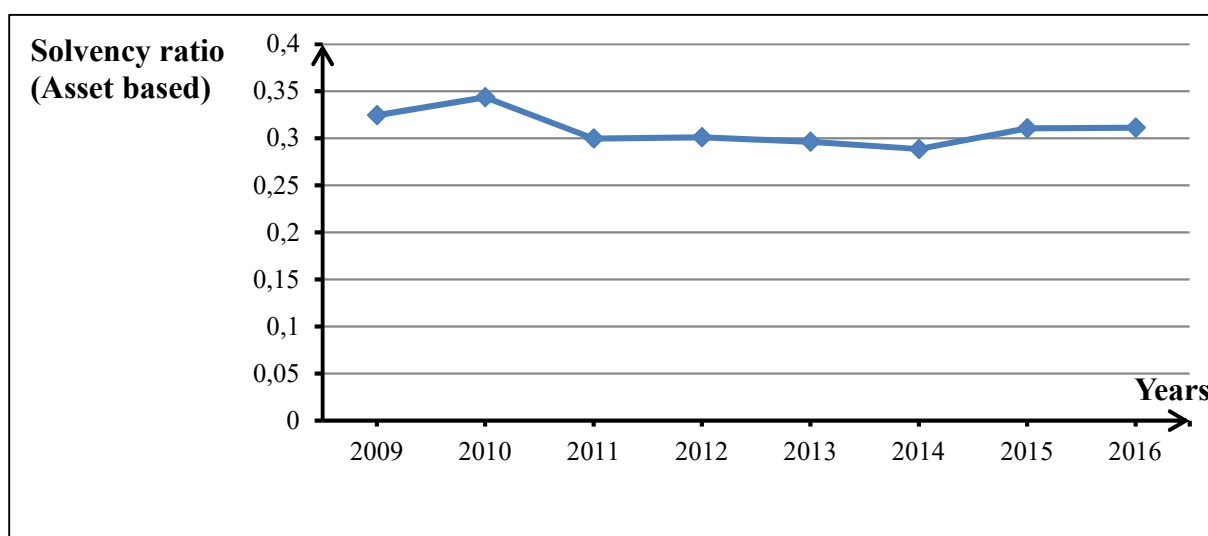
Figuur 66. Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Franse ondernemingen



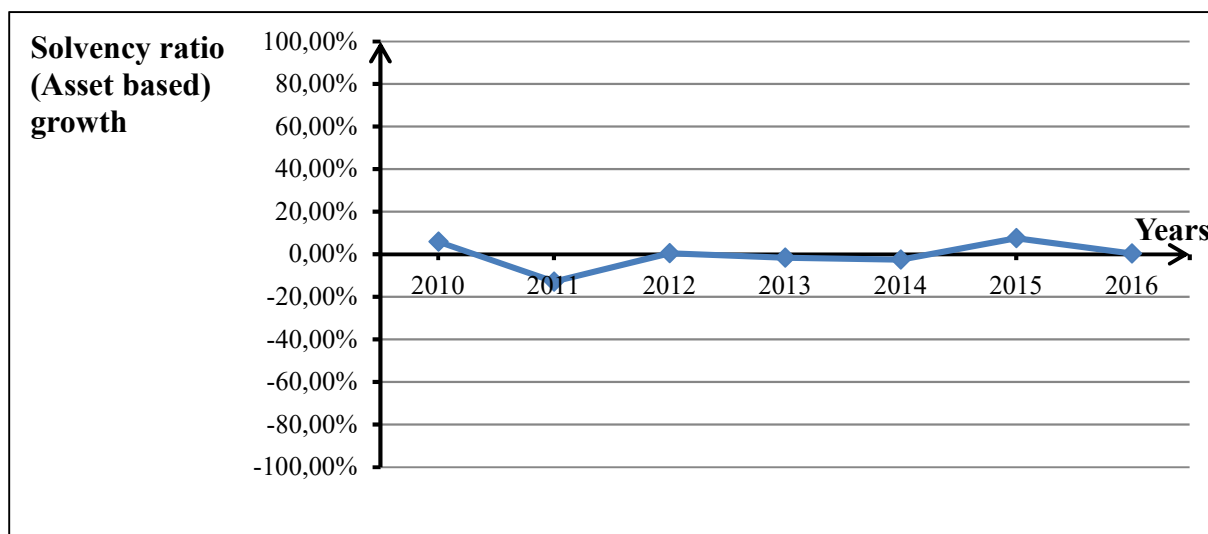
Figuur 67. Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 68. Groeipercenties van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 69. Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen



Figuur 70. Groeipercenties van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Franse ondernemingen

De groeipercentages blijken in absolute waarde over de periode heen het grootst bij het dekken van het vreemd vermogen door de cashflow. Weliswaar wordt er gestart met een stijging, maar deze stijging wordt gevolgd door opeenvolgende dalingen. Vervolgens is er als het ware een schommeling van stijgingen en dalingen. Er kan opgemerkt worden dat het algemeen niveau na 2013 stijgt als gevolg van een groter positief groeipercentage in het jaar 2015. Niettegenstaande vond andermaal daaropvolgend een daling plaats. Het stijgen van het algemeen niveau is een positief signaal, het dalen in het laatste jaar kan op zich weer een negatief signaal zijn. Het is bijgevolg moeilijk uitspraken te formuleren op basis van de indicator gerelateerd aan het dekken van het vreemd vermogen door de cashflow.

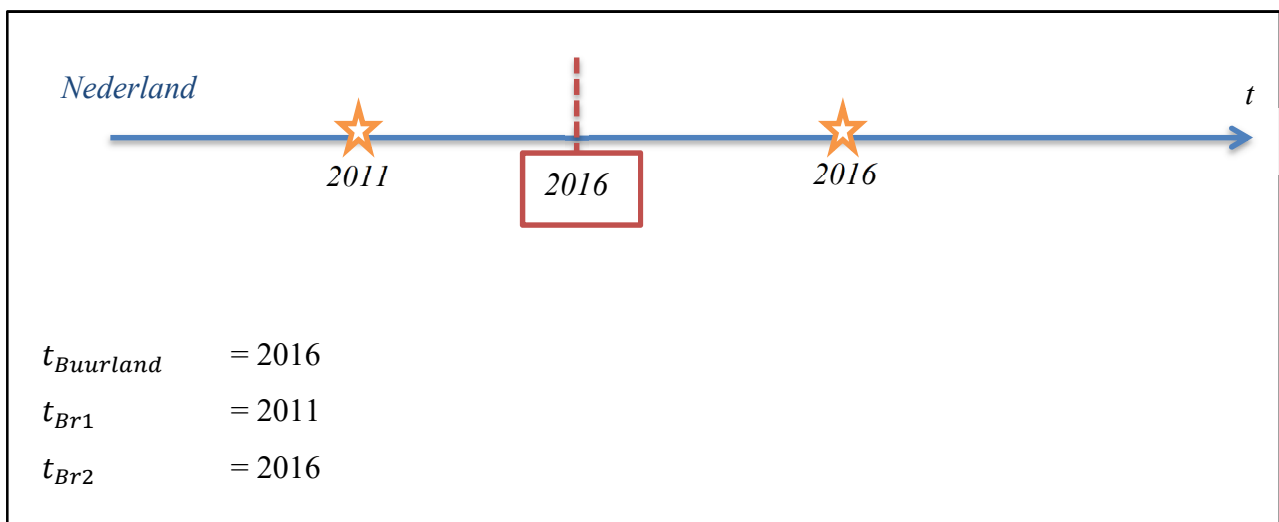
De positie aangaande de financiële onafhankelijkheid daarentegen kent een relatief stabiel en evenwichtig verloop met voornamelijk kleine stijgingen. Andermaal bevindt de lijn in de grafiek met betrekking tot groeipercentages dicht of licht boven de horizontale as. De absolute waarde van de ratio is bijgevolg lichtjes gestegen in vergelijking met de eerste jaren en er zou sprake kunnen zijn van een positief effect op de solvabiliteitspositie. Hierbij is het noodzakelijk op te merken dat er al sprake was van deze positieve trend voor het kanteltijdstip. Al bij al kan het dus zijn dat er op basis van deze indicator weinig veranderd is na het invoeren van een vrouwenquotum, maar belangrijk hierbij is dat de situatie zeker niet negatiever evolueert.

Bij de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator zijn er schommelingen tussen negatieve en positieve percentages tot en met het jaar 2014. De stijgingen wegen echter niet op tegen de dalingen in deze periode waardoor er een daling ontstaat van het algemeen niveau van deze ratio. In het jaar 2015 wordt het grootste positief groeipercentage gerealiseerd om in het volgende jaar ongeveer hetzelfde te blijven, wat positief lijkt voor de algemene solvabiliteitspositie. Niettegenstaande moet vermeld worden dat deze stijging voorafgegaan wordt door een negatieve groei net na het kanteltijdstip. Bijgevolg is het ook bij deze solvabiliteitsindicator moeilijk bepaalde conclusies aangaande de impact op de solvabiliteitspositie te formuleren.

5.2.4. Nederland

Analoog aan de analyse geformuleerd met betrekking tot Duitsland, is het ook in het geval van Nederland moeilijk bepaalde conclusies te trekken aangezien ook hier de aanvang van het jaar 2016 het cruciale kanteltijdstip is. Daarbij wordt andermaal vermeld dat er sprake is van een streefcijfer en niet van een bepaalde wettelijke verplichting. Het is dus noodzakelijk bepaalde nuancering toe te voegen aan de volgende analyses.

Aangezien het aanvangsjaar hetzelfde is als bij Duitsland, zijn de tijdsassen van beide landen praktisch volledig dezelfde.



Figuur 71. Tijdsas Nederland

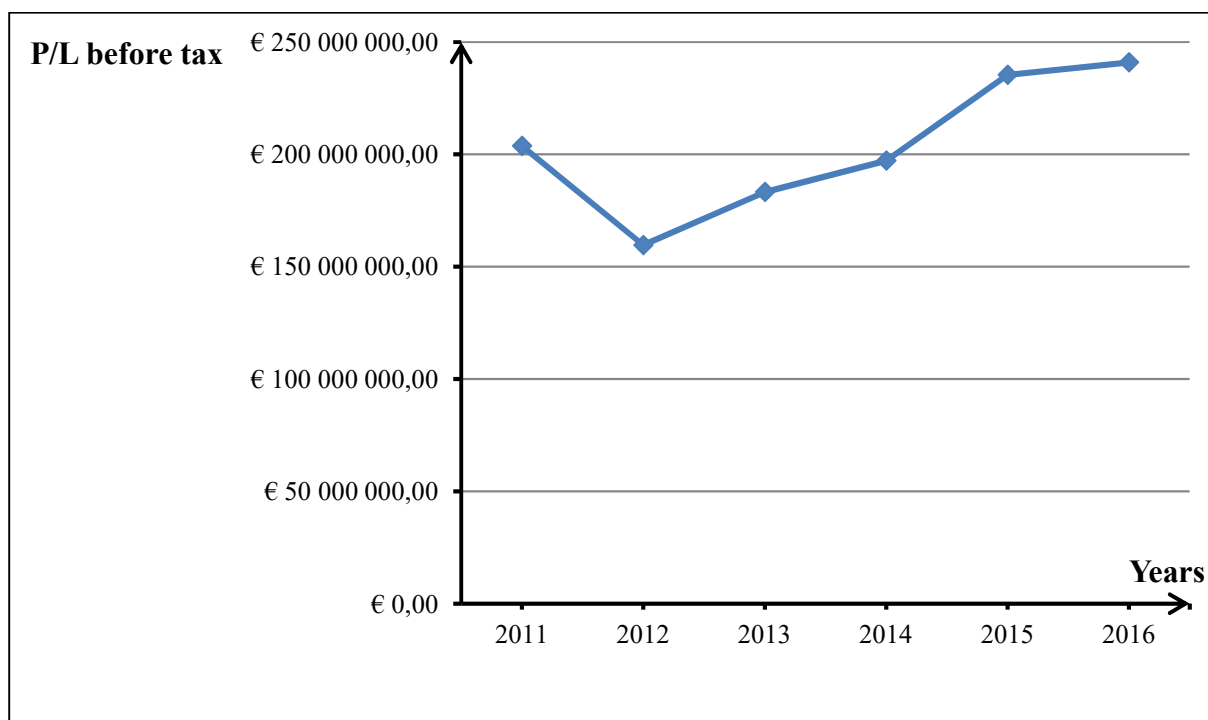
5.2.4.1. Winst vóór belastingen

De volgende tabel weergeeft de groeipercentages in de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.

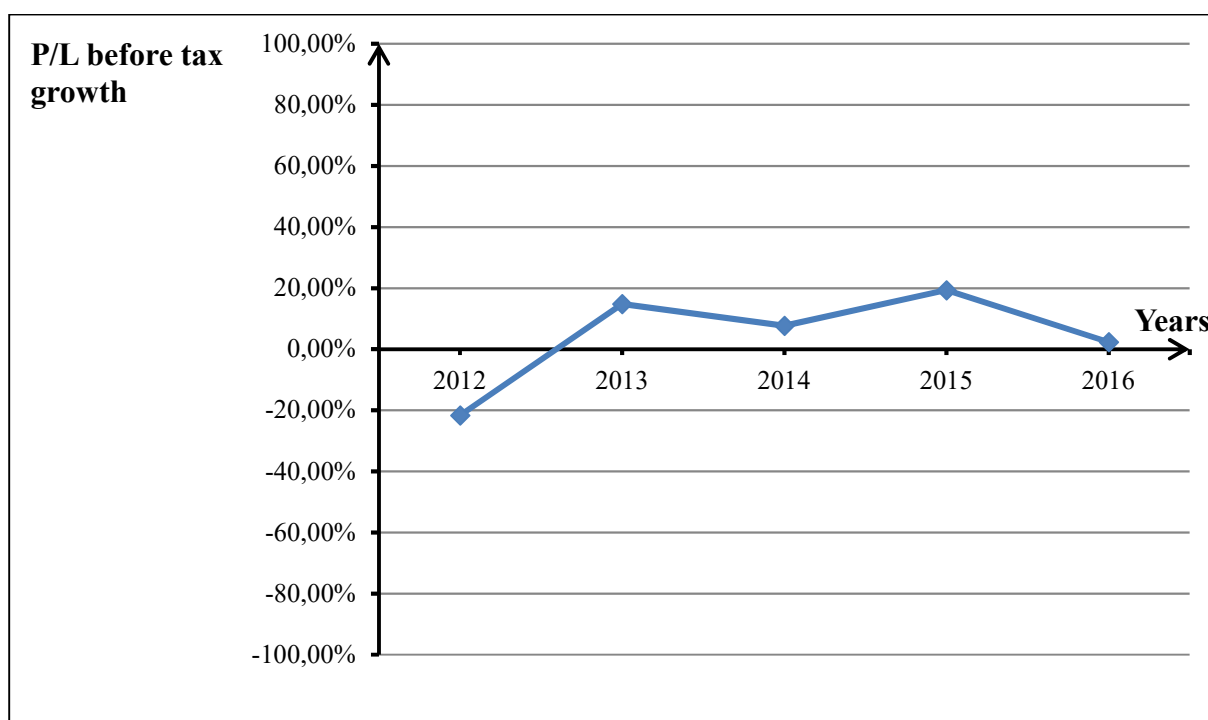
Tabel 13. *Groeipercentages van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen*

Dutch Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average Growth (%)	-21,66%	14,79%	7,64%	19,34%	2,34%

Onderstaande grafieken hebben betrekking tot de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.



Figuur 72. Evolutie van het algemeen niveau van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 73. Groeipercents van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen

De winst vóór belastingen kent na een negatief groeipercentage in het jaar 2012, enkel en alleen positieve groeipercentages. De grafiek aangaande absolute waarden vertoont bijgevolg een stijgende trend en de lijn in de grafiek aangaande de groeipercentages bevindt zich dan ook boven de horizontale as vanaf het jaar 2013. Positief hierbij is het feit dat de positieve trend wordt doorgezet in het jaar 2016, wat een positief signaal kan zijn voor de toekomst.

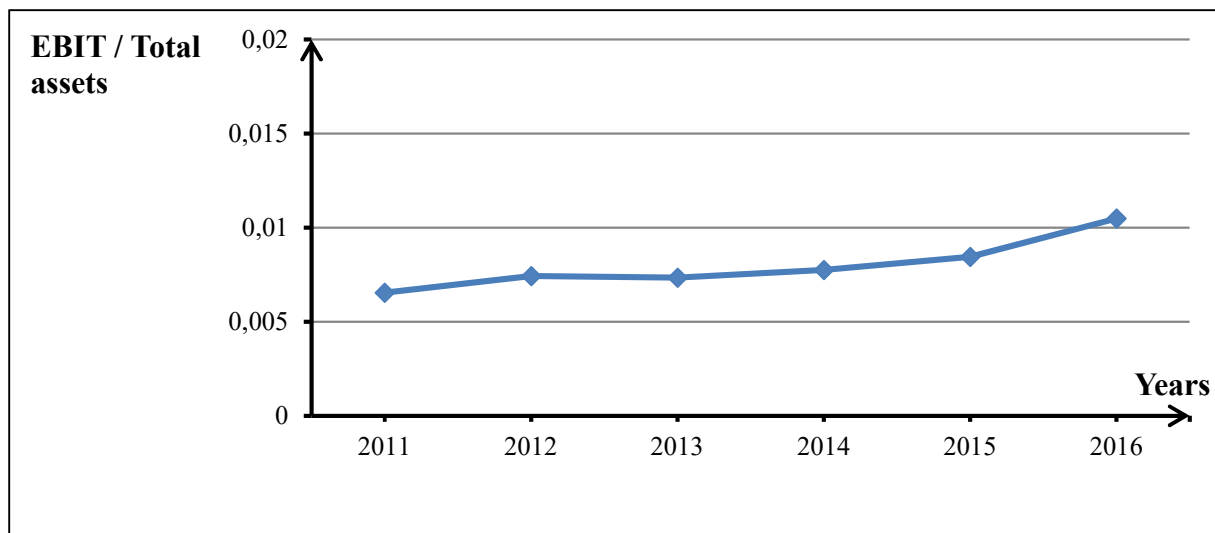
5.2.4.2. Rendabiliteit

De groeipercentages in verband met de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen kunnen worden teruggevonden in tabel 14.

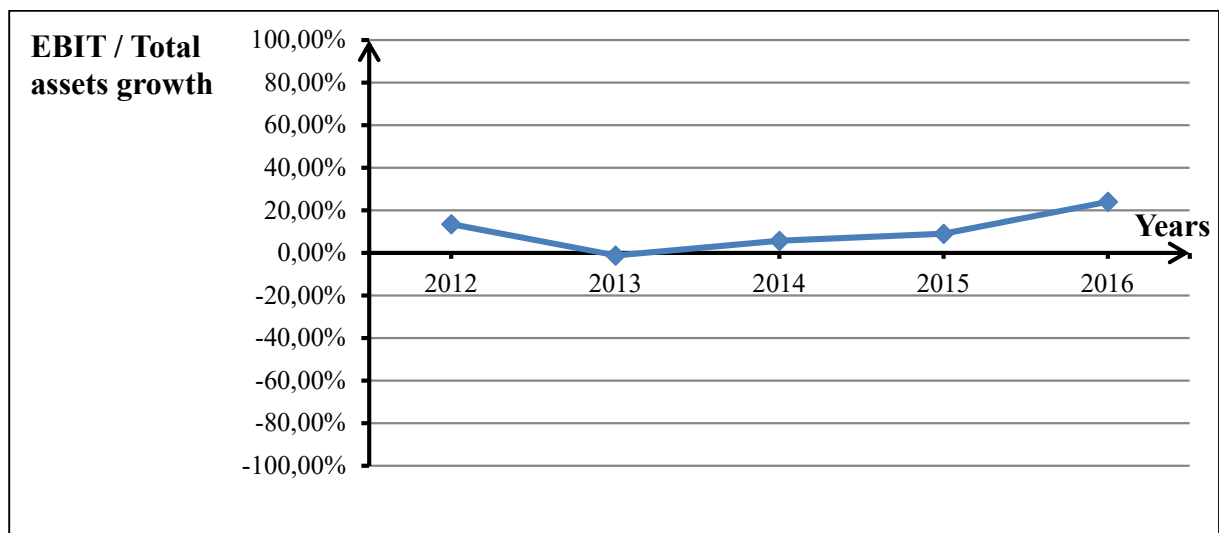
Tabel 14. *Groeipercentages van de rendabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.*

Dutch Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT/Total assets - Average Growth (%)	13,50%	-1,16%	5,69%	8,97%	24,03%
ROA using Net income - Average Growth (%)	18,29%	-25,66%	10,40%	-15,03%	41,04%
ROE using P/L before tax - Average Growth (%)	19,33%	-22,84%	-1,37%	5,22%	30,72%
ROE using Net income - Average Growth (%)	-17,26%	-40,51%	69,29%	-9,02%	50,09%

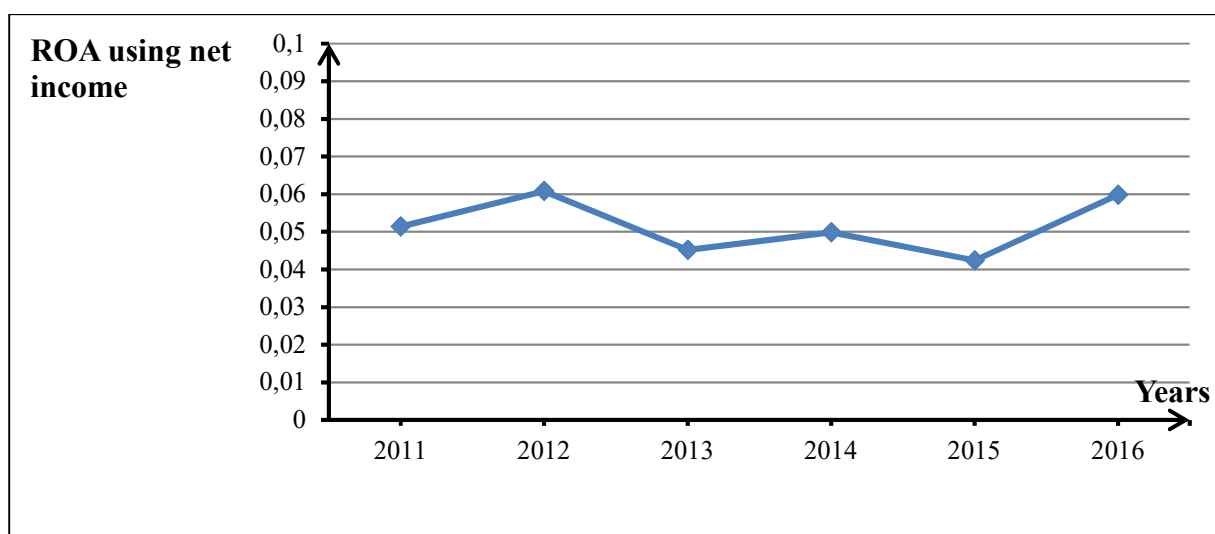
Andermaal worden vervolgens de grafieken met betrekking tot het algemeen niveau en de groeipercentages geplot.



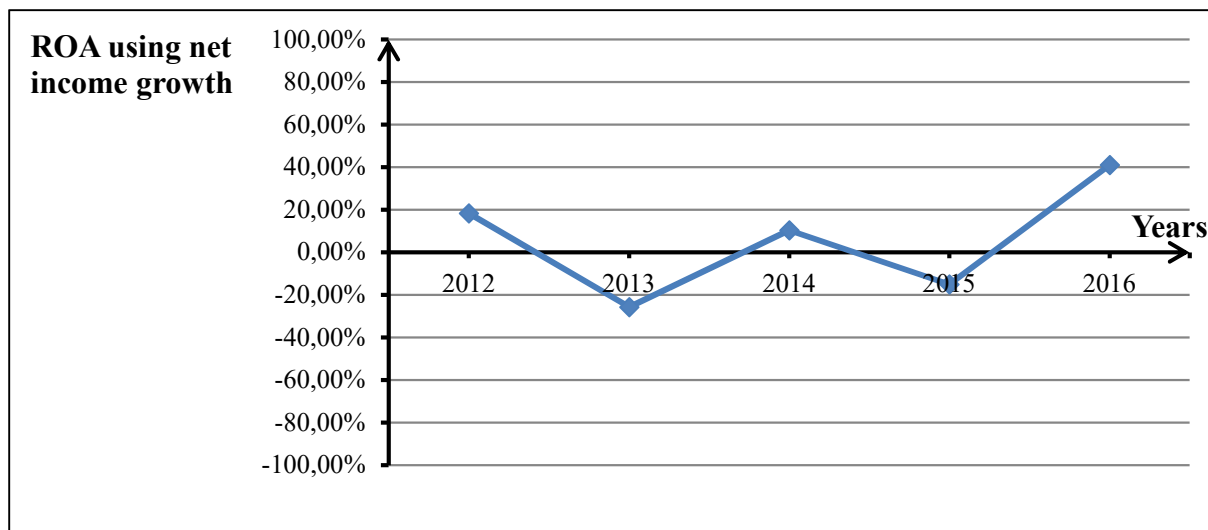
Figuur 74. Evolutie van het algemeen niveau van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



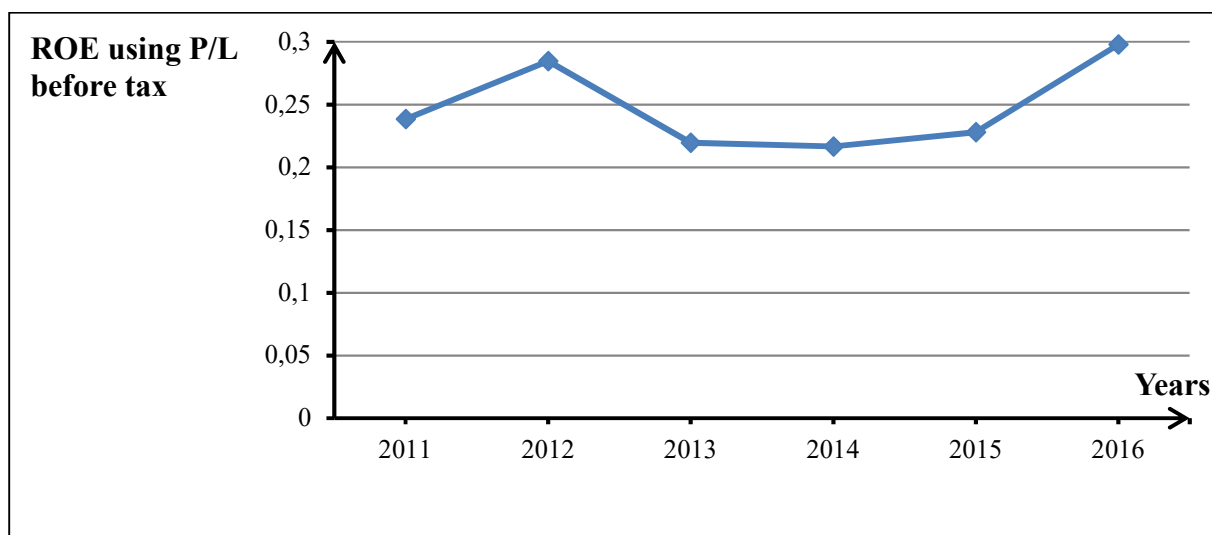
Figuur 75. Groeipercentages van de nettorendabiliteit van de totale activa van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



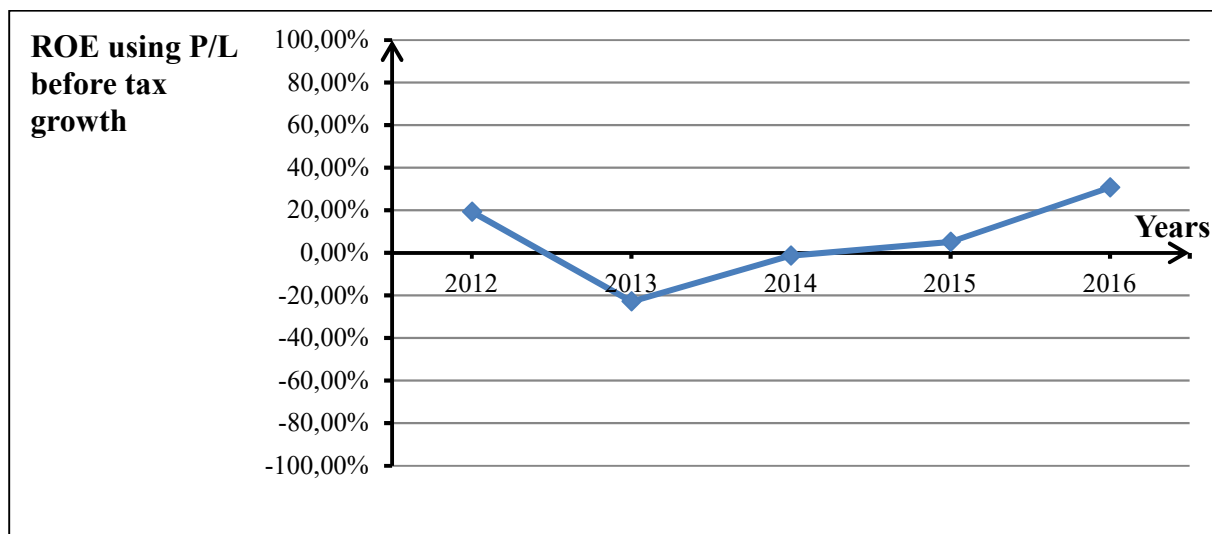
Figuur 76. Evolutie van het algemeen niveau van de ROA van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



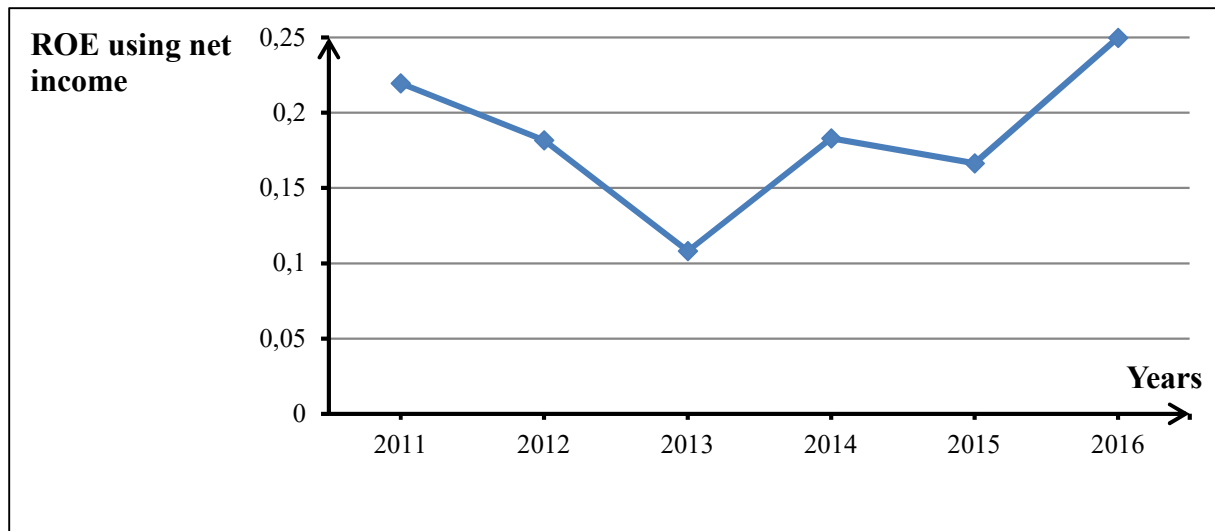
Figuur 77. Groeipercentages van de ROA van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



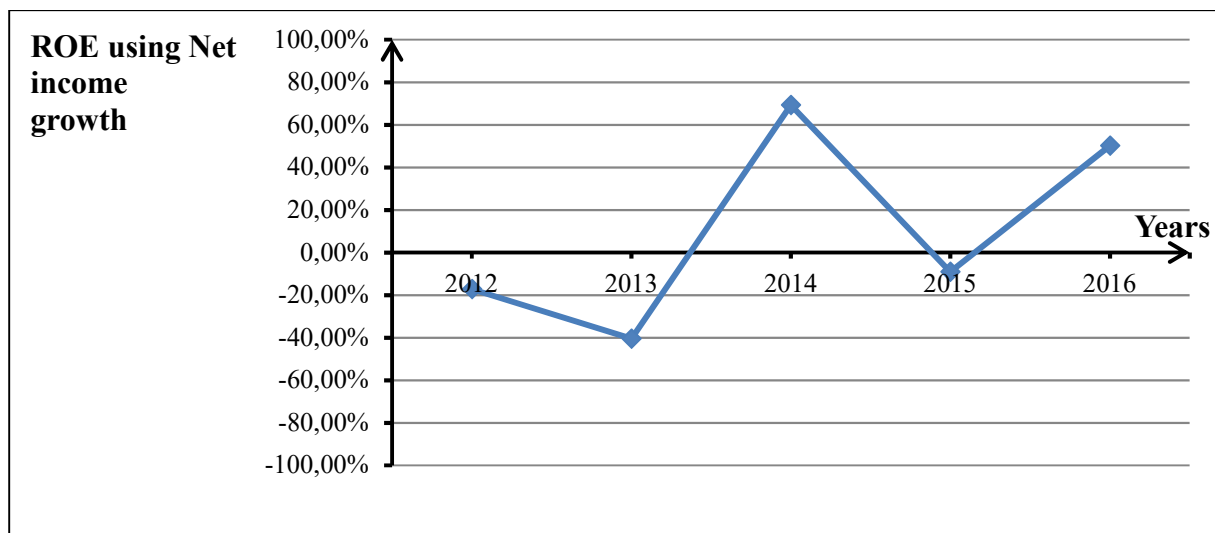
Figuur 78. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 79. Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 80. Evolutie van het algemeen niveau van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 81. Groeipercentages van de ROE gebruikmakend van het netto inkomen van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen

De stijgende trend is eveneens op te merken bij de nettorendabiliteit van de totale activa. Weliswaar is het enige negatieve groeipercentage hier terug te vinden in het jaar 2013. De andere jaren worden gekenmerkt door een positief groeipercentage. Logischerwijs stijgt het algemeen niveau dan ook in vergelijking met de eerste jaren. Opmerkelijk is ook dat het grootste groeipercentage verwezenlijkt wordt in het laatste jaar, wat andermaal een positief teken is voor de nabije toekomst.

De andere rendabiliteitsindicatoren kennen een meer grilliger verloop en worden gekenmerkt door zowel positieve als negatieve groeipercentages. De lijn van de grafiek van de ROA met betrekking tot de groeipercentages wisselt tussen een positie boven en positie onder de horizontale as. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat voornamelijk de negatieve

groeipercentages opwegen tegenover de positieve waardoor het algemeen niveau van deze indicator in het jaar 2015 lager ligt dan het algemeen niveau in de eerste jaren. Niettegenstaande kan opnieuw geconstateerd worden dat het grootste positieve groeipercentage wordt gerealiseerd in het laatste jaar. Hierdoor wordt deze ratio opnieuw naar een hoger level gebracht en blijkt ook in dit geval dat er een positieve impact is op de rendabiliteitspositie.

De indicatoren gerelateerd aan de rendabiliteit van het eigen vermogen starten tegenovergesteld. Daar waar de ROE gebruikmakend van de winst vóór belastingen stijgt in het eerste jaar, daalt de ROE gebruikmakend van het netto inkomen. Vervolgens kennen beide ratio's een sterke daling in het daaropvolgende jaar. In tegenstelling tot de ROE op basis van de winst vóór belastingen, wordt de forse daling in het jaar 2013 bij de ROE op basis van het netto inkomen meteen gecompenseerd door het realiseren van een al even aanzienlijk positief groeipercentage. De eerstgenoemde kent opnieuw een daling in het jaar 2014. De laatste paar jaren worden over deze periode in het algemeen gekenmerkt door een stijgende trend waardoor het algemeen niveau van beide ratio's hoger ligt in vergelijking met de eerste jaren. Opnieuw is er een realisatie van een relatief groot positief groeipercentage in het laatste jaar wat ook hier als gevolg een positief signaal is voor de algemene rendabiliteitspositie van de Nederlandse bedrijven.

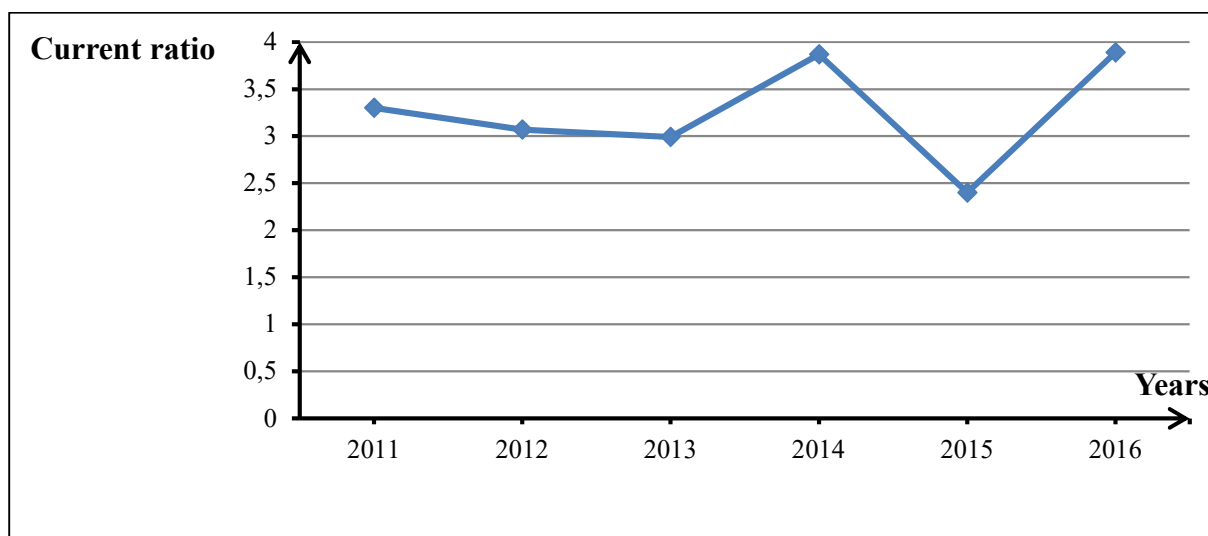
5.2.4.3. Liquiditeit

De groeipercentages van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse bedrijven wordt weergegeven in tabel 15.

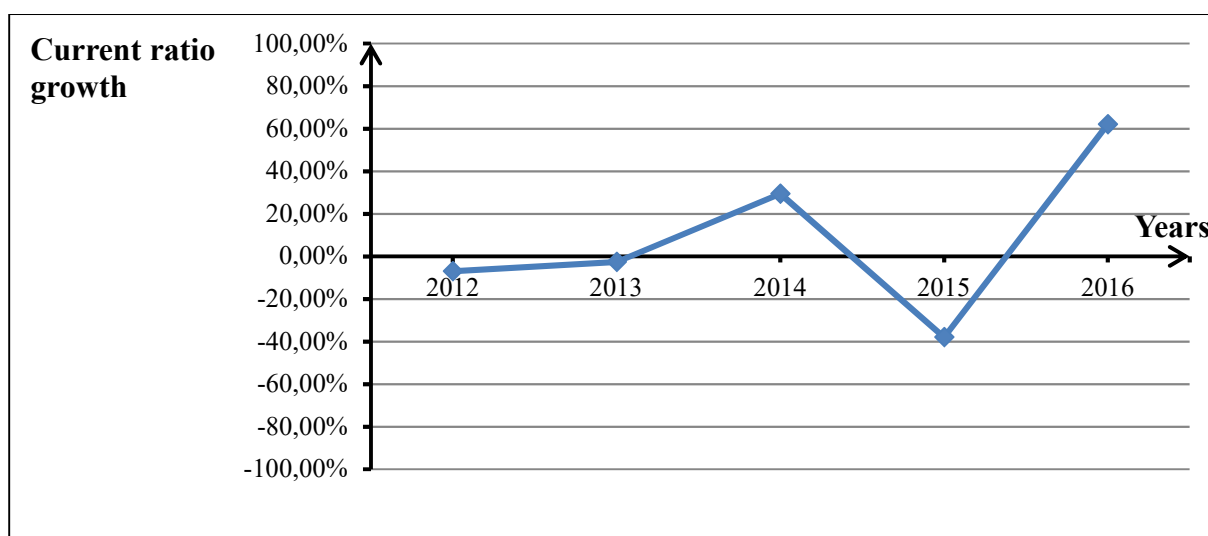
Tabel 15. *Groeipercentages van de liquiditeitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.*

Dutch Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio - Average Growth (%)	-6,97%	-2,61%	29,43%	-37,98%	62,08%
Working capital - Average Growth (%)	-12,63%	7,07%	4,31%	0,91%	78,99%
Cashflow - Average Growth (%)	-12,29%	29,83%	-14,83%	44,19%	-8,25%

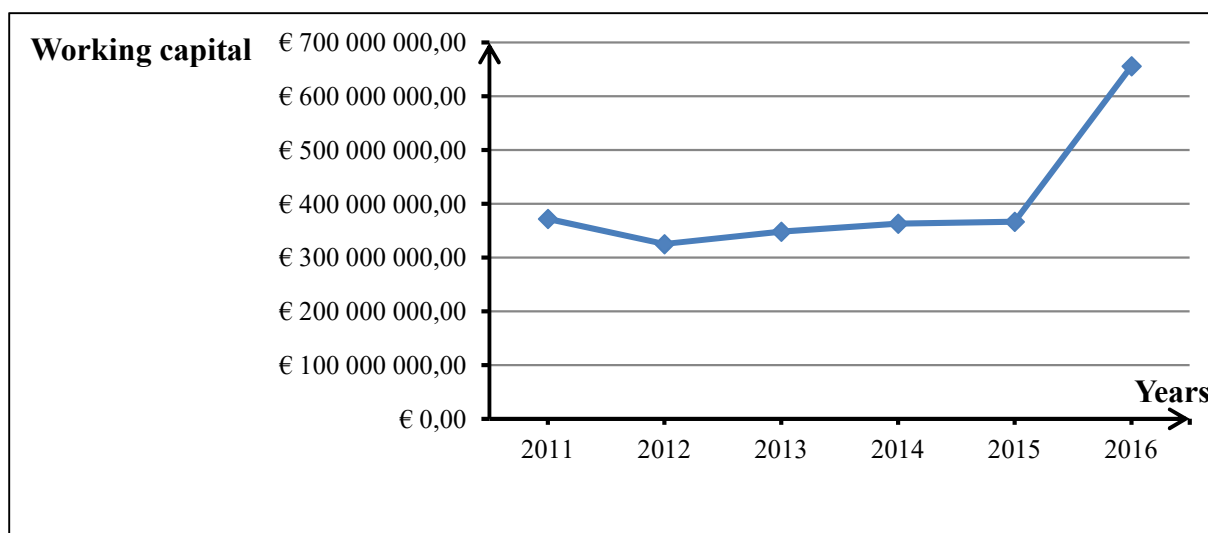
De visualisatie van de evolutie van deze indicatoren wordt weergegeven in de volgende grafieken.



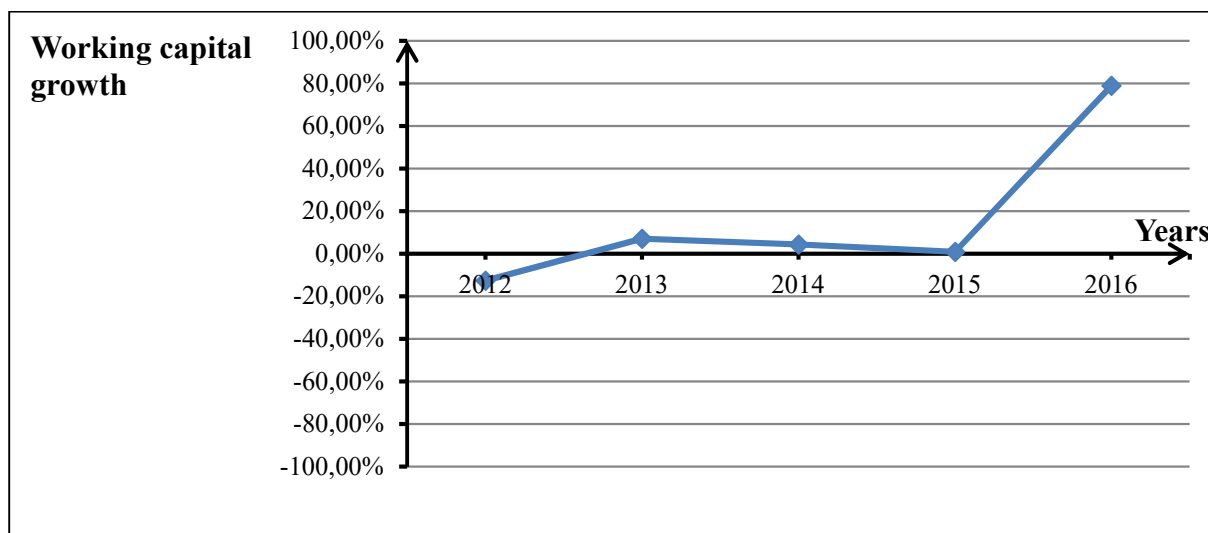
Figuur 82. Evolutie van het algemeen niveau van de current ratio van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



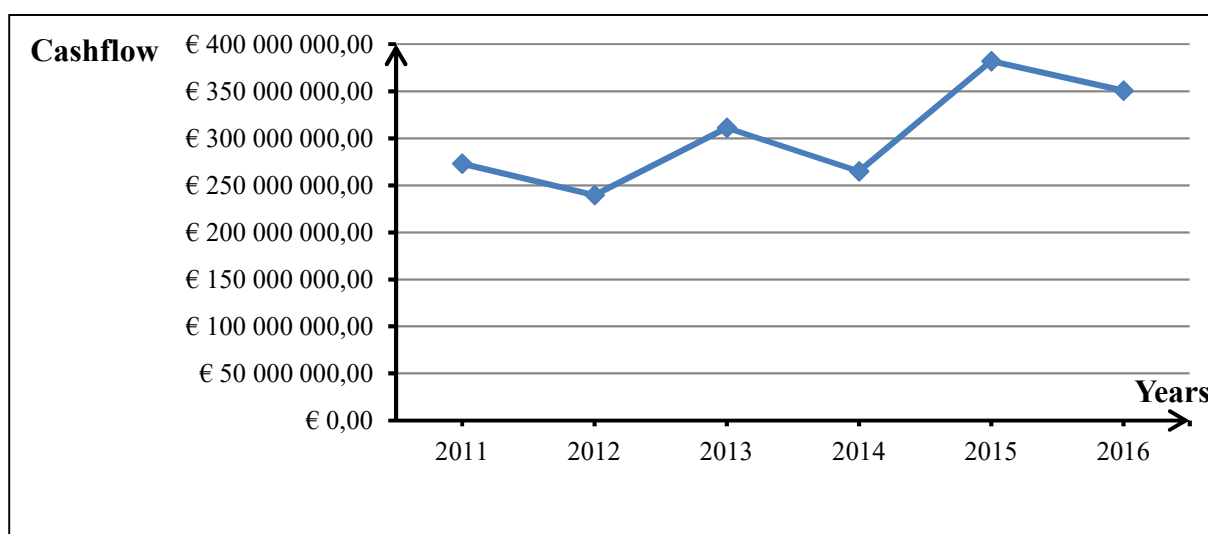
Figuur 83. Groeipercentages van de current ratio van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



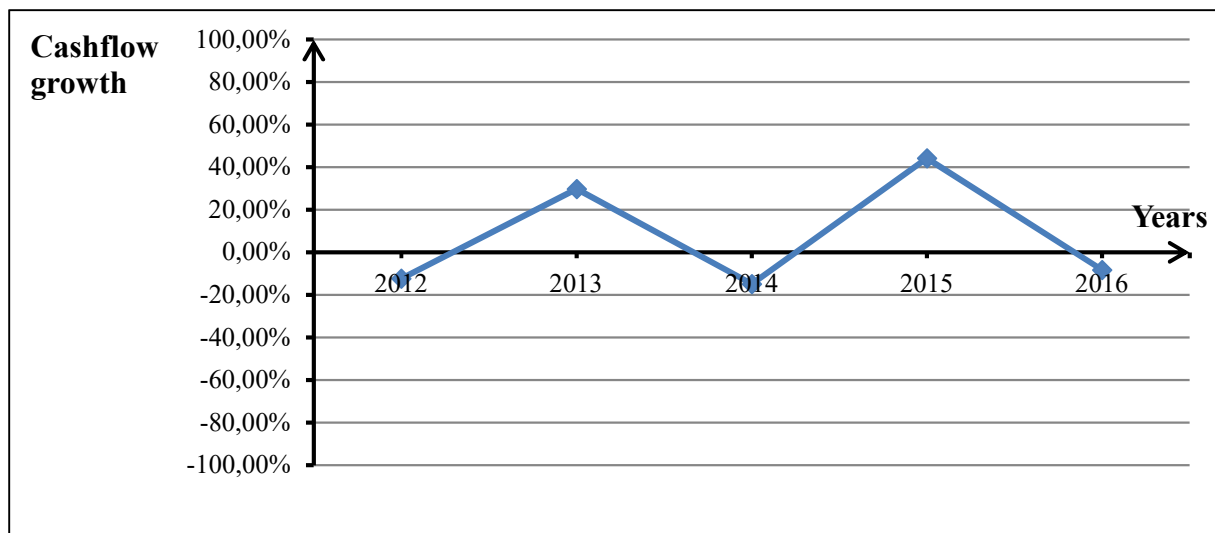
Figuur 84. Evolutie van het algemeen niveau van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 85. Groeipercentages van het nettobedrijfskapitaal van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 86. Evolutie van het algemeen niveau van de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 87. Groeipercentages van de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen

De current ratio en het nettobedrijfskapitaal vertonen ongeveer dezelfde eindeigenschappen als de rendabiliteitsindicatoren. Na een daling in het eerste jaar, toont het nettobedrijfskapitaal een stabiel verloop met een daarbij horende kleine positieve evolutie. Opnieuw wordt in het laatste jaar van de analyse een opmerkelijk en aanzienlijk positief groeipercentage gerealiseerd waardoor het algemeen niveau naar een noemenswaardig hoger level wordt gebracht. De lijn in de bijhorende grafiek met betrekking tot de groeipercentages ligt vanzelfsprekend vanaf het jaar 2013 boven de horizontale as waarbij de afstand met de horizontale as het grootst is in het jaar 2016. De current ratio vertoont minder stabiliteit en meer sprongen, maar volgt eenzelfde eindverloop. De kleine dalingen in de eerste jaren worden gecompenseerd door een grotere stijging in het jaar 2014. Hoewel daaropvolgend een aanzienlijk negatief groeipercentage terug te vinden is voor het jaar 2015, wordt deze meteen gecompenseerd door andermaal het grootste positieve groeipercentage in het jaar 2016. De waarden voor deze indicatoren in het laatste jaar tonen bijgevolg een positief teken aangaande de liquiditeitspositie voor de nabije toekomst.

De cashflowindicator wisselt negatieve met positieve groeipercentages af, met de positieve groeipercentages groter dan de negatieve groeipercentages in absolute waarde. Vandaar dat ook het algemeen niveau stijgt. In tegenstelling tot de andere indicatoren kan bij de cashflow een negatief groeipercentage worden teruggevonden voor het laatste jaar. Afgaand op deze indicator kan er sprake zijn van een negatieve trend aangaande de liquiditeitspositie.

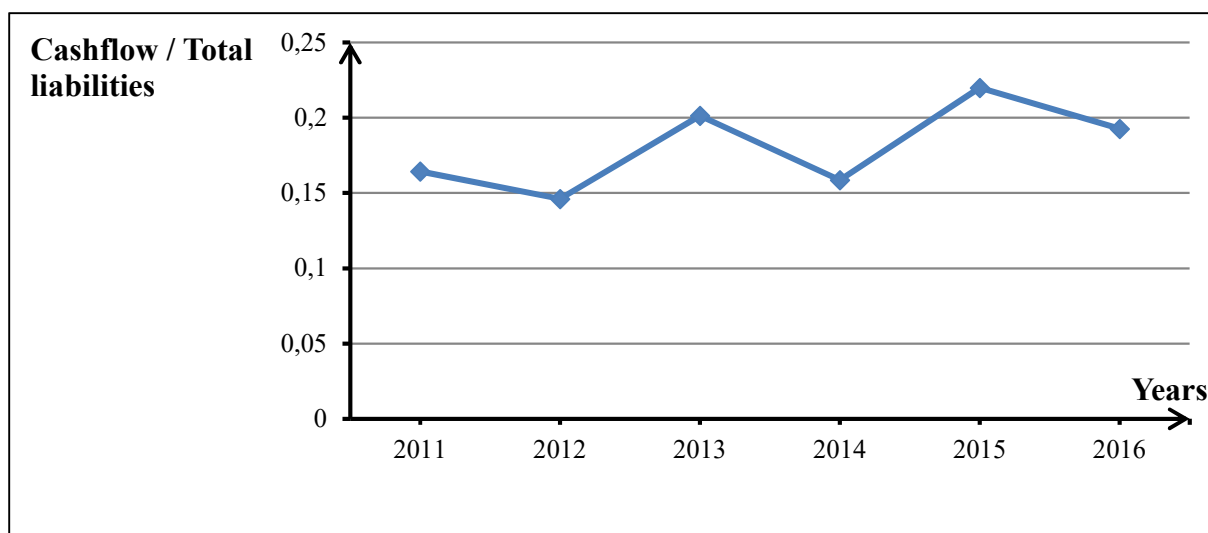
5.2.4.4. Solvabiliteit

Groeipercentages in verband met de gekozen solvabiliteitsindicatoren worden weergegeven in tabel 16.

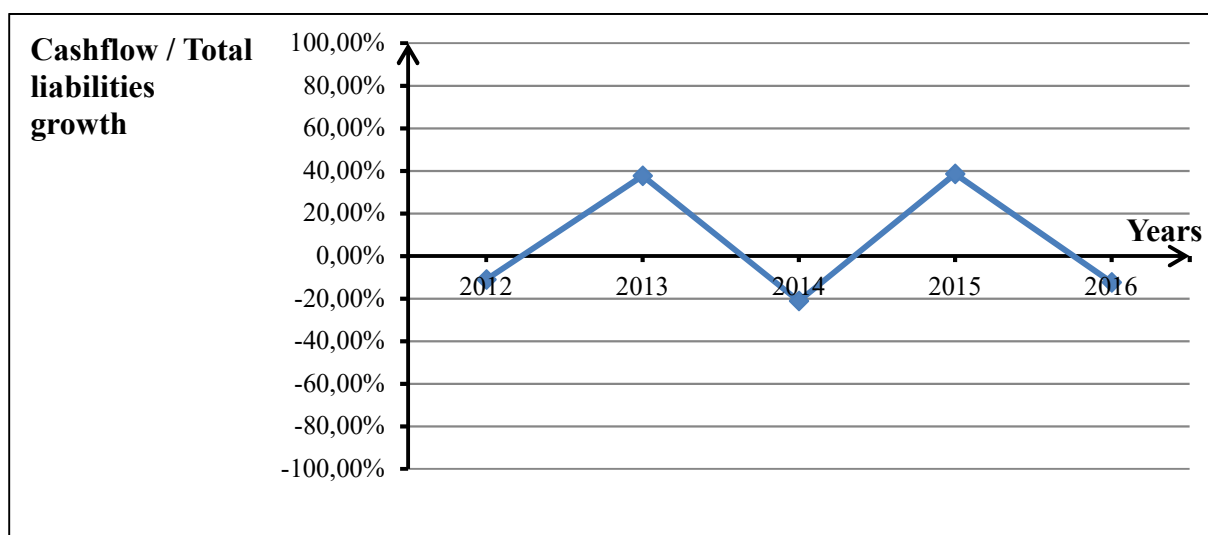
Tabel 16. *Groeipercentages van de solvabiliteitsindicatoren van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen.*

Dutch Companies from the list	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow / (Non-current + current liabilities) Growth (%)	-11,03%	37,71%	-21,16%	38,59%	-12,44%
Solvency ratio (Liability based) - Average Growth (%)	-8,55%	9,89%	-7,15%	-1,61%	-6,53%
Solvency ratio (Asset based) - Average Growth (%)	3,06%	1,97%	-0,28%	-2,15%	2,04%

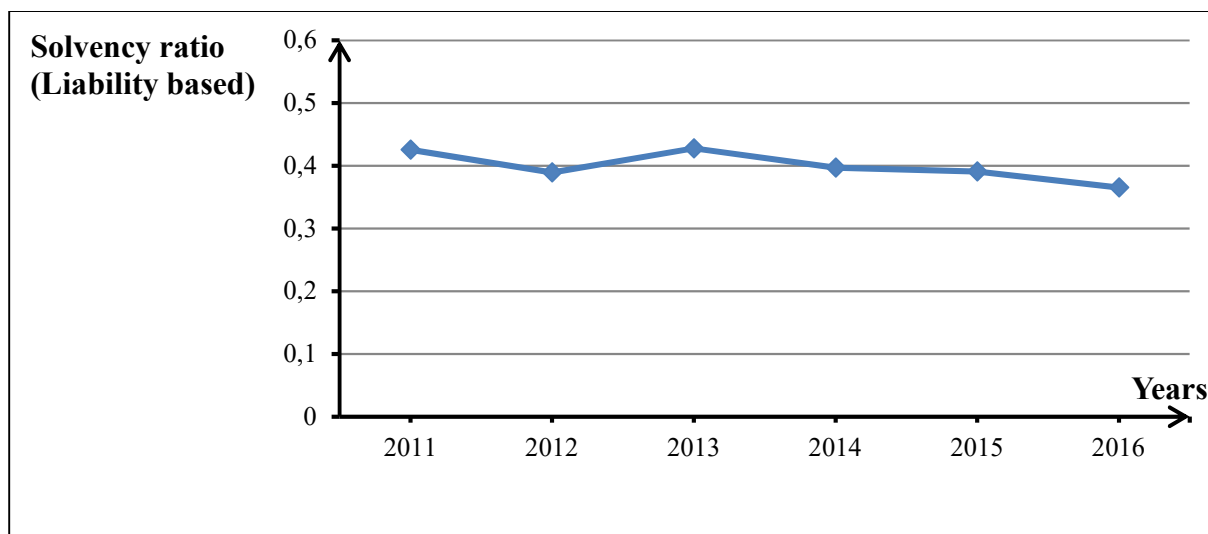
Analoog representeren de volgende figuren de grafieken aangaande de eigenschappen van deze solvabiliteitsindicatoren.



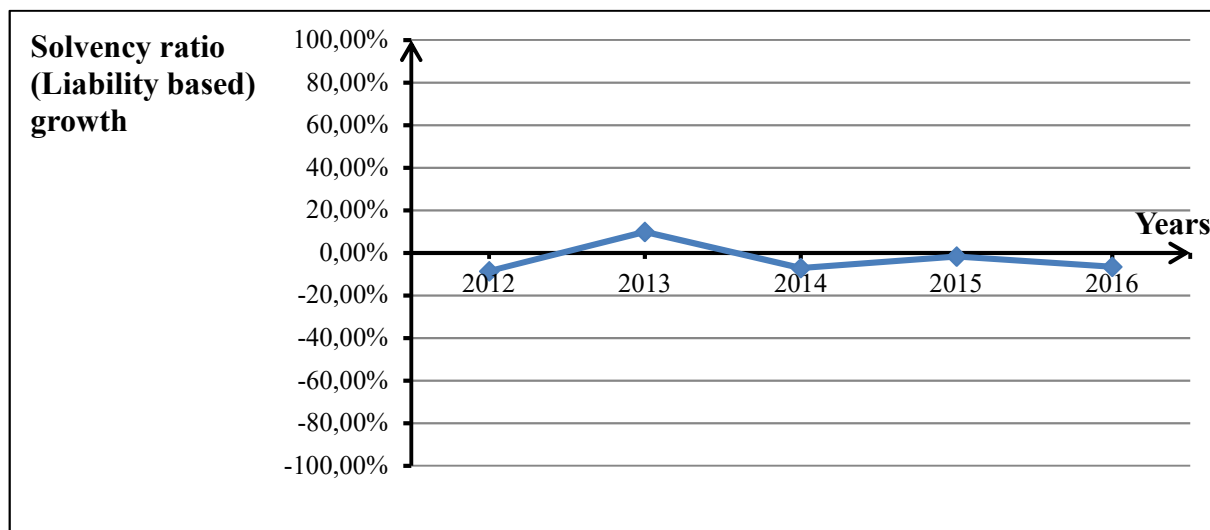
Figuur 88. Evolutie van het algemeen niveau van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



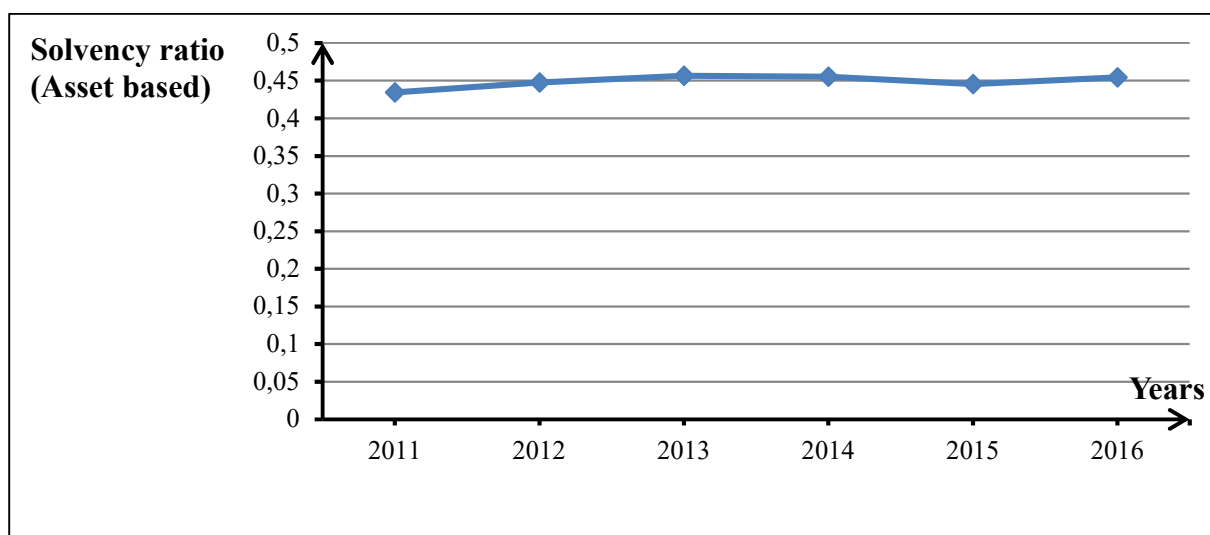
Figuur 89. Groeipercentages van de dekking van het vreemd vermogen door de cashflow van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



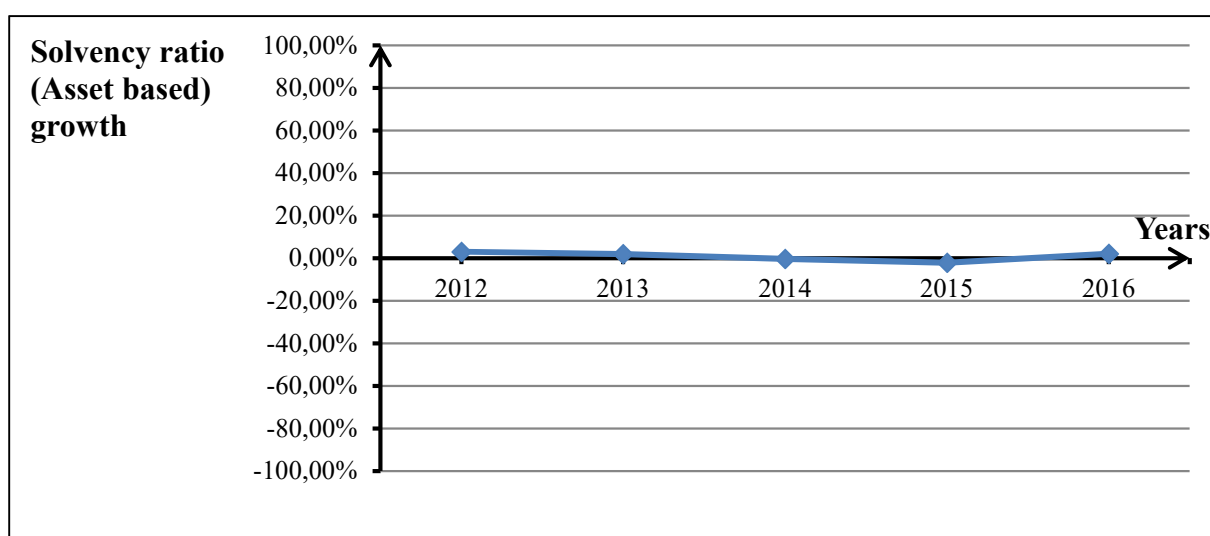
Figuur 90. Evolutie van het algemeen niveau van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 91. Groeipercentages van de financiële onafhankelijkheidsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 92. Evolutie van het algemeen niveau van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen



Figuur 93. Groeipercentages van de op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen

De positieve groeipercentages wegen ook bij het dekken van het vreemd vermogen door de cashflow op tegenover de negatieve groeipercentages. Vandaar de stijging van het algemeen niveau. Weliswaar is er in het laatste jaar van de analyse sprake van een negatief groeipercentage waaruit eventueel een verzwakking van de solvabiliteitspositie kan afgeleid worden.

De percentages van de andere ratio's zijn opmerkelijk kleiner in absolute waarde in vergelijking met de eerst besproken verhouding gerelateerd aan solvabiliteit. De ratio met betrekking tot financiële onafhankelijkheid stijgt in vergelijking met het jaar ervoor enkel in het jaar 2013. Logischerwijs bevindt de lijn in de bijhorende grafiek van groeipercentages zich dan ook enkel en alleen boven de horizontale as in het jaar 2013. De trend van kleine maar weliswaar negatieve groeipercentages wordt doorgezet in de laatste jaren en indiceert een verzwakking van de solvabiliteitspositie. De op activa gebaseerde solvabiliteitsindicator vertoont een evenwichtig patroon. De lijn van de groeipercentages is dan ook dicht gelegen bij de horizontale as. In tegenstelling tot de andere solvabiliteitsindicatoren is voor deze ratio wel degelijk een positief groeipercentage terug te vinden in het laatste jaar waardoor de eerder vermelde verzwakking van de solvabiliteitspositie deels wordt tegengegaan als gevolg van de evolutie van deze ratio.

5.3. Vergelijken van de resultaten van de verschillende landen

De bovenvermelde informatie wordt beknopt weergegeven in onderstaande tabel met de daarbij horende gepaste symboliek. Een ‘↑’ representeert een algemene versterking bij het desbetreffende analysedomein. Het symbool ‘↓’ representeert het tegenovergestelde. Wanneer het aantal indicatoren in een bepaald analysedomein met een positief signaal groter is dan het aantal indicatoren in datzelfde analysedomein met een negatief signaal, dan wordt gekozen een ‘↑’ te plaatsen. In het omgekeerde geval wordt een ‘↓’ geplaatst. Indien het aantal indicatoren met een positief signaal hetzelfde is als het aantal indicatoren met een negatief signaal, wordt gekozen het symbool ‘—’ te plaatsen in de daarbij bijhorende cel. Ook wanneer bepaalde conclusies omwille van schommelende patronen of andere oorzaken moeilijk kunnen worden afgeleid, wordt het laatstgenoemde symbool gebruikt.

Tabel 17. *Beknopte weergave van de resultaten.*

	<i>Winst vóór belastingen</i>	<i>Rendabiliteit</i>	<i>Liquiditeit</i>	<i>Solvabiliteit</i>
België				
<i>Proximus SA</i>	↓	↓	↓	—
<i>SNCB - NMBS</i>	↑	↑	—	↓
<i>Infrabel</i>	↑	↑	—	↓
<i>Loterie Nationale – Nationale Loterij</i>	↓	↓	—	↓
<i>BPOST</i>	↑	↑	↑	↑
<i>Belgocontrol</i>	↑	↑	↑	↑
Duitsland	↑	↓	↓	—
Frankrijk	↑	↑	↑	—
Nederland	↑	↑	↑	↓

Met uitzondering van Proximus en de Nationale Loterij, kan gesteld worden dat de selectie van Belgische bedrijven een relatief positief signaal weergeeft met betrekking tot de winst vóór belastingen na het kanteltijdstip. Belgocontrol en Bpost nemen hierbij het voortouw wanneer vergeleken wordt met de eerste jaren van de analyse. Ondanks het later vallen van het cruciale tijdstip, kan dit positief signaal teruggevonden worden bij zowel de Duitse selectie van bedrijven als de Nederlandse selectie. Ook het verloop van de globale gemiddelde winst vóór belastingen bij de Franse entiteiten volgt de positieve trend. Niettegenstaande het cruciale jaartal voor desbetreffende landen verschillend is, kan er gesproken worden van een positieve evolutie van deze indicator na het bijhorende kanteltijdstip.

Andermaal zijn Proximus en De Nationale Loterij de enige bedrijven waar geen positieve evolutie wordt teruggevonden na het kanteltijdstip. De andere bedrijven vertonen opnieuw een positiever patroon en de daarbij horende positieve trend na het invoeren van een vrouwenquotum. Zeker wanneer bepaalde ratio's overgaan van een negatieve naar een positieve waarde, kan terecht gesproken worden van een versterking van de rendabiliteitspositie. In tegenstelling tot de winst vóór belastingen, volgt de Duitse selectie het positief signaal in dit geval niet. Zoals eerder besproken wezen de indicatoren eerder op een verzwakking dan op een versterking van de rendabiliteitspositie. Hoewel bepaalde rendabiliteitsindicatoren in het geval van Frankrijk een negatieve trend tonen, kan over het algemeen gesteld worden dat de positieve evolutie van andere indicatoren opweegt tegen deze negatieve trend. Een positieve evolutie dat eveneens wordt teruggevonden bij de analyse van de Nederlandse bedrijven. Met uitzondering van de Duitse selectie weergeven ook de rendabiliteitsindicatoren bijgevolg een positief signaal na het invoeren van een nieuwe wettelijke context.

Ook de liquiditeitspositie van Proximus vertoont geen verbetering na het invoeren van een vrouwenquotum. Voor de Nationale Loterij kan noch een verbetering noch een verzwakking afgeleid worden. Dit als gevolg van het feit dat de ene liquiditeitsindicator een positieve evolutie vertoont en de andere indicator een negatieve evolutie. Bijkomende informatie is noodzakelijk om bepaalde conclusies af te leiden. Ook in het geval van de NMBS en Infrabel is zoals eerder vermeld het ontbreken van gegevens de oorzaak van een beperktere liquiditeitsanalyse. Bovendien zorgen zigzag patronen ervoor dat bepaalde versterkingen en verzwakkingen moeilijker op te merken zijn. Andere bedrijven vertonen dan weer een

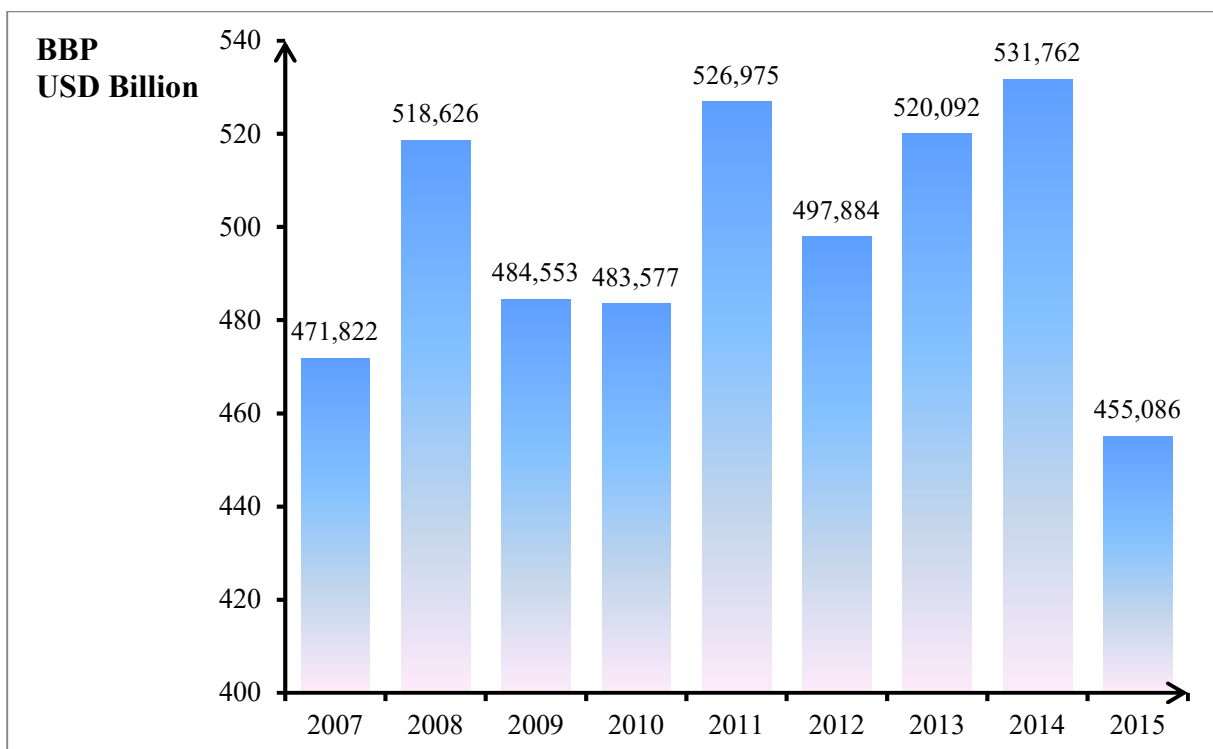
versterkend patroon na het invoeren van een vrouwenquotum. Algemeen spreken van een versterking of verzwakking aangaande de selectie van Belgische bedrijven is bijgevolg moeilijker in vergelijking met afleidingen op basis van eerder vermelde indicatoren. De Duitse bedrijven daarentegen kennen gemiddeld een verzwakking van de liquiditeitspositie. Weliswaar speelt opnieuw het recente karakter een belangrijke rol hierbij waardoor er een reële mogelijkheid bestaat dat in de nabije toekomst het tegendeel wordt bewezen. Hetzelfde kan geformuleerd worden in het geval van Nederland, hoewel er met betrekking tot Nederland eerder sprake is van een versterking van de globale gemiddelde liquiditeitspositie. De selectie van Franse bedrijven volgt deze positieve trend.

Bpost en Belgocontrol volgen hetzelfde patroon als de andere analyseconcepten. Ook op het vlak van solvabiliteit kan een positief signaal worden teruggevonden na het kanteltijdstip. De meeste andere bedrijven vertonen daarentegen een verzwakking. Voor Proximus kunnen bepaalde afleidingen niet gespecificeerd worden als gevolg van schommelingen tussen negatieve en positieve groeipercentages bij de desbetreffende prestatie indicatoren. Zowel de Nederlandse als de Duitse selectie van bedrijven vertonen een verschillend patroon in vergelijking met de andere eerder vermelde prestatiedomeinen. De Duitse selectie vertoont enerzijds een verbetering op basis van een welbepaalde solvabiliteitsindicator, maar weerspiegelt dan weer een verzwakking op basis van een andere solvabiliteitsindicator. Omwille van die reden en opnieuw het ontbreken van toekomstige gegevens als gevolg van het recente karakter, is het in het geval van de Duitse selectie van bedrijven moeilijk bepaalde afleidingen te formuleren. In het geval van Nederland is er op basis van voorgaande analyse en beschrijvingen wel degelijk sprake van een algemene verzwakking van de globale gemiddelde solvabiliteitspositie. Op basis van de gegevens van de Franse selectie van bedrijven is het moeilijk bepaalde conclusies af te leiden, aangezien bepaalde opmerkelijke wijzigingen in de indicatoren gebeurden voor het cruciale kanteltijdstip. Vandaar kunnen ook in het geval van Frankrijk geen specifieke conclusies worden geformuleerd betreffende de solvabiliteitspositie.

5.4. Vergelijken met de algemene conjunctuur

Zoals meerdere malen eerder vermeld, ligt de focus voornamelijk op de bedrijven gelegen in België. Vandaar wordt ook gekozen om op basis van de resultaten uit voorgaande secties, bijkomende aspecten hieromtrent te vermelden met als doel een uitgebreidere analyse te verkrijgen.

Aangezien slechts een kleine fractie van het totaal aantal bedrijven aanwezig in België onderworpen werden aan de voorgaande analyse, kan het handig zijn het algemene economische niveau met betrekking tot België eveneens te beschouwen (Europa NU, s.d.). Om dit te realiseren, wordt de evolutie van het bruto binnenlands product, kortweg het BBP, geanalyseerd na het cruciale kanteltijdstip (The World Bank, s.d.) (Trading economics, s.d.). Het BBP wordt gelijkgesteld aan de totale geldwaarde van alle finale geproduceerde goederen en diensten binnen de grenzen van een bepaald land. Onderstaande grafiek dient hierbij als hulpmiddel (*“Bruto Binnenlands Product (BBP)”*, s.d.). Hoewel voornamelijk de evolutie na het kanteljaar van belang is, wordt vervolledigend het BBP van de jaren ervoor eveneens weergegeven.



Figuur 94. BBP van België uitgedrukt in dollar

Hoewel het BBP uitgedrukt wordt in dollar, vormt dit niet meteen een probleem. Zoals meerdere malen eerder vermeld is voornamelijk de gevolgde trend van belang. Het is duidelijk dat het BBP opmerkelijk daalt net na het jaar 2011. Daaropvolgend is er een continue stijging tot en met het jaar 2014. Vervolgens daalt het BBP in het laatste jaar naar het laagste niveau in de beschouwde periode. Gelijkaardig aan een vorige aanpak, wordt vervolgens opnieuw het verloop van de prestatie indicatoren van de beschouwde bedrijven vergeleken met het verloop van het BBP.

De evolutie van de winstindicator met betrekking tot Proximus en de Nationale Loterij is bijgevolg wel degelijk vergelijkbaar met de evolutie van de algemene economische performantie. Deze laatstgenoemde bedrijven zijn weliswaar de enige die dezelfde evolutie volgen aangaande deze indicator. Ook de daling in het laatste jaar is terug te vinden. De continue stijgingen zijn weliswaar niet meteen terug te vinden voor beide entiteiten. De andere bedrijven kennen zoals eerder gezegd voornamelijk een stijgende trend, de genoemde dalingen zijn bijgevolg bij deze bedrijven niet meteen terug te vinden.

Ook de rendabiliteitsindicatoren van Proximus en de Nationale Loterij vertonen een gelijkaardig beginverloop als de algemene Belgische conjunctuur. Opnieuw vertoont een meerderheid van de rendabiliteitsindicatoren van deze bedrijven een daling net na het kanteltijdstip en wordt ook het laatste jaar gekenmerkt door een daling. In tegenstelling tot de algemene conjunctuur moet worden opgemerkt dat opnieuw van de continue stijgende trend geen sprake is bij zowel Proximus als de Nationale Loterij. Anderzijds kan worden waargenomen dat andere beschouwde Belgische entiteiten beter presteren dan de algemene economische performantie. Voornamelijk Belgocontrol vertoont een opmerkelijk positiever verloop in vergelijking met de algemene conjunctuur. De dalingen zijn dan ook niet terug te vinden bij de desbetreffende indicatoren. Hoewel er met betrekking tot de rendabiliteitsindicatoren van de stijging in het jaar 2014 geen sprake is bij Bpost, kent ook dit bedrijf een beter verloop dan de algemene conjunctuur. De sterkste daling is bij zowel de NMBS als Infrabel terug te vinden in het jaar 2013, de andere jaren zijn andermaal gekenmerkt door een stijging.

De liquiditeitsindicatoren bevestigen andermaal het minder presteren van Proximus en het beter presteren van Belgocontrol in vergelijking met de evolutie van het BBP. Ook in het geval van Bpost is er voornamelijk sprake van een beter verloop. Een daling van het niveau

vindt eerder plaats in het jaar 2013, andere jaren worden gekenmerkt door een stijging. De negatieve begin- en einddaling zijn bijgevolg niet terug te vinden. De negatieve begintrend wordt wel teruggevonden bij de Nationale Loterij. Weliswaar moet worden opgemerkt dat deze negatieve groei blijft aanhouden in tegenstelling tot de evolutie van het BBP. De laatste jaren zijn tegenovergesteld aan bovenvermelde evolutie en bijgevolg dus stijgend. De NMBS kent eveneens tegenovergestelde bewegingen met betrekking tot de liquiditeitsindicatoren in vergelijking met het BBP.

De solvabiliteitsindicatoren bekrachtigen de bovenvermelde evoluties voor zowel Bpost en Belgocontrol. Beide bedrijven vertonen opnieuw een positiever verloop in vergelijking met de algemene conjunctuur. Proximus vertoont zoals eerder vermeld kleinere absolute wijzigingen met betrekking tot de solvabiliteit. De positievere eindevolutie aangaande de rendabiliteitsindicatoren van de NMBS is eveneens terug te vinden bij de solvabiliteit. Andermaal is er dus een tegenovergesteld eindverloop. De Nationale Loterij kent ook een stijging het laatste jaar en vertoont bijgevolg opnieuw een beter verloop in vergelijking met de algemene conjunctuur. De stijgingen in het BBP in de andere jaren zijn in het geval van de Nationale Loterij over het algemeen dalingen waardoor ook in het geval van de Nationale Loterij een negatiever beginverloop is.

5.5. Impact van de overheid op de bedrijfsprestaties

Aangezien het toepassen van de nieuwe wettelijke context in het geval van België duidelijk gericht is tot overheidsbedrijven, is het niet onlogisch dat er gekozen wordt de invloed van de overheid kort te behandelen. Hoewel tal van voorbeelden en positieve oorzaken kunnen gegeven worden waarom in bepaalde gevallen nationalisering positief lijkt, is een kritiek perspectief eveneens gerechtvaardigd. Ongetwijfeld heeft de overheid in overheidsbedrijven een bepaalde invloed op de bedrijfsprestaties (Marc De Clerq, 2011). Hierbij moet vermeld worden dat naast de opgesomde argumenten hieronder, er nog andere inzichten zijn die de invloed van de overheid op de bedrijfsprestaties reflecteren.

Ook in een bedrijfseconomie is het mogelijk dat politieke motieven opwegen ten opzichte van het efficiënt functioneren van een bedrijf. Het benoemen van onbekwame bedrijfsleiders op basis van alom gekende vriendjespolitiek heeft dan ook een nefaste invloed op de bedrijfsprestaties. Hoewel nationaliseren in sommige gevallen noodzakelijk is, moet benadrukt worden dat tot op de dag van vandaag capabele en competente leidersfiguren deels onterecht plaats moeten maken voor andere minder bekwame politieke figuren.

Het afwezig zijn van andere risicofactoren in vergelijking met andere private bedrijven zorgt eveneens voor een negatieve invloed. Er ontstaat een soort van machteloosheid onder de mensen. De vertragingen bij de NMBS zijn hiervan een uiterst geschikt voorbeeld. De slechte dienstverlening en de daarbij horende gemakzucht bij de leidersfiguren als gevolg van het afwezig zijn van bepaalde risicofactoren leidt andermaal tot een kwalijke impact op de bedrijfsprestaties.

Als laatste kan geargumenteed worden dat private bedrijven een stuk dichterbij de consumenten in vergelijking met de overheid. Private bedrijven bevatten normaal gezien meer knowhow en consumentenkennis en kunnen bijgevolg beter inspelen op de specifieke vraag en wensen van de consument. Het gevolg is dat deze bedrijven omwille van het beter kunnen inspelen op de specifieke vraag in staat zijn betere resultaten te boeken in vergelijking met overheidsbedrijven.

6. Conclusies

Laat het duidelijk zijn dat de wettelijke context voor globaal Europa wel degelijk verschilt van deze van de afzonderlijke lidstaten. Hoewel tal van pogingen werden ondernomen, ontbreken er nog steeds wettelijke verplichtingen vanuit het Europees standpunt. Niettegenstaande zijn verscheidene lidstaten er wel al in geslaagd om een nieuwe gerechtelijke context met betrekking tot het invoeren van een vrouwenquotum tot stand te brengen. België maakt eveneens deel uit van deze selectie van lidstaten. Met uitzondering van Luxemburg zijn ook de buurlanden van België erin geslaagd wijzigingen toe te passen aangaande de wettelijke samenstelling van bestuursraden. Hoe dan ook moet benadrukt worden dat het wijzigen van de gerechtelijke context niet gelijktijdig gebeurde. Zowel in het geval van Duitsland als van Nederland werd een opmerkelijk later cruciaal kanteltijdstip voorgelegd in vergelijking met België en Frankrijk. Daarbij horend is het noodzakelijk te vermelden dat in samenhang met deze gerechtelijke contexten, er reeds zelfreguleringsinstrumenten aanwezig waren in de verscheidene landen waarin bepaalde streefdoelen in verband met de samenstelling van bestuursraden worden aangehaald.

Het bespreken van de specifieke gerechtelijke contexten van België en de buurlanden impliceerde tevens een bijkomend positief gevolg. Op basis van de toepassingsregels vermeld in deze wettelijke kaders was het immers mogelijk reeds een specifieke bedrijfsselectie te verkrijgen voor de afzonderlijke landen. De Orbis Europe database maakt het mogelijke de vermelde gerechtelijke condities toe te passen en een representatieve selectie te verkrijgen.

Het verkrijgen van een bedrijfsselectie voor de afzonderlijke landen is de beginstap van de financiële analyse naar ondernemingsperformantie. Zoals meerdere malen vermeld ligt de nadruk voornamelijk op België. Omwille van die reden werd gekozen om de Belgische bedrijven afzonderlijk te analyseren. Voor de bedrijfsselecties van de buurlanden werd gekozen voor een groepsanalyse. Daar de focus op België ligt, werd de omvang van de periode voor het cruciale tijdstip voor alle landen gelijkgesteld aan de omvang van de periode in het geval van België. De periode na het cruciale kanteltijdstip varieert en hangt af van het kanteltijdstip zelf. De winst vóór belastingen, de rendabiliteit, de liquiditeit en de solvabiliteit vormden de basis voor het definiëren van prestatie indicatoren.

Zowel Proximus als de Nationale Loterij zijn in het geval van België voorbeelden van bedrijven waar blijkt dat de ondernemingsperformantie met betrekking tot alle genoemde prestatie concepten wel degelijk daalt en het invoeren van een vrouwenquotum onterecht bleek. Bpost en Belgocontrol tonen daarentegen positieve resultaten en rechtvaardigen het invoeren van een vrouwenquotum. De NMBS en Infrabel vertonen dan weer positieve resultaten in zowel de winst vóór belastingen als de rendabiliteit, maar negatieve resultaten met betrekking tot de solvabiliteit. Het blijkt dus duidelijk dat uniforme conclusies met betrekking tot België niet mogelijk zijn aangezien positieve en negatieve resultaten verschijnen. Daarbij moet dus vermeld worden dat andere indicatoren moeten onderzocht worden en verdere analyse vereist is om uniforme conclusies te kunnen formuleren. Ook is het noodzakelijk te vermelden dat de overheid wel degelijk een bepaalde invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Politieke motieven, het ontbreken van bepaalde risicofactoren en een tekort aan consumentenkennis kunnen oorzaken zijn voor het al dan niet minder presteren op bepaalde vlakken door bedrijven.

De algemene conjunctuur in België kan eveneens geanalyseerd worden. Daaruit blijkt dat zowel Belgocontrol als Bpost beter presteren in vergelijking met de algemene Belgische conjunctuur. Proximus daarentegen vertoont duidelijk een negatievere evolutie overheen de beschouwde periode. De NMBS en Infrabel kennen een ietwat tegenovergestelde evolutie in vergelijking met het BBP. Voornamelijk worden deze entiteiten op basis van de meerderheid van de beschouwde analyseconcepten gekenmerkt door een positiever eindverloop. De Nationale Loterij vertoont voor bepaalde geanalyseerde indicatoren een tegenovergesteld en positiever eindverloop in vergelijking met het Belgische BBP, andere indicatoren vertonen dan weer een ietwat negatiever verloop in vergelijking met de algemene economische performantie.

De resultaten in de buurlanden vertonen tegenovergestelde evoluties. Met uitzondering van de winst vóór belastingen, vormt Duitsland eveneens een negatief beeld op basis van de andere analyseconcepten. Het invoeren van een vrouwenquotum impliceert op basis van dit onderzoek eveneens een negatief gevolg voor de ondernemingsperformantie. Frankrijk en Nederland daarentegen vertonen betere resultaten. Voornamelijk Frankrijk kent op praktisch alle analyseconcepten een positief effect na het invoeren van een vrouwenquotum. Weliswaar moet hierbij vermeld worden dat enige nuance noodzakelijk is aangezien er in het geval van Frankrijk in de wettelijke context een expliciet onderscheid wordt vermeld aangaande

uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Ook bij Nederland moet enige nuance worden toegevoegd aan de resultaten aangezien er in de wettelijke context voornamelijk sprake is van een streefcijfer en niet van een wettelijke verplichting. Hoe dan ook wordt met uitzondering van de solvabiliteitsindicatoren, een positieve evolutie vastgesteld op zowel het vlak van de winst vóór belastingen, de rendabiliteit en de liquiditeit.

Als laatste deel van de conclusies moet nogmaals benadrukt worden dat het ontbreken van bepaalde belangrijke gegevens en het recentere karakter met betrekking tot de wettelijke wijzigingen er voor kunnen zorgen dat bepaalde conclusies gewijzigd moeten worden in de nabije toekomst. Wanneer later blijkt dat meerdere gegevens beschikbaar zijn, kunnen andermaal gepaste besluiten geformuleerd worden.

7. Bibliografie

AFEP. (2013). *AFEP: Association Française Des Entreprises Privées*. Geraadpleegd op 9 februari 2017, via <http://www.afep.com/fr>

AFEP-MEDEF. (2013). *AFEP-MEDEFcode: Corporate governance code of listed corporations*. Geraadpleegd via <http://www.total.com/sites/default/files/atoms/file/AFEP-MEDEFcode>

ANP/Novum. (2014, November 26). Akkoord over vrouwenquotum Duitse bedrijven. *NU*.

Beroepsinstituut van erkende Boekhouders en Fiscalisten. (2013, november 11-24). De rentabiliteitsratio's van een onderneming. *Pacioli*.

Bureau Van Dijk. (sd). *Orbis Europe: Company information across the globe*. Geraadpleegd via <https://orbiseurope.bvdinfo.com/ip>

Bureau Van Dijk. (sd). *Orbis: gedetailleerde internationale bedrijfsinformatie | BvD*. Geraadpleegd op 20 februari 2017, via <http://www.bvdinfo.com/nl-be/our-products/company-information/international-products/orbis>

Claessens, H., & Van den Brande, H. (sd). *Financiële analyse: Ratio's en balanslezen*. Geraadpleegd op 7 maart 2017, via http://claessens.be/financiele_analyse/uiteenzettingen/150211_finan_HC_01.pdf

Clerq, M. D. (2011). *Economie Toegelicht*. Antwerpen - Cambridge: Intersentia.

Commissie Corporate Governance. (2016). *De Code 2009 wordt herzien in 2017*. Geraadpleegd via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/actualiteit/nieuws/de-code-2009-wordt-herzien-2017>

Commissie Corporate Governance. (sd). *Belgische Corporate Governance Code 2009*. Geraadpleegd op 7 februari 2017, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/over-de-code-2009/belgische-corporate-governance-code-2009>

- Corporate Governance Committee. (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*. Brussel: Philippe Lambrecht.
- Dequeecker, I. (2016, december 5). *Hillary Clinton en feminisme: Het hoogste plafond verbrijzelen? Te weinig en te laat*. Geraadpleegd via <https://www.grenzeloos.org/content/hillary-clinton-en-feminisme-het-hoogste-glazen-plafond-verbrijzelen-te-weinig-en-te-laet>
- Digital Agency Bronso. (2014, januari 17). *Hoofdstuk 3: Herwerking van de balans en de resultatenrekening, horizontale en verticale analyse (p93)*. Geraadpleegd op 7 maart 2017, via <https://www.bronso.be/blog/boekhouden/hoofdstuk-3-herwerking-van-de-balans-en-de-resultatenrekening-horizontale-en-verticale-analyse-p93>
- Ekowiki Ekonomika. (sd). *Hfst 7: Rentabiliteit*. Geraadpleegd op 6 maart 2017, via http://ekowiki.ekonomika.be/wiki/images/4/4c/Hfst_7_rentabiliteit.pdf
- Encyclo. (sd). *Zelfregulering*. Geraadpleegd op 7 februari 2017, via <http://www.encyclo.nl/2013/begrip/zelfregulering>
- Europa NU. (sd). *Bruto Binnenlands Product (BBP)*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via https://www.europa-nu.nl/id/vi59m6gmztm/bruto_binnenlands_product_bbp
- Europa NU. (sd). *Economische groei*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via https://www.europa-nu.nl/id/vi5aq0d0znzj/economische_groei
- European Commission. (2012). *Gender equality in the Member States*. Geraadpleegd via http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/factsheet-general-2_en.pdf
- European Commission. (2012). *Mapping EU action on Gender Equality: from the Treaty of Rome to Quotas*. Opgehaald van http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-12-702_en.htm?locale=en
- European Commission. (2012). *Meer vrouwen in raden van commissarissen: Europese Commissie stelt quotum van 40% voor*. Geraadpleegd via http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_nl.htm
- European Commission. (2012). *Women in economic decision-making in the EU: progress report*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

- European Commission. (2012). *Women on Boards: Commission proposes 40% objective*. Geraadpleegd via http://ec.europa.eu/justice/newsroom/gender-equality/news/121114_en.htm
- European Parliament. (2011). *European Parliament resolution of 6 July 2011 on women and business leadership*. Geraadpleegd via <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2011-0330+0+DOC+XML+V0//EN>
- European Parliament. (2012). *European Parliament resolution of 13 March 2012 on equality between women and men in the European Union - 2011*. Geraadpleegd via <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0069+0+DOC+XML+V0//EN>
- Haut Comité De Gouvernement D'Entreprise. (2016). *GUIDE D'APPLICATION DU CODE AFEP-MEDEF DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DES SOCIETES COTEES DE NOVEMBRE 2016*. Geraadpleegd via http://www.afep.com/uploads/medias/documents/Guide_application_code_Afep_Medef_%20D%C3%A9cembre_2016.pdf
- Herck, J. V. (2014). *De Impact van onafhankelijkheid en de grootte van de raad van bestuur op de marktliquiditeit* (Masterproef, KU Leuven, Leuven, België).
- Instituut voor de gelijkheid van vrouwen en mannen. (2016). *De eerste balans van de wet van 28 juli 2011 over genderquota in raden van bestuur*. Brussel: Michel Pasteel.
- Instituut voor de gelijkheid van vrouwen en mannen. (2016). *Instituut voor de gelijkheid van vrouwen en mannen: wetgeving*. Geraadpleegd via http://igvm-iefh.belgium.be/nl/activiteiten/arbeid/glazen_plafond/wetgeving
- Investopedia. (sd). *Corporate Governance*. Geraadpleegd op 7 februari 2017, via <http://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp>
- Investopedia. (sd). *DAX*. Geraadpleegd op 6 februari 2017, via <http://www.investopedia.com/terms/d/dax.asp>
- Investopedia. (sd). *Net Income - NI*. Opgeroepen op maart 7, 2017, van <http://www.investopedia.com/terms/n/netincome.asp>

- Investopedia. (sd). *Non-executive Director*. Geraadpleegd op 8 februari 2017, via <http://www.investopedia.com/terms/n/non-executive-director.asp>
- Liquiditeit berekenen: Alles over liquiditeit. (2017). *Current ratio*. Geraadpleegd op 7 maart 2017, via <https://www.liquiditeit-berekenen.nl/current-ratio/>
- Loonwijzer. (sd). *De Loonkloof. Waarom verdienen vrouwen minder dan mannen?* Geraadpleegd op 13 april 2016, via <http://www.loonwijzer.be/main/loon/loonverschil-mannen-en-vrouwen/loonverschil-tussen-mannen-en-vrouwen-veelgestelde-vragen>
- Lovells, H. (2014, maart 13). Women on boards - France. *Lexology*.
- MEDEF. (sd). *What is MEDEF's purpose?*. Geraadpleegd op 9 februari 2017, via <http://eng.medef.com/missions/what-is-medefs-purpose.html>
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code. (2016). *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Den Haag: Secretariaat Postbus 20401.
- Nationale Bank van België. (sd). *Balanscentrale*. Geraadpleegd via <https://www.nbb.be/nl/balanscentrale>
- Ooghe, H., Vander Bauwhede, H., & Van Wymeersch, C. (2012). *Handboek financiële analyse van de onderneming Deel 1*. Mortsel: Intersentia.
- Ooghe, H., Vander Bauwhede, H., & Van Wymeersch, C. (2012). *Handboek financiële analyse van de onderneming Deel 2*. Mortsel: Intersentia.
- Peavler, R. (2017, februari 4). *What Are Solvency Ratios and What Do They Measure?* Geraadpleegd op 13 maart 2017, via <https://www.thebalance.com/what-are-solvency-ratios-and-what-do-they-measure-393211>
- Regierungskommission. (2015). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Geraadpleegd via https://www.boeckler.de/pdf/mbf_kodex_farbe_aktuell.pdf
- Regierungskommission. (sd). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Geraadpleegd op 8 februari 2017, via <http://www.dcgk.de/en/code.html>

- RoSa. (sd). *Nog steeds geen vrouw als president van de V.S.* Geraadpleegd via <http://www.rosavzw.be/site/index.php/rosa-s-vrouwennieuws/hot-topics/198-een-vrouw-als-president>
- Segers, F. (2014, december 11). Vrouwenquota in grote Duitse bedrijven. *De Redactie*.
- Société De La Bourse De Luxembourg. (2009). *Corporate Governance: The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange*. Geraadpleegd via http://www.ecgi.org/codes/documents/10_principles_lux_oct2009_en.pdf
- The World Bank. (sd). *GDP (current US\$) Belgium*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2015&locations=BE&start=2007&view=chart>
- The World Bank. (sd). *GDP growth (annual %) Belgium*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&locations=BE&start=2007>
- Trading Economics. (sd). *Belgium GDP*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via <http://www.tradingeconomics.com/belgium/gdp>
- Trading Economics. (sd). *Belgium GDP Growth Rate*. Geraadpleegd op 2 mei 2017, via <http://www.tradingeconomics.com/belgium/gdp-growth>
- Verburg, M. (2016, maart 8). Duits vrouwenquotum levert nog weinig op. *Duitslandweb*.
- Wikipedia The Free Encyclopedia. (sd). *Non-executive director*. Geraadpleegd op 8 februari 2017, via https://en.wikipedia.org/wiki/Non-executive_director
- Wikipedia The Free Encyclopedia. (sd). *Viviane Reding*. Geraadpleegd op 26 oktober 2016, via https://en.wikipedia.org/wiki/Viviane_Reding

BIJLAGEN

Bijlage 1: Lijst van geselecteerde Duitse ondernemingen

1. DAIMLER AG
2. BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG
3. SIEMENS AG
4. DEUTSCHE TELEKOM AG
5. ALLIANZ SE
6. DEUTSCHE POST AG
7. BASF SE
8. BAYER AG
9. RWE AG
10. THYSSENKRUPP AG
11. CONTINENTAL AKTIENGESELLSCHAFT
12. E.ON SE
13. DEUTSCHE LUFTHANSA AG
14. DEUTSCHE BANK AG
15. FRESENIUS SE & CO. KGAA
16. SAP SE
17. ADIDAS AG
18. HENKEL AG & CO. KGAA
19. LINDE AG
20. MERCK KGAA
21. HEIDELBERGCEMENT AG
22. COMMERZBANK AG
23. INFINEON TECHNOLOGIES AG
24. BEIERSDORF AG
25. PROSIEBENSAT.1 MEDIA SE
26. VONOVIA SE
27. FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA

Bijlage 2: Lijst van geselecteerde Franse ondernemingen

1. TOTAL S.A.
2. CARREFOUR SA
3. ELECTRICITE DE FRANCE SA
4. ENGIE
5. PEUGEOT S.A.
6. RENAULT
7. FINATIS SA
8. ORANGE
9. CHRISTIAN DIOR SE
10. COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN SA
11. VINCI
12. SANOFI
13. LVMH MOET HENNESSY - LOUIS VUITTON SE
14. BOUYGUES SA
15. SOCIETE GENERALE SA
16. CREDIT AGRICOLE
17. L'OREAL SA
18. AIR FRANCE - KLM
19. SCHNEIDER ELECTRIC SE
20. BPCE GROUP
21. VEOLIA ENVIRONNEMENT
22. DANONE
23. SODEXO
24. COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN (C.G.E.M.)
SCA
25. SAFRAN
26. L'AIR LIQUIDE SOCIETE ANONYME POUR L'ETUDE ET L'EXPLOITATION
DES PROCEDES GEORGES CLAUDE
27. FAURECIA SA
28. CREDIT AGRICOLE S.A.

29. VALEO SA
30. SUEZ S.A.
31. THALES SA
32. SCOR SE
33. REXEL S.A.
34. CAP GEMINI
35. KERING
36. ATOS SE
37. SFR GROUP
38. BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL
39. NATIXIS SA
40. PERNOD RICARD SA
41. WENDEL
42. AREVA
43. UNION INVIVO
44. ELIOR GROUP
45. LA BANQUE POSTALE
46. PLASTIC OMNIUM SA
47. ACCOR SA
48. ZODIAC AEROSPACE
49. ALLIANCE HEALTHCARE REPARTITION
50. GROUPE FNAC
51. SPIE SA
52. CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK SA
53. CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL SA - CIC
54. LEGRAND
55. ETABLISSEMENTS J SOUFFLET
56. TECHNICOLOR
57. ILIAD
58. IMERYS SA
59. VIVESCIA
60. DASSAULT AVIATION
61. TELEPERFORMANCE SE

62. CARGILL FRANCE
63. DASSAULT SYSTEMES SE
64. RUBIS
65. VALLOUREC S.A.
66. JCDECAUX SA
67. UNIBEL SA
68. TARKETT S.A.
69. VICAT
70. VIVESCIA INDUSTRIES
71. RAMSAY GENERALE DE SANTE
72. HSBC FRANCE SA
73. INGENICO GROUP SA
74. DERICHEBOURG
75. EUROPCAR GROUPE
76. BIOMERIEUX SA
77. TELEVISION FRANCAISE 1 SA
78. BONDUELLE SA
79. RCI BANQUE SA
80. CREDIT MUTUEL ARKEA SA
81. UNIBAIL-RODAMCO SE
82. PROCTER & GAMBLE FRANCE
83. AMUNDI SA
84. BUT INTERNATIONAL
85. EUTELSAT COMMUNICATIONS SA
86. ICADE
87. SIEMENS
88. PIERRE ET VACANCES SA
89. TRIGANO
90. VILMORIN & CIE
91. ALTAREIT
92. METROPOLE TELEVISION SA
93. EURO DISNEY S.C.A
94. KLEPIERRE SA

- 95. GROUPE EUROTUNNEL SE
- 96. EDENRED
- 97. BENETEAU SA
- 98. SOCIETE COOPERATIVE AGRICOLE AXEREAL
- 99. BRED BANQUE POPULAIRE SC
- 100. CHRISTIAN DIOR COUTURE
- 101. DELOITTE
- 102. ORACLE FRANCE
- 103. KPMG ASSOCIES
- 104. KPMG
- 105. SOC COOPERATIVE AGRICOLE CAP SEINE
- 106. FONCIERE DES REGIONS (G.F.R.)
- 107. COOPERATIVE AGRICOLE VENDEENNE D'APPROVISIONNEMENT
ET DE VENTES DE CEREALES
- 108. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DE PARIS ET
D'ILE-DE-FRANCE SC
- 109. FINANCIERE SNOP-DUNOIS
- 110. YOPLAIT FRANCE
- 111. E X E L
- 112. VIRBAC SA
- 113. GROUPE EXEL INDUSTRIES SA
- 114. CREDIT FONCIER DE FRANCE SA
- 115. SOLOCAL GROUP
- 116. ADVITAM PARTICIPATIONS
- 117. SOCIETE COOPERATIVE AGRICOLE UNEAL
- 118. MERSEN
- 119. BONDUELLE EUROPE LONG LIFE
- 120. COMPAGNIE DES ALPES S.A.
- 121. DAMARTEX
- 122. MANUTAN INTERNATIONAL SA
- 123. H GCC
- 124. SODEXO ENTREPRISES
- 125. PLASTIQUES DU VAL DE LOIRE

126. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DU
LANGUEDOC SC
127. EMC2
128. GRANDS MOULINS DE PARIS
129. API RESTAURATION
130. SODEXO SANTE MEDICO SOCIAL
131. GECINA SA
132. SECHE ENVIRONNEMENT SA
133. SOGERES
134. FINAGAZ
135. PERNOD
136. LACROIX SA
137. PWC AUDIT
138. SOCIETE COOPERATIVE AGRICOLE VIVADOUR
139. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL ATLANTIQUE
VENDEE SC
140. CREDIT COOPERATIF
141. CENTRALE D ACHAT FRANCAISE POUR L'OUTRE MER SA
142. GROUPE PARTOUCHE
143. DELIFRANCE S A
144. ROUERGUE AUVERGNE GEVAUDAN TARNAIS
145. THOMAS COOK SAS
146. BAYARD PRESSE
147. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL D'ALPES-
PROVENCE SC
148. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DE
NORMANDIE-SEINE
149. AFFLELOU
150. MOULINS SOUFFLET SA
151. EGGER PANNEAUX ET DECORS
152. ADP GSI FRANCE
153. MONSANTO SAS
154. TRIGANO VDL

- 155. PWC INVESTISSEMENTS
- 156. CARGILL HAUBOURDIN SAS
- 157. R&O SEAFOOD GASTRONOMY
- 158. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL LOIRE
HAUTE-LOIRE SC
- 159. SOCIETE FRANCAISE DE RESTAURATION ET SERVICES
- 160. PRICEWATERHOUSECOOPERS ADVISORY
- 161. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DE L'ILLE-ET-
VILAINE SA
- 162. BANQUE PSA FINANCE SA
- 163. ERNST ET YOUNG ADVISORY
- 164. ELCO
- 165. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DU
MORBIHAN SC
- 166. PROCTER & GAMBLE AMIENS
- 167. TONNELLERIE FRANCOIS FRERES
- 168. BASTIDE LE CONFORT MEDICAL SA
- 169. SOCIETE D'INVESTISSEMENT BASTIDE SA
- 170. VERTDIS
- 171. FIDUCIAL OFFICE SOLUTIONS
- 172. ALLOGA FRANCE
- 173. SODEXO EN FRANCE
- 174. DS SMITH PACKAGING NORD-EST
- 175. CS COMMUNICATION & SYSTEMES
- 176. THYSSENKRUPP ELECTRICAL STEEL UGO
- 177. GROUPE - ISA
- 178. PARISOT
- 179. COMPAGNIE DES SALINS DU MIDI ET DES SALINES DE L'EST
- 180. COUGNAUD CONSTRUCTION
- 181. NARBONNE ACCESSOIRES
- 182. GROUPE ROSET
- 183. ESPRIT DE CORP FRANCE
- 184. SODEXO ENERGIE ET MAINTENANCE

- 185. LACROIX PARTICIPATIONS & SERVICES
- 186. CONSERVES FRANCE
- 187. NEWREST FRANCE
- 188. SIGNAUX GIROD SA
- 189. ENTERPRISE HOLDINGS FRANCE
- 190. DERICHEBOURG ATIS AERONAUTIQUE
- 191. LENOTRE SA
- 192. BREGER ORGANISATION SERVICES
- 193. NEXEYA FRANCE
- 194. ROSET SAS
- 195. EXPLOIT EAUX THERMES ENGHIEU-LES-BAINS
- 196. MPO INTERNATIONAL
- 197. HOPITAL PRIVE D ANTONY
- 198. HPM NORD
- 199. STREGO
- 200. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL TOULOUSE
31 SC
- 201. CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL DE LA
TOURAINNE ET DU POITOU SC
- 202. SERVICES HOTELIERS ET RESTAURATION POUR LES ETS DE
PERSONNES AGEES ET DE SOINS
- 203. JEFF DE BRUGES EXPLOITATION
- 204. ERI
- 205. SERMA TECHNOLOGIES
- 206. PRICEWATERHOUSECOOPERS ENTREPRISES
- 207. DEFI MODE S A S
- 208. WFBM
- 209. BDO FRANCE

Bijlage 3: Lijst van geselecteerde Nederlandse ondernemingen

1. FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V.
2. AIRBUS GROUP SE
3. KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N.V.
4. INGKA HOLDING B.V.
5. HEINEKEN NV
6. STEINHOFF INTERNATIONAL HOLDINGS N.V.
7. ING GROEP NV
8. ING BANK NV
9. AKZO NOBEL NV
10. COOPERATIEVE RABOBANK U.A.
11. MYLAN N.V.
12. GASTERRA B.V.
13. LEASEPLAN CORPORATION NV
14. ABN AMRO BANK NV
15. ABN AMRO GROUP N.V.
16. ASML HOLDING N.V.
17. CARGILL B.V.
18. DELTA LLOYD NV
19. NS GROEP N.V.
20. ARCADIS NV
21. GRANDVISION N.V.
22. UNILEVER NV
23. GEMALTO N.V.
24. TENNET HOLDING B.V.
25. N.V. ENECO BEHEER
26. KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER NV
27. AALBERTS INDUSTRIES NV
28. INTER IKEA HOLDING B.V.
29. FORFARMERS N.V.
30. HOME CREDIT BV

31. HEIJMANS NV
32. FUGRO NV
33. CIMPRESS N.V.
34. LODERS CROKLAAN GROUP B.V.
35. COOPERATIEVE MOSADDEX U.A.
36. KONINKLIJKE VOPAK N.V.
37. SIEMENS NEDERLAND N.V.
38. B & S INVESTMENTS B.V.
39. B & S INTERNATIONAL B.V.
40. BROCACEF GROEP N.V.
41. IKEA B.V.
42. ACCELL GROUP NV
43. ALLIANCE BOOTS B.V.
44. ECORE B.V.
45. SNS BANK N.V.
46. BRUNEL INTERNATIONAL NV
47. ACCENTURE B.V.
48. ACCESS FINANCE BV
49. AKTIVIUM HOLDING B.V.
50. DELOITTE HOLDING B.V.
51. COOPERATIEF DELOITTE U.A.
52. B&S HOLLAND TRADING GROUP B.V.
53. HOLDING PRICEWATERHOUSECOOPERS NEDERLAND B.V.
54. 2 SISTERS EUROPE B.V.
55. CONVERSE NETHERLANDS B.V.
56. BRITISH AMERICAN TOBACCO HOLDINGS (THE
NETHERLANDS) B.V.
57. PRICEWATERHOUSECOOPERS EE HOLDINGS B.V.
58. BA GLASS B.V.
59. HOLIDAY HOLDING ROTTERDAM B.V.
60. VAN LANSCHOT NV
61. PLANTRONICS B.V.
62. BANK NEDERLANDSE GEMEENTEN NV, BNG

63. KPMG N.V.
64. STAGE ENTERTAINMENT B.V.
65. COOPERATIE KPMG U.A.
66. WENSINK AUTOMOTIVE BEHEER B.V.
67. NEM ENERGY B.V.
68. CENTER PARCS EUROPE N.V.
69. SANDEAN HOLDING B.V.
70. VAN DEN BAN GROUP HOLDING B.V.
71. KENDRION N.V.
72. CIDRON OLLOPA INVESTMENT B.V.
73. CIDRON OLLOPA HOLDING B.V.
74. SODEXO NEDERLAND B.V.
75. COOPERATIEVE ZUIDELIJKE AAN- EN VERKOOPVERENIGING
U.A.
76. RIJK ZWAAN TOP HOLDING B.V.
77. B & S B.V.
78. NIBC BANK NV
79. VAN DEN BAN AUTOBANDEN B.V.
80. APPLIED MATERIALS EUROPE B.V.
81. ATTERO HOLDING N.V.
82. SCOTCH & SODA N.V.
83. MOBILEYE N.V.
84. RIJK ZWAAN DISTRIBUTION B.V.
85. PRICEWATERHOUSECOOPERS ACCOUNTANTS N.V.
86. GAZPROM EP INTERNATIONAL B.V.
87. ATTERO B.V.
88. G. KRAMER & ZONEN BEHEER B.V.
89. HZPC HOLDING B.V.
90. ERNST & YOUNG (CIS) COOPERATIEF U.A.
91. BEJO FINANCE B.V.
92. COOPERATIE AGRICO U.A.
93. PRICEWATERHOUSECOOPERS BELASTINGADVISEURS N.V.
94. THOMAS COOK NEDERLAND B.V.

95. KETEL ONE WORLDWIDE B.V.
96. OTTO HOLDING B.V.
97. BARENBRUG HOLDING B.V.
98. ELKARIJ B.V.
99. MEELUNIE B.V.
100. GREATER UNION INTERNATIONAL B.V.
101. EUROCOMMERCIAL PROPERTIES N.V.
102. ESBRO BEHEER B.V.
103. B.V. ESBRO
104. TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.
105. DELOITTE ACCOUNTANTS B.V.
106. ESE WORLD B.V.
107. NCOI HOLDING B.V.
108. NICHIA EUROPE B.V.
109. F.C.T. B.V.
110. WATSON TOPCO B.V.
111. DELOITTE BELASTINGADVISEURS B.V.
112. ALLNEX NETHERLANDS B.V.
113. AARTSENFRUIT HOLDING B.V.
114. HAYS HOLDINGS B.V.
115. COOPERATIE KONINKLIJKE CRV U.A.
116. CRV HOLDING B.V.
117. OTTO WORK FORCE B.V.
118. PRICEWATERHOUSECOOPERS B.V.
119. N.V. ELEKTRICITEITS PRODUCTIEMAATSCHAPPIJ ZUID-
NEDERLAND EPZ
120. ROVEG BEHEER B.V.
121. ROVEG ONROEREND GOED B.V.
122. EYGI B.V.
123. ROVEG FRUIT B.V.
124. TOSOH EUROPE B.V.
125. SLTN IT GROUP B.V.
126. CZI HOLDINGS N.V.

127. B & S GLOBAL FOOD PURCHASE B.V.
128. KROPMAN HOLDING B.V.
129. KEMPEN GLOBAL HIGH DIVIDEND FUND N.V.
130. TEKNOR APEX COOPERATIEF U.A.
131. BINCKBANK NV
132. DELOITTE GROUP SUPPORT CENTER B.V.
133. CED HOLDING B.V.
134. PVG HOLDING B.V.
135. PQR HOLDING B.V.
136. PQR B.V.
137. MEDCOR PHARMACEUTICALS B.V.
138. J.T.G. TRADING B.V.
139. INFOR (BARNEVELD) B.V.
140. DPA GROUP N.V.
141. DELOITTE RISK ADVISORY B.V.
142. RED BULL NEDERLAND B.V.
143. ELLIS ENTERPRISES B.V.
144. FACTA INTERNATIONAL B.V.
145. SLTN IT PRODUCTS B.V.
146. KAMSTRA EXPORT B.V.
147. PSV N.V.
148. GROENLAND KIP B.V.
149. SPIZE HOLDING B.V.
150. J.P. BEEMSTERBOER FOOD TRADERS B.V.
151. AFC AJAX NV
152. APELDOORN FLEXIBLE PACKAGING B.V.
153. RONSON EUROPE NV
154. LOFFOS INVEST B.V.
155. KONINKLIJKE NEDERLANDSE VOETBALBOND
156. HOMBURG INDUSTRIES N.V.
157. THE WALT DISNEY COMPANY (BENELUX) B.V.
158. BACKERS BEHEER B.V.
159. GROUP SOLEIL B.V.

160. KAS BANK NV
161. DIEBOLD NIXDORF B.V.
162. JABIL CIRCUIT NETHERLANDS B.V.
163. INFOR (NEDERLAND) B.V.
164. URENCO FINANCE N.V.
165. ARLES I B.V.
166. MOBILE RADIO NETWORKS VEHICLE B.V.
167. PERNOD RICARD NEDERLAND B.V.
168. TERNIUM INTERNATIONAAL B.V.
169. PRADA FAR EAST B.V.
170. OPEN TOWER COMPANY B.V.
171. TIE KINETIX N.V.
172. KEMPEN EUROPEAN HIGH DIVIDEND FUND N.V.
173. ASHLAND SERVICES B.V.
174. BRAMBLES INVESTMENTS EUROPE B.V.
175. AND INTERNATIONAL PUBLISHERS NV
176. HARBOURMASTER PRO-RATA CLO 3 B.V.
177. PRICEWATERHOUSECOOPERS EASTERN EUROPE B.V.
178. VIJLMA B.V.
179. CONTINENTAL CHOCOLATE B.V.
180. KEMPEN EUROPEAN PROPERTY FUND N.V.
181. LBC TANK TERMINALS NETHERLANDS B.V.
182. IMPERIAL MOBILITY FINANCE B.V.
183. JUBILEE CLO 2015-XVI B.V.
184. IFCO SYSTEMS B.V.
185. COOPERATIE AVEBE U.A.
186. SUMMUS SOLUTIONS N.V.
187. DS SMITH B.V.
188. JUBII EUROPE N.V.
189. ARRIVA COOPERATIE W.A.
190. ARRIVA ZUID EUROPA HOLDING B.V.
191. CAMERON HOLDING (DUTCH) B.V.
192. EUROGULF HOLDING B.V.

193. LAM RESEARCH INTERNATIONAL B.V.
194. TENNET TSO B.V.
195. SANMINA-SCI DUTCH HOLDINGS B.V.
196. PVG ENERGY B.V.
197. PVG DISTRIBUTION B.V.
198. HEMISPHERE INTERNATIONAL PROPERTIES B.V.
199. AMCOR TOBACCO PACKAGING BRABANT B.V.
200. SUN MICROSYSTEMS EUROPEAN HOLDING B.V.
201. PROCTER & GAMBLE BRAZIL HOLDINGS B.V.
202. ADVANSA B.V.
203. DELOITTE CONSULTANCY HOLDING B.V.
204. PROCTER & GAMBLE MEXICO HOLDING B.V.
205. PROCTER & GAMBLE AMAZON HOLDING B.V.
206. PWC GLOBAL INVESTMENTS B.V.
207. UN B.V.
208. PROCTER & GAMBLE CANADA HOLDING B.V.
209. ROTTERDAM LEISURE HOLDING B.V.
210. PALMBOOMEN CULTUUR MAATSCHAPPIJ MOPOLI
(PALMERAIES DE MOPOLI) N.V.
211. ACCENTURE AUSTRALIA HOLDING B.V.
212. ACCENTURE PARTICIPATIONS B.V.
213. INFINEON TECHNOLOGIES HOLDING B.V.
214. SIEMENS FINANCE B.V.
215. RIJK ZWAAN HOLDING B.V.
216. GILLETTE LATIN AMERICA HOLDING B.V.
217. ROCHE FINANCE EUROPE B.V.
218. NIBULON TRADING B.V.
219. RBC FINANCE S.A R.L./B.V.
220. IKEA NEDERLAND B.V.
221. METRO FINANCE B.V.
222. HYPOVEREINSFINANCE N.V.
223. DEELNEMINGMAATSCHAPPIJ ARODEMA B.V.
224. KINGFISHER B.V.

- 225. CARGILL EUROFINANCE B.V.
- 226. IKEA CAPITAL B.V.
- 227. BRITISH AMERICAN TOBACCO INTERNATIONAL
EUROPE (NEDERLAND) B.V.
- 228. CARAVAGE B.V.
- 229. ROTHMANS INTERNATIONAL HOLDINGS B.V.
- 230. CORE LABORATORIES N.V.
- 231. BRITISH AMERICAN TOBACCO INTERNATIONAL
INVESTMENTS B.V.
- 232. PROCTER & GAMBLE OVERSEAS INDIA B.V.
- 233. MULLIGAN INTERNATIONAL B.V.
- 234. RED ELECTRICA DE ESPANA FINANCE B.V.
- 235. CHC NETHERLANDS B.V.
- 236. YTL JAWA POWER B.V.
- 237. HARBOURMASTER PRO-RATA CLO 2 B.V.
- 238. W2005/W2007 CARNOUSTIE B.V.
- 239. UGI INTERNATIONAL HOLDINGS B.V.
- 240. HARBOURMASTER CLO 9 B.V.
- 241. RM TIMSU B.V.
- 242. CHC HOLDING NL B.V.
- 243. RPG PROPERTY B.V.
- 244. SCANSOURCE EUROPE B.V.
- 245. BALTIC PORT COMPANY B.V.
- 246. SODRUGESTVO B.V.
- 247. MEDIA MARKT ALKMAAR B.V.
- 248. AB ACQUISITIONS NEDERLAND HOLDCO 1 B.V.
- 249. DETERGENT PRODUCTS B.V.
- 250. HC INVESTMENTS B.V.
- 251. DUFERCO FINANCE B.V.
- 252. AROTEC INVESTMENTS B.V.
- 253. LAGUNA HOLDINGS B.V.
- 254. LAGUNA INVESTMENTS ALPHA B.V.
- 255. SCOTIA NETHERLANDS COOPERATIEF U.A.

- 256. SCOTIA NETHERLANDS HOLDINGS B.V.
- 257. SEEK INTERNATIONAL INVESTMENTS II COOPERATIE
U.A.
- 258. IMPERIAL HOLDINGS INTERNATIONAL COOPERATIEF
U.A.
- 259. PROCTER & GAMBLE UNIVERSAL HOLDING B.V.
- 260. AL SHEIKH HOLDING B.V.
- 261. PETRA DIAMONDS NETHERLANDS TREASURY B.V.
- 262. ONESUBSEA B.V.
- 263. LBC TANK TERMINALS GROUP HOLDING
NETHERLANDS B.V.
- 264. LBC TANK TERMINALS HOLDING NETHERLANDS B.V.
- 265. AVIAGEN GI HOLDING B.V.
- 266. AVIAGEN GHI HOLDING B.V.
- 267. LBC TANK TERMINALS US HOLDING B.V.
- 268. JUBILEE CLO 2014-XI B.V.
- 269. GGF B.V.
- 270. PENTA CLO 2 B.V.
- 271. TIKEHAU CLO B.V.
- 272. HALCYON LOAN ADVISORS EUROPEAN FUNDING 2014
B.V.
- 273. CAIRN CLO V B.V.
- 274. RELX FINANCE B.V.
- 275. INFINEON TECHNOLOGIES HOLDING 2 B.V.
- 276. ENERGIZER INTERNATIONAL GROUP B.V.
- 277. KULICKE AND SOFFA NETHERLANDS INVESTMENT
HOLDINGS B.V.

Bijlage 4: Absolute cijfers van de geselecteerde Belgische ondernemingen

Winst vóór belastingen

Company Name P/L before tax EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PROXIMUS SA	€ 1 258 000 000,00	€ 1 053 000 000,00	€ 1 145 000 000,00	€ 1 517 000 000,00	€ 1 035 000 000,00	€ 908 000 000,00	€ 822 000 000,00	€ 836 000 000,00	€ 655 000 000,00
INFRABEL	€ 123 152 000,00	€ 150 935 000,00	€ 24 432 000,00	-€ 213 000 000,00	-€ 402 000 000,00	-€ 140 000 000,00	-€ 164 106 000,00	n.a.	-€ 57 356 000,00
SNCB - NMBS	€ 123 152 000,00	€ 150 935 000,00	€ 24 432 000,00	-€ 213 147 000,00	-€ 402 000 000,00	-€ 140 000 000,00	-€ 164 106 000,00	-€ 111 290 000,00	€ 121 160 000,00
LOTTERIE/NATIONALE-NATIONALE LOTERIJ	€ 84 087 640,00	€ 41 216 133,00	€ 31 319 149,00	€ 19 411 076,00	€ 42 639 856,00	€ 6 091 674,00	-€ 11 217 915,00	€ 3 501 049,00	€ 3 109 436,00
BELGOCONTROL	€ 4 008 089,00	€ 1 448 356,00	-€ 4 079 826,00	-€ 20 650 754,00	-€ 16 410 545,00	-€ 14 888 074,00	-€ 10 184 426,00	-€ 3 216 981,00	€ 22 201 570,00
BPOST	n.a.	€ 313 900 000,00	€ 372 600 000,00	€ 315 000 000,00	€ 66 000 000,00	€ 272 700 000,00	€ 456 800 000,00	€ 454 200 000,00	€ 470 700 000,00

Rendabiliteit

PROXIMUS SA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	€ 1 260 000 000,00	€ 1 250 000 000,00	€ 1 320 000 000,00	€ 1 607 000 000,00	€ 1 164 000 000,00	€ 1 033 000 000,00	€ 904 000 000,00	€ 917 000 000,00	€ 783 000 000,00
Total assets (EUR)	€ 7 325 000 000,00	€ 7 782 000 000,00	€ 7 450 000 000,00	€ 8 511 000 000,00	€ 8 312 000 000,00	€ 8 243 000 000,00	€ 8 417 000 000,00	€ 8 522 000 000,00	€ 8 283 000 000,00
EBIT/Total assets	0,1720	0,1606	0,1772	0,1888	0,1400	0,1253	0,1074	0,1076	0,0945
ROA using Net income	0,1308	0,1028	0,1215	0,1488	0,0910	0,0864	0,0749	0,0769	0,0582
ROE using P/L before tax	0,4994	0,4637	0,4542	0,4883	0,3363	0,2936	0,2702	0,2816	0,2209
ROE using Net income	0,3803	0,3523	0,3590	0,4075	0,2456	0,2302	0,2071	0,2206	0,1626

SNCB - NMBS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	-€ 112 350 000,00	-€ 210 668 000,00	-€ 788 107 000,00	-€ 725 404 000,00	-€ 210 000 000,00	€ 30 000 000,00	-€ 846 113 000,00	€ 36 760 000,00	€ 140 059 000,00
Total assets (EUR)	€ 17 164 634 000,00	€ 26 153 711 000,00	€ 27 170 890 000,00	€ 26 957 000 000,00	€ 26 954 000 000,00	€ 28 051 000 000,00	€ 29 063 429 000,00	€ 11 989 029 000,00	€ 11 858 330 000,00
EBIT/Total assets	-0,0065	-0,0081	-0,0290	-0,0269	-0,0078	0,0011	-0,0291	0,0031	0,0118
ROA using Net income	0,0000	0,0005	-0,0076	-0,0068	-0,0130	-0,0062	-0,0182	-0,0123	0,0106
ROE using P/L before tax	0,0136	0,0094	0,0015	-0,0119	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE using Net income	0,0000	0,0008	-0,0123	-0,0101	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
BPOST	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	n.a.	€ 262 800 000,00	€ 398 800 000,00	€ 298 000 000,00	€ 367 100 000,00	€ 441 200 000,00	€ 447 600 000,00	€ 469 600 000,00	€ 439 400 000,00
Total assets (EUR)	n.a.	€ 2 668 700 000,00	€ 2 580 000 000,00	€ 2 473 500 000,00	€ 2 402 900 000,00	€ 2 231 200 000,00	€ 1 929 200 000,00	€ 2 121 800 000,00	€ 2 112 000 000,00
EBIT/Total assets	n.a.	0,0985	0,1546	0,1205	0,1528	0,1977	0,2320	0,2213	0,2080
ROA using Net income	n.a.	0,0831	0,1128	0,0846	-0,0239	0,0777	0,1479	0,1384	0,1454
ROE using P/L before tax	n.a.	0,3376	0,3292	0,2830	0,0850	0,3752	0,7918	0,6666	0,6775
ROE using Net income	n.a.	0,2385	0,2570	0,1879	-0,0739	0,2384	0,4947	0,4309	0,4420
INFRABEL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	-€ 112 350 000,00	-€ 210 668 000,00	-€ 788 107 000,00	-€ 726 000 000,00	-€ 55 000 000,00	€ 30 000 000,00	-€ 86 183 000,00	n.a.	€ 24 857 000,00
Total assets (EUR)	€ 17 164 634 000,00	€ 26 153 711 000,00	€ 27 170 890 000,00	€ 26 957 000 000,00	€ 26 954 000 000,00	€ 28 051 000 000,00	€ 29 063 429 000,00	n.a.	€ 21 458 445 000,00
EBIT/Total assets	-0,0065	-0,0081	-0,0290	-0,0269	-0,0020	0,0011	-0,0030	n.a.	0,0012
ROA using Net income	0,0000	0,0005	-0,0076	-0,0068	-0,0130	-0,0062	-0,0109	n.a.	-0,0018
ROE using P/L before tax	0,0136	0,0094	0,0015	-0,0119	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	-0,0468
ROE using Net income	0,0000	0,0008	-0,0123	-0,0101	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	-0,0319

LOTTERIE NATIONALE- NATIONALE LOTERIJ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	€ 70 359 823,00	€ 27 793 820,00	€ 22 165 733,00	€ 19 472 418,00	€ 36 115 206,00	-€ 1 713 314,00	-€ 17 857 589,00	-€ 3 455 509,00	-€ 1 717 202,00
Total assets (EUR)	€ 448 220 874,00	€ 528 540 080,00	€ 450 579 219,00	€ 440 601 036,00	€ 469 488 521,00	€ 483 606 008,00	€ 483 888 652,00	€ 508 641 452,00	€ 497 079 691,00
EBIT/Total assets	0,1570	0,0526	0,0492	0,0442	0,0769	-0,0035	-0,0369	-0,0068	-0,0035
ROA using Net income	0,1217	0,0566	0,0511	0,0265	0,0472	0,0143	-0,0233	0,0082	0,0029
ROE using P/L before tax	0,4566	0,2121	0,1584	0,0963	0,2099	0,0290	-0,0564	0,0173	0,0152
ROE using Net income	0,2962	0,1538	0,1165	0,0580	0,1092	0,0330	-0,0568	0,0206	0,0071
BELGOCONTROL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating P/L [=EBIT] (EUR)	€ 3 412 979,00	-€ 541 910,00	-€ 4 319 901,00	-€ 20 397 518,00	-€ 15 829 339,00	-€ 14 130 910,00	-€ 9 708 691,00	-€ 3 000 221,00	€ 22 134 410,00
Total assets (EUR)	€ 340 283 454,00	€ 311 380 028,00	€ 277 232 959,00	€ 268 690 174,00	€ 252 514 551,00	€ 233 613 024,00	€ 209 964 493,00	€ 202 901 725,00	€ 232 570 810,00
EBIT/Total assets	0,0100	-0,0017	-0,0156	-0,0759	-0,0627	-0,0605	-0,0462	-0,0148	0,0952
ROA using Net income	0,1201	-0,0443	-0,0636	-0,0778	-0,0678	-0,0635	-0,0489	-0,0033	0,1064
ROE using P/L before tax	0,0170	0,0066	-0,0202	-0,1146	-0,1009	-0,1008	-0,0741	-0,0235	0,1374
ROE using Net income	0,1734	-0,0624	-0,0872	-0,1159	-0,1053	-0,1005	-0,0747	-0,0048	0,1532

Liquiditeit

PROXIMUS SA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	1,25	0,96	1,07	0,83	0,93	0,83	0,86	0,98	0,71
Working capital (EUR)	€ 178 000 000,00	€ 66 000 000,00	€ 52 000 000,00	€ 56 000 000,00	€ 101 000 000,00	€ 164 000 000,00	€ 133 000 000,00	-€ 59 000 000,00	-€ 82 000 000,00
Cashflow (EUR)	€ 1 736 000 000,00	€ 1 548 000 000,00	€ 1 614 000 000,00	€ 2 076 000 000,00	€ 1 513 000 000,00	€ 1 465 000 000,00	€ 1 413 000 000,00	€ 1 476 000 000,00	€ 1 352 000 000,00

SNCB - NMBS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	1,66	1,51	1,47	1,98	0,84	0,93	0,79	0,98	0,87
Working capital (EUR)	€ 331 924 000,00	€ 231 662 000,00	€ 279 818 000,00	€ 308 218 000,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	€ 1 228 020 000,00
Cashflow (EUR)	€ 338 775 000,00	€ 379 806 000,00	€ 576 205 000,00	€ 535 944 000,00	€ 509 000 000,00	€ 672 000 000,00	€ 348 831 000,00	€ 232 593 000,00	€ 530 203 000,00
BPOST	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	n.a.	1,63	1,82	1,98	1,46	1,22	1,06	1,10	1,13
Working capital (EUR)	n.a.	-€ 10 200 000,00	-€ 23 600 000,00	-€ 20 900 000,00	-€ 27 200 000,00	€ 161 700 000,00	€ 7 500 000,00	€ 173 700 000,00	€ 207 900 000,00
Cashflow (EUR)	n.a.	€ 312 800 000,00	€ 392 500 000,00	€ 324 200 000,00	€ 33 900 000,00	€ 271 300 000,00	€ 386 200 000,00	€ 385 500 000,00	€ 397 500 000,00
INFRABEL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	1,66	1,51	1,47	1,98	0,84	0,93	0,79	n.a.	0,62
Working capital (EUR)	€ 331 924 000,00	€ 231 662 000,00	€ 279 818 000,00	€ 309 000 000,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	€ 156 865 000,00
Cashflow (EUR)	€ 338 775 000,00	€ 379 806 000,00	€ 576 205 000,00	€ 536 000 000,00	n.a.	€ 672 000 000,00	€ 561 397 000,00	n.a.	€ 607 915 000,00
LOTERIE NATIONALE - NATIONALE LOTERIJ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	2,13	1,80	2,23	2,19	2,22	2,28	2,19	2,04	2,23
Working capital (EUR)	-€ 5 684 527,00	n.a.	€ 3 578 061,00	n.a.	n.a.	n.a.	€ 299 555,00	n.a.	-€ 22 137 173,00
Cashflow (EUR)	€ 68 220 319,00	€ 35 192 359,00	€ 27 600 134,00	€ 15 526 446,00	€ 26 080 834,00	€ 13 265 296,00	-€ 2 702 380,00	€ 15 011 414,00	€ 16 269 104,00
BELGOCONTROL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current ratio (x)	2,34	2,04	1,84	1,73	1,40	1,37	1,50	1,80	2,31
Working capital (EUR)	-€ 15 173 553,00	-€ 13 238 568,00	-€ 10 094 810,00	-€ 11 364 866,00	-€ 13 052 744,00	-€ 10 767 698,00	-€ 10 951 730,00	-€ 13 688 476,00	-€ 7 411 462,00
Cashflow (EUR)	€ 66 308 924,00	€ 10 628 441,00	€ 7 062 652,00	€ 5 676 906,00	€ 8 168 593,00	€ 9 613 189,00	€ 12 132 073,00	€ 20 090 272,00	€ 39 761 776,00

PROXIMUS SA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	€ 1 736 000 000,00	€ 1 548 000 000,00	€ 1 614 000 000,00	€ 2 076 000 000,00	€ 1 513 000 000,00	€ 1 465 000 000,00	€ 1 413 000 000,00	€ 1 476 000 000,00	€ 1 352 000 000,00
Non-current liabilities (EUR)	€ 2 996 000 000,00	€ 3 187 000 000,00	€ 3 101 000 000,00	€ 2 600 000 000,00	€ 2 974 000 000,00	€ 2 678 000 000,00	€ 2 864 000 000,00	€ 3 332 000 000,00	€ 2 663 000 000,00
Current liabilities (EUR)	€ 1 810 000 000,00	€ 2 324 000 000,00	€ 1 828 000 000,00	€ 2 804 000 000,00	€ 2 260 000 000,00	€ 2 472 000 000,00	€ 2 511 000 000,00	€ 2 221 000 000,00	€ 2 655 000 000,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,3612	0,2809	0,3274	0,3842	0,2891	0,2845	0,2629	0,2658	0,2542
Solvency ratio (Liability based)	0,5200	0,4100	0,5100	0,5700	0,5900	0,6000	0,5700	0,5300	0,5600
Solvency ratio (Asset based)	0,3439	0,2918	0,3384	0,3651	0,3703	0,3752	0,3614	0,3484	0,3580
SNCB - NMBS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	€ 338 775 000,00	€ 379 806 000,00	€ 576 205 000,00	€ 535 944 000,00	€ 509 000 000,00	€ 672 000 000,00	€ 348 831 000,00	€ 232 593 000,00	€ 530 203 000,00
Non-current liabilities (EUR)	€ 3 490 152 000,00	€ 3 722 927 000,00	€ 4 000 198 000,00	€ 5 268 652 000,00	€ 23 314 000 000,00	€ 24 897 000 000,00	€ 25 943 302 000,00	€ 9 415 204 000,00	€ 9 492 365 000,00
Current liabilities (EUR)	€ 4 646 233 000,00	€ 6 331 523 000,00	€ 6 379 339 000,00	€ 3 740 209 000,00	€ 4 012 000 000,00	€ 3 831 000 000,00	€ 4 370 690 000,00	€ 2 835 943 000,00	€ 2 452 915 000,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,0416	0,0378	0,0555	0,0595	0,0186	0,0234	0,0115	0,0190	0,0444
Solvency ratio (Liability based)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Solvency ratio (Asset based)	0,5260	0,6156	0,6180	0,6658	-0,0138	-0,0241	-0,0430	-0,0219	-0,0073
BPOST	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	n.a.	€ 312 800 000,00	€ 392 500 000,00	€ 324 200 000,00	€ 33 900 000,00	€ 271 300 000,00	€ 386 200 000,00	€ 385 500 000,00	€ 397 500 000,00
Non-current liabilities (EUR)	n.a.	€ 701 900 000,00	€ 586 100 000,00	€ 579 700 000,00	€ 566 000 000,00	€ 587 200 000,00	€ 542 000 000,00	€ 552 600 000,00	€ 494 700 000,00
Current liabilities (EUR)	n.a.	€ 1 036 900 000,00	€ 862 100 000,00	€ 780 600 000,00	€ 1 060 500 000,00	€ 917 200 000,00	€ 810 300 000,00	€ 887 800 000,00	€ 922 500 000,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	n.a.	0,1799	0,2710	0,2383	0,0208	0,1803	0,2856	0,2676	0,2805
Solvency ratio (Liability based)	n.a.	0,5300	0,7800	0,8200	0,4800	0,4800	0,4300	0,4700	0,4900
Solvency ratio (Asset based)	n.a.	0,3485	0,4387	0,4501	0,3231	0,3257	0,2990	0,3211	0,3290

INFRABEL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	€ 338 775 000,00	€ 379 806 000,00	€ 576 205 000,00	€ 536 000 000,00	n.a.	€ 672 000 000,00	€ 561 397 000,00	n.a.	€ 607 915 000,00
Non-current liabilities (EUR)	€ 3 490 152 000,00	€ 3 722 927 000,00	€ 4 000 198 000,00	€ 5 269 000 000,00	€ 23 313 000 000,00	€ 24 897 000 000,00	€ 25 943 302 000,00	n.a.	€ 18 687 008 000,00
Current liabilities (EUR)	€ 4 646 233 000,00	€ 6 331 523 000,00	€ 6 379 339 000,00	€ 3 740 000 000,00	€ 4 013 000 000,00	€ 3 831 000 000,00	€ 4 370 690 000,00	n.a.	€ 1 546 006 000,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,0416	0,0378	0,0555	0,0595	n.a.	0,0234	0,0185	n.a.	0,0300
Solvency ratio (Liability based)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.a.	n.s.
Solvency ratio (Asset based)	0,5260	0,6156	0,6180	0,6658	-0,0138	-0,0241	-0,0430	n.a.	0,0571
LOTÈRIE/NATIONALE - NATIONALE LOTERIJ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	€ 68 220 319,00	€ 35 192 359,00	€ 27 600 134,00	€ 15 526 446,00	€ 26 080 834,00	€ 13 265 296,00	-€ 2 702 380,00	€ 15 011 414,00	€ 16 269 104,00
Non-current liabilities (EUR)	€ 77 976 819,00	€ 65 078 396,00	€ 72 662 431,00	€ 59 448 092,00	€ 79 022 785,00	€ 88 733 999,00	€ 96 196 171,00	€ 94 480 865,00	€ 108 228 096,00
Current liabilities (EUR)	€ 186 097 798,00	€ 269 117 677,00	€ 180 229 448,00	€ 179 646 744,00	€ 187 358 500,00	€ 184 840 387,00	€ 188 939 185,00	€ 211 230 448,00	€ 184 469 145,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,2583	0,1053	0,1091	0,0649	0,0979	0,0485	-0,0095	0,0491	0,0556
Solvency ratio (Liability based)	0,7000	0,5800	0,7800	0,8400	0,7600	0,7700	0,7000	0,6600	0,7000
Solvency ratio (Asset based)	0,4108	0,3677	0,4387	0,4573	0,4326	0,4343	0,4107	0,3990	0,4112
BELGOCONTROL	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cashflow (EUR)	€ 66 308 924,00	€ 10 628 441,00	€ 7 062 652,00	€ 5 676 906,00	€ 8 168 593,00	€ 9 613 189,00	€ 12 132 073,00	€ 20 090 272,00	€ 39 761 776,00
Non-current liabilities (EUR)	€ 47 949 207,00	€ 39 864 225,00	€ 32 851 819,00	€ 41 116 048,00	€ 30 340 621,00	€ 25 926 035,00	€ 21 682 172,00	€ 17 320 495,00	€ 16 014 247,00
Current liabilities (EUR)	€ 56 605 175,00	€ 50 695 840,00	€ 42 304 946,00	€ 47 363 993,00	€ 59 583 214,00	€ 59 954 506,00	€ 50 816 785,00	€ 48 776 154,00	€ 55 002 951,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,6342	0,1174	0,0940	0,0642	0,0908	0,1119	0,1673	0,3040	0,5599
Solvency ratio (Liability based)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Solvency ratio (Asset based)	0,6927	0,7092	0,7289	0,6707	0,6439	0,6324	0,6547	0,6742	0,6946

Bijlage 5: Absolute cijfers van de geselecteerde Duitse ondernemingen

Winst vóór belastingen

German Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average	€ 2 785 823 077,00	€ 2 195 207 692,00	€ 2 679 611 538,00	€ 2 973 403 846,00	€ 2 775 719 231,00	€ 3 175 311 538,00

Rendabiliteit

German Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Operating P/L [=EBIT] (EUR) - Average	€ 3 180 239 130,00	€ 2 496 052 174,00	€ 3 022 626 087,00	€ 3 284 652 174,00	€ 3 178 939 130,00	€ 3 450 039 130,00
Total assets (EUR) - Average	€ 178 749 473 077,00	€ 174 014 080 769,00	€ 155 846 707 692,00	€ 168 117 026 923,00	€ 169 808 642 308,00	€ 169 376 915 385,00
EBIT/Total assets - Average	0,0178	0,0143	0,0194	0,0195	0,0187	0,0204
ROA using Net income - Average	0,0422	0,0278	0,0403	0,0389	0,0380	0,0345
ROE using P/L before tax - Average	0,1703	0,1099	0,1445	0,1731	0,1558	0,0969
ROE using Net income - Average	0,1148	0,0545	0,0924	0,1177	0,1043	-0,1592

Liquidity

German Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio (x) - Average	1,2700	1,3200	1,3400	1,4300	1,3400	1,2800
Working capital (EUR) - Average	€ 5 281 326 087,00	€ 5 160 608 696,00	€ 5 120 591 304,00	€ 5 433 400 000,00	€ 5 567 265 217,00	€ 5 531 231 818,00
Cashflow (EUR) - Average	€ 4 018 869 739,00	€ 4 206 786 522,00	€ 4 040 723 304,00	€ 4 236 372 522,00	€ 4 744 492 652,00	€ 4 453 738 087,00

Solvency

German Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow (EUR) - Average	€ 4 018 869 739,00	€ 4 206 786 522,00	€ 4 040 723 304,00	€ 4 236 372 522,00	€ 4 744 492 652,00	€ 4 453 738 087,00
Non-current liabilities (EUR) - Average	€ 19 220 091 304,00	€ 20 583 043 478,00	€ 20 597 595 652,00	€ 23 547 013 043,00	€ 24 982 656 522,00	€ 25 550 360 870,00
Current liabilities (EUR) - Average	€ 16 335 356 522,00	€ 15 654 047 826,00	€ 15 111 169 565,00	€ 16 835 469 565,00	€ 17 970 913 043,00	€ 18 726 813 043,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,1130	0,1161	0,1132	0,1049	0,1105	0,1006
Solvency ratio (Liability based) - Average	0,5277	0,5092	0,4798	0,4437	0,4507	0,4840
Solvency ratio (Asset based) - Average	0,3257	0,3167	0,3287	0,3145	0,3210	0,3169

Bijlage 6: Absolute cijfers van de geselecteerde Franse ondernemingen

Winst vóór belastingen

French Companies from the list	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average	€ 365 257 010,00	€ 597 879 094,00	€ 636 502 386,00	€ 528 228 196,00	€ 501 877 017,00	€ 576 885 549,00	€ 556 026 494,00	€ 659 175 480,00

Rendabiliteit

French Companies from the list	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Operating P/L [=EBIT] (EUR) - Average	€ 538 060 529,00	€ 683 774 360,00	€ 693 525 116,00	€ 636 318 759,00	€ 529 193 414,00	€ 550 134 986,00	€ 469 250 636,00	€ 610 845 392,00
Total assets (EUR) - Average	€ 10 346 995 493,00	€ 11 289 233 475,00	€ 54 023 241 805,00	€ 52 754 585 549,00	€ 48 648 014 134,00	€ 52 527 613 335,00	€ 50 959 639 533,00	€ 52 158 060 788,00
EBIT/Total assets - Average	0,0520	0,0606	0,0128	0,0121	0,0109	0,0105	0,0092	0,0117
ROA using Net income - Average	0,0202	0,0415	0,0231	0,0176	0,0182	0,0195	0,0270	0,0230
ROE using P/L before tax - Average	0,1444	0,2006	0,1274	0,1164	0,1160	0,1242	0,1156	0,1833
ROE using Net income - Average	0,0748	0,1873	0,0250	0,0377	0,0559	0,1152	0,0774	0,1026

Liquiditeit

French Companies from the list	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio (x) - Average	1,3600	1,4400	1,3300	1,2100	1,2200	1,2100	1,2100	1,2200
Working capital (EUR) - Average	€ 857 068 349,00	€ 907 768 785,00	€ 928 801 222,00	€ 913 281 250,00	€ 825 846 677,00	€ 715 081 653,00	€ 673 453 166,00	€ 722 028 809,00
Cash flow (EUR) - Average	€ 624 282 274,00	€ 898 089 493,00	€ 790 574 430,00	€ 730 080 240,00	€ 702 387 628,00	€ 725 115 465,00	€ 827 286 634,00	€ 845 083 792,00

Solvabiliteit

French Companies from the list	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow (EUR) - Average	€ 624 282 274,00	€ 898 089 493,00	€ 790 574 430,00	€ 730 080 240,00	€ 702 387 628,00	€ 725 115 465,00	€ 827 286 634,00	€ 845 083 792,00
Non-current liabilities (EUR) - Average	€ 4 114 155 278,00	€ 4 483 547 118,00	€ 4 425 817 460,00	€ 4 246 813 151,00	€ 3 911 707 383,00	€ 4 250 491 408,00	€ 4 321 856 185,00	€ 4 316 634 482,00
Current liabilities (EUR) - Average	€ 3 129 900 619,00	€ 3 289 199 146,00	€ 3 391 991 076,00	€ 3 385 969 384,00	€ 3 241 750 076,00	€ 3 453 812 850,00	€ 3 650 301 012,00	€ 3 916 320 115,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,0862	0,1155	0,1011	0,0957	0,0982	0,0941	0,1038	0,1026
Solvency ratio (Liability based) - Average	0,4389	0,4555	0,4519	0,4564	0,4638	0,4724	0,4697	0,4762
Solvency ratio (Asset based) - Average	0,3245	0,3437	0,2996	0,3011	0,2962	0,2887	0,3105	0,3115

Bijlage 7: Absolute cijfers van de geselecteerde Nederlandse ondernemingen

Winst vóór belastingen

Dutch Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
P/L before tax (EUR) - Average	€ 203 816 787,00	€ 159 661 696,00	€ 183 281 652,00	€ 197 282 272,00	€ 235 436 933,00	€ 240 935 360,00

Rendabiliteit

Dutch Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Operating P/L [=EBIT] (EUR) - Average	€ 127 012 126,00	€ 129 829 933,00	€ 133 023 899,00	€ 139 257 812,00	€ 142 336 212,00	€ 161 755 224,00
Total assets (EUR) - Average	€ 19 407 303 870,00	€ 17 478 465 015,00	€ 18 118 912 952,00	€ 17 946 451 463,00	€ 16 833 498 908,00	€ 15 423 704 004,00
EBIT/Total assets - Average	0,0065	0,0074	0,0073	0,0078	0,0085	0,0105
ROA using Net income - Average	0,0514	0,0608	0,0452	0,0499	0,0424	0,0598
ROE using P/L before tax - Average	0,2385	0,2846	0,2196	0,2166	0,2279	0,2979
ROE using Net income - Average	0,2196	0,1817	0,1081	0,1830	0,1665	0,2499

Liquiditeit

Dutch Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Current ratio (x) - Average	3,3000	3,0700	2,9900	3,8700	2,4000	3,8900
Working capital (EUR) - Average	€ 372 219 861,00	€ 325 220 416,00	€ 348 201 111,00	€ 363 194 397,00	€ 366 499 194,00	€ 656 004 817,00
Cashflow (EUR) - Average	€ 273 126 326,00	€ 239 571 252,00	€ 311 036 582,00	€ 264 905 651,00	€ 381 957 069,00	€ 350 434 129,00

Solvabiliteit

Dutch Companies from the list	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cashflow (EUR) - Average	€ 273 126 326,00	€ 239 571 252,00	€ 311 036 582,00	€ 264 905 651,00	€ 381 957 069,00	€ 350 434 129,00
Non-current liabilities (EUR) - Average	€ 732 496 267,00	€ 744 613 214,00	€ 701 287 398,00	€ 774 275 481,00	€ 817 883 175,00	€ 833 550 501,00
Current liabilities (EUR) - Average	€ 930 296 376,00	€ 894 748 932,00	€ 844 230 742,00	€ 895 249 468,00	€ 919 060 258,00	€ 986 422 157,00
Cashflow / (Non-current + current liabilities)	0,1643	0,1461	0,2013	0,1587	0,2199	0,1925
Solvency ratio (Liability based) - Average	0,4257	0,3893	0,4278	0,3972	0,3908	0,3653
Solvency ratio (Asset based) - Average	0,4343	0,4476	0,4564	0,4551	0,4453	0,4544