

# OORZAKEN VAN FALING: EEN GEVALLENSTUDIE VAN EEN GROTE EN GEVESTIGDE INDUSTRIËLE ONDERNEMING B \*

Hubert Ooghe <sup>1</sup>

Nick Waeyaert <sup>2</sup>

Aangepaste versie  
19 september 2005



FACULTEIT ECONOMIE  
EN BEDRIJFSKUNDE

---

\* Deze studie is uitgevoerd in het kader van het Steunpunt voor beleidsrelevant onderzoek in verband met ondernemingen, ondernemerschap en innovatie van de Vlaamse overheid.

<sup>1</sup> Buitengewoon hoogleraar Bedrijfsfinanciering aan de Vlerick Leuven Gent Management School en aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde (Universiteit Gent)

<sup>2</sup> Wetenschappelijk medewerker bij de Vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering (Universiteit Gent)

Vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering (Universiteit Gent), Kuiperskaai 55 E, B-9000 Gent, Belgium  
Tel: +32 (0)9/264 35 07; Fax: +32 (0)9/264 35 77  
E-mail: [hubert.ooghe@vlerick.be](mailto:hubert.ooghe@vlerick.be)

## INHOUDSTAFEL

1. Inleiding.....	3
2. Historiek van onderneming B.....	5
3. Financiële analyse en positioneringsroos.....	15
4. Analyse van de falingsoorzaken.....	20
A. De algemene omgeving of macro-(economische) factoren.....	20
B. De directe omgeving of de partners van de onderneming.....	20
C. De kwaliteiten, vaardigheden en motivatie van het management.....	22
D. Bedrijfsbeleid.....	22
5. Het falingspad van onderneming B.....	24
6. Samenvatting.....	27
Bronnen.....	30
Bijlage.....	I

## **1. Inleiding**

Dit onderzoek wordt uitgevoerd in het kader van het Steunpunt voor beleidsrelevant onderzoek voor ondernemingen, ondernemerschap en innovatie van de Vlaamse overheid. De doelstellingen van het Steunpunt zijn (1) de Vlaamse overheid begeleiden bij het ontwikkelen van beleidslijnen die de economische groei bevorderen en ondernemerschap stimuleren en (2) het informeren van elke onderneming of instelling over het onderwerp ondernemerschap, ondernemingen en innovatie.

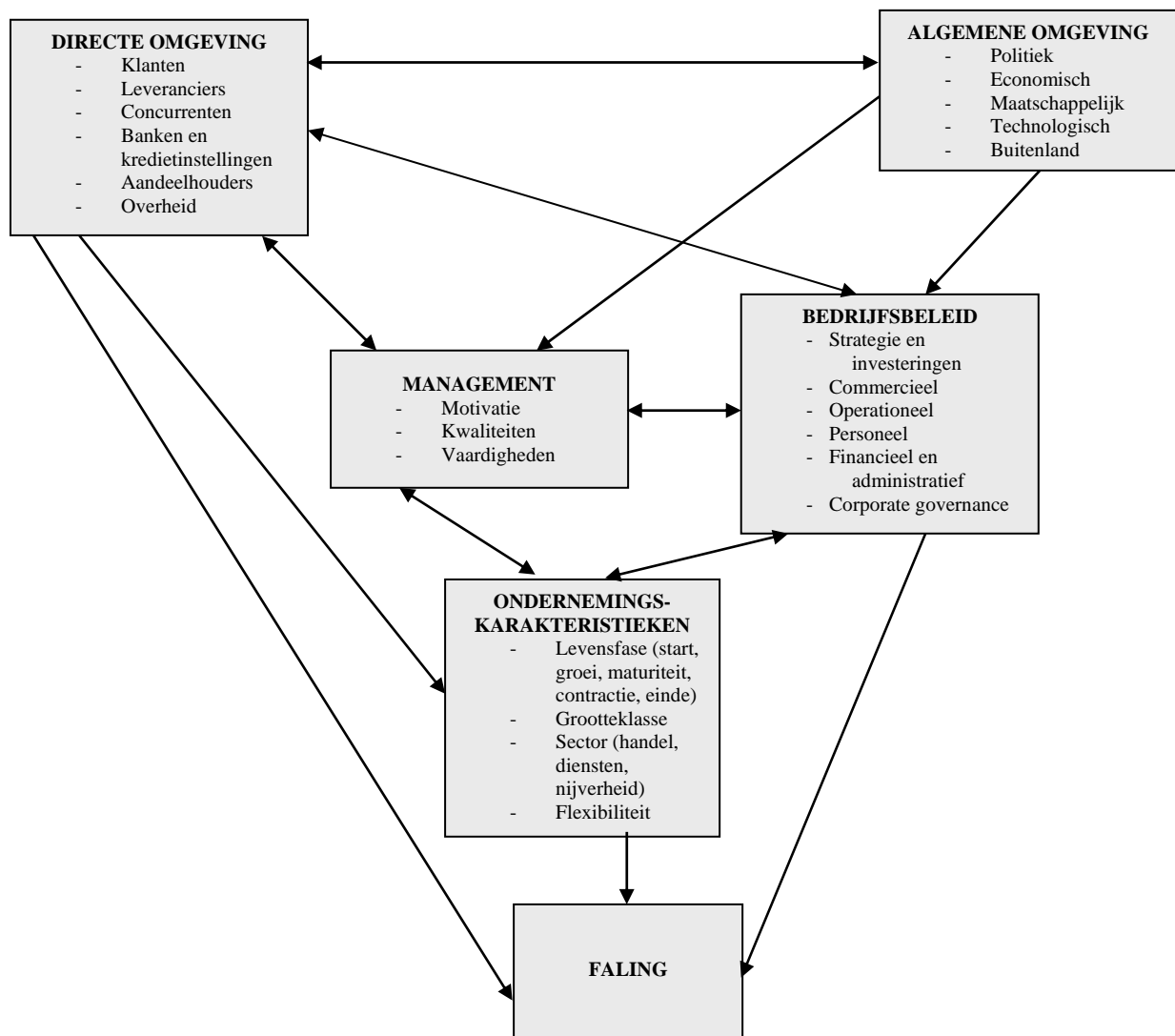
Het doel van het onderzoeksproject “Oorzaken van faling”, dat in het kader van het Steunpunt wordt uitgevoerd, is de fundamentele oorzaken te identificeren die leiden tot het falen van een onderneming. Daarbij aansluitend wordt onderzocht op welke manier en via welke weg deze fundamentele oorzaken leiden naar een fatale afloop. Het zoeken naar de fundamentele oorzaken van faling zal vertrekken van een diepgaand onderzoek van concrete gevallen. Dergelijke case studies maken et immers mogelijk de nodige informatie te bekomen om falingsoorzaken en falingspaden te identificeren.

De case studie-methode is een empirische onderzoeksmethode die een hedendaags fenomeen in zijn reële context bekijkt wanneer de grenzen tussen het fenomeen en die context niet helemaal duidelijk zijn (Yin, 1994). Een case studie-onderzoek behandelt een situatie waarin er meer informatie nodig is dan alleen maar de meetbare gegevens. De resultaten zijn dan ook afkomstig van verschillende informatiebronnen, waarvan de gegevens convergeren door triangulatie (een resultaat wordt immers overtuigender en nauwkeuriger als het gebaseerd is op verschillende bronnen). Case studies zijn de beste onderzoeksstrategie wanneer de nadruk moet gelegd worden op het ‘hoe’ en het ‘waarom’ van een gebeurtenis. Deze gebeurtenis wordt dan onderzocht zoals ze zich in het echt voordoet of heeft voorgedaan, in een situatie waarin men zelf weinig of geen impact heeft op wat er gebeurt. Case studies zijn nuttig voor gevoelige topics waarbij geen andere informatie voorhanden is dan vertrouwelijke. Ze maken het ook mogelijk de nadruk te leggen op dynamische processen. Voor de datacollectie en – analyse wordt hierbij een beroep gedaan op eerder ontwikkelde theoretische modellen (Ferreira en Merchant, 1992 ; Otley, 1999; Yin, 1994).

De case studies, die in het kader van dit onderzoek uitgevoerd worden, zijn dan ook gebaseerd op een conceptueel model van de verklarende factoren die tot kunnen faling leiden (zie figuur

1: Ooghe H. en Waeyaert N., 2004). In het opgebouwde model is een onderscheid gemaakt tussen enerzijds omgevingsfactoren (de algemene omgeving met politieke, economische, maatschappelijke en technologische factoren en de partners in de directe ondernemingsomgeving) en anderzijds factoren binnen de onderneming zelf. Deze laatste omvatten de motivatie, de kwaliteiten en vaardigheden van het management en het bedrijfsbeleid en zijn diverse dimensies. Zowel externe als interne factoren bepalen uiteindelijk de karakteristieken (levensfase, grootte, flexibiliteit, sector) van de onderneming en hebben een invloed op het eventuele falen ervan.

*Figuur 1: Het conceptuele falingsmodel van Ooghe en Waeyaert (Ooghe H. en Waeyaert N., 2004)*



Om het verklaringsmodel zo ruim mogelijk te toetsen, zijn diverse ondernemingen geselecteerd op basis van grootte, leeftijd en sector (zie tabel 1). Deze cases zullen bestudeerd worden voor zover de nodige informatie en medewerking wordt verkregen. Omwille van het confidentieel karakter worden zij niet bij naam, maar bij letter aangeduid.

*Tabel 1: Selectie van cases op basis van grootte, leeftijd en sector*

	GROOT ( $\geq 100$ werknemers)		KLEIN ( $< 100$ werknemers)	
	JONG	GEVESTIGD	JONG	GEVESTIGD
INDUSTRIE	A	B	C	D
DIENSTEN	E	F	G	H
HANDEL	I	J	K	L

In deze paper wordt een grote en gevestigde industriële onderneming, onderneming B, bestudeerd.

## **2. Historiek van onderneming B**

Onderneming B heeft een lange voorgeschiedenis. Zij werd in 1885 opgestart in de omgeving van Amsterdam als een jutezakfabriek. Later kwam er papier en plastic bij. In 1965 werd een nieuwe fabriek van industriële folies en huisvuilzakken opgericht in België. Een Nederlandse chemiereus, producent van grondstoffen, kocht in 1971 de twee fabrieken van over. In 1995 besloot deze zich terug te richten op zijn kernactiviteiten. De synergie van de activiteiten van onderneming B met die van de chemiereus viel te gering uit. De fabrieken werden verkocht aan een Nederlandse holding.

Eind 1995 kwam onderneming B met een primeur op de markt: de eerste integraal biologisch afbreekbare huisvuilzakken. Deze afbreekbaarheid werd door een onafhankelijke derde verzekerd en kreeg het OK Compost label mee van de Openbare Vlaamse Afvalstoffenmaatschappij (OVAM). Onderneming B had ruim twee jaar gewerkt aan de ontwikkeling van deze huisvuilzakken, die bestaan uit zetmeel en biologisch afbreekbare polymeren. Het marktpotentieel was aanzienlijk. Onderneming B hoopte dat dergelijke producten tegen 1999 zowat 20% van de totale omzet zouden uitmaken. Tegelijk werd onderzoek verricht naar een drietal andere, innovatieve producten.

Op 31 januari 1996 kwam Onderneming B via een management buy-out in handen van vijf directieleden via hun vennootschap G5. Bij de MBO werden 60 van de 206 werknemers ontslagen. Het bedrijf slaagde erin dat jaar de niet geconsolideerde omzet bijna te verdubbelen tot 30 miljoen euro en er werd een kleine niet geconsolideerde winst geboekt (6 000 euro). In de tabellen 2 en 3 zijn een aantal niet geconsolideerde en geconsolideerde kerncijfers van onderneming B in de laatste jaren opgenomen.

In 1997 vielen de resultaten opnieuw tegen, vooral ten gevolge van hogere grondstofprijzen. De onderneming boekte een verlies van meer dan 3 miljoen euro. De verwachtingen bleven evenwel hoog en een kapitaalverhoging via Euro.NM moest verdere groei mogelijk maken.

*Tabel 2: Kerncijfers van onderneming B op basis van de laatste 6 beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)*

	31/12/'96	31/12/'97	31/12/'98	31/12/'99	31/12/'00	31/12/'01
Omzet (000 EUR)	29 842	31 620	34 695	55 816	64 940	48 291
Toegevoegde waarde (000 EUR)	6 993	4 450	9 063	11 280	9 481	9 236
Personeelskosten (000 EUR)	5 741	6 109	6 992	8 437	9 340	9 627
Gemiddeld aantal werknemers (voltijdse equivalenten)	142	146	166	196	208	208
Uitgebreide cashflow na belastingen (000 EUR)	529	- 2 461	712	1 786	- 1 839	1 599
Winst/Verlies van het boekjaar (000 EUR)	6	- 3 041	192	702	- 3 186	- 4 357
Totaal actief (000 EUR)	16 058	16 516	23 690	52 543	57 285	53 646
Eigen vermogen (000 EUR)	2 888	- 2 235	6 519	9 917	6 903	2 369

Tabel 3: Kerncijfers van onderneming B op basis van de laatste 4 beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)

	31/12/'98	31/12/'99	31/12/'00	31/12/'01
Omzet (000 EUR)	36 063	66 049	102 332	112 134
Toegevoegde waarde (000 EUR)	9 300	16 274	24 077	27 764
Personeelskosten (000 EUR)	7 153	12 365	19 364	21 854
Gemiddeld aantal werknemers (voltijdse equivalenten)	169	270	449	499
Uitgebreide cashflow na belastingen (000 EUR)	763	2 517	867	- 1517
Winst/Verlies van het boekjaar (000 EUR)	212	1 085	1 821	- 6 854
Totaal actief (000 EUR)	23 926	64 007	89 682	97 744
Eigen vermogen (000 EUR)	6 587	9 654	14 219	7 416

Eind jaren '90 was onderneming B marktleider in België op gebied van productie van industriële folies, afbreekbare verpakkingen en huisvuilzakken. In de Benelux behoorde de groep met een marktaandeel van 20 tot 30 procent tot de top drie. In Duitsland werd met een marktaandeel van 5 procent een behoorlijke startbasis verworven, en ook in Frankrijk waren de ambities groot. Na de management buy-out in 1996 lanceerde gedelegeerd bestuurder Frank Vercalsteren een ambitieuze groeistrategie. Naast de jaarlijkse interne groei was het vooral de bedoeling zich te richten op joint ventures en overnames. Een vlakke communicatiestructuur in het bedrijf moest maximaal innovatie op de werkvloer mogelijk maken. Onderneming B streefde er bovendien naar om als eerste op de markt te komen met een aantal bioafbreekbare producten en om een aantal nieuwe markten met hoge toegevoegde waarde te betreden. Aldus wou de onderneming ook in het buitenland een belangrijke rol gaan spelen. Om te kunnen concurreren met lagelonenlanden, moest er voldoende productiecapaciteit zijn en diende men kwalitatief hoogstaande producten te bieden. Het management werkte dan ook een strategie uit waarin verschillende ondernemingen werden opgekocht.

Om de groeistrategie waar te maken, werd in 1997 aangekondigd dat gedurende de vier volgende jaren 12 tot 15 miljoen euro moest geïnvesteerd worden. Om dit alles te financieren,

moest onderneming B op enkele jaren tijd diverse investeerders overtuigen van haar mogelijkheden. Een beursintroductie werd voorzien voor januari 1998.

Het openbaar aankoopbod van onderneming B startte uiteindelijk pas vanaf 8 juli 1998. Het bedrijf bracht 450 000 nieuwe aandelen naar Euro.NM, samen met eventueel 45 000 bestaande aandelen indien de kapitaalverhoging ruim zou worden overschreden. De aandelen werden gelanceerd tegen een prijs van 700 Belgische frank per aandeel. Tegelijk verspreidde het management de boodschap dat sterke winststijgingen verwacht werden. De winst kon in 1999 zelfs kunnen oplopen tot bijna 3 miljoen euro.

Op 24 juli 1998 werd het aandeel voor het eerst genoteerd op de beurs. De eerste notering bedroeg 560 frank, 20% lager dan de inschrijvingskoers. Beleggers, die ingeschreven hadden op onderneming B, wilden het aandeel zo spoedig mogelijk terug kwijt. Veel beleggers hadden na de te lange periode tussen de inschrijving (afgesloten op 10 juni) en de eerste notering hun vertrouwen in het aandeel verloren. Oorzaak van dit alles was de begeleidende beursvennootschap, die blijkbaar niet verwacht had dat het bod tijdens de inschrijving drie maal zou overschreden worden. Beleggers, die toen het aandeel niet konden kopen, kwamen later op de eerste beursdag wel opdagen. De nieuwe evenwichtskoers (686 frank) lag echter boven de toegelaten afwijkingslimiet van 10% op 560 frank, zodat er geen handel meer plaatsvond. Na één week notering was een Onderneming B-aandeel wel 712 frank waard. De onderneming haalde via de inschrijving uiteindelijk 8,59 miljoen euro op.

In augustus 1998 werd een failliete onderneming uit Wilrijk, gespecialiseerd in hoogwaardig bedrukte folie in polyetheen en polipropyleen, overgenomen. Deze onderneming was net niet winstgevend en had onvoldoende middelen om een sanering te bekostigen. Door de schaalvergroting in de groep van onderneming B en door het spontane afvloeien van 50 tot 60% van het personeel werd een snel herstel van de winstgevendheid verwacht. Onderneming B betaalde voor deze onderneming 1,5 miljoen euro en hoopte met deze overname in datzelfde jaar haar omzet met 1 miljoen euro te kunnen verhogen.

De heropstart van de overgenomen onderneming bracht echter onvoorziene en dus niet gebudgetteerde opstartkosten met zich mee. Het management moest drie maanden na de beursintroductie reeds toegeven dat de toen vooropgestelde resultaten niet zouden gehaald worden. Uiteindelijk haalde onderneming B in 1998 een niet geconsolideerde winst van 192 000 euro.

In 1999 deed onderneming B een reeks overnames. In maart werd met het Gentse bedrijf P overeengekomen dat onderneming B de exclusieve verkoop van haar producten (waaronder tapijt- en landbouwfolie) op zich zou nemen. Enkele maanden later werd H Plastics uit Waarschoot overgenomen. Dit bedrijf was gespecialiseerd in de productie van zakken en folies voor de voedingsnijverheid, de vleesindustrie en de medische sector. Bovendien werd gestart met de bouw van twee nieuwe fabrieken, één in Wallonië (M SA) en één in Tsjechië (B CZ). Verder werd samen met een ander bedrijf uit de sector (gespecialiseerd in het extruderen, hoogwaardig flexo-bedrukken, lamineren en verwerken van flexibele verpakkingen) de joint ventures Ae (exploitatie) en G2 (onroerend goed) opgericht. Ae nam vervolgens, via een asset deal, de afdeling kunststofverwerking over van een zakkenproducent.

Halfweg 1999 was, door de vele acquisities van het voorbije jaar en voor een aantal nieuwe projecten, extra kapitaal nodig. Een eerste schijf van 2,75 miljoen euro werd aangebracht door de investeringsmaatschappij F. De intrede in het kapitaal gebeurde tegen 24,14 euro, wat 15% boven de toenmalige beurskoers was. De nieuwe aandeelhouder had ook een belangrijke commerciële inbreng. Deze investeerder had immers ook belangen in andere kunststofverwerkende bedrijven. Een gebundelde aankoop van dure grondstoffen behoorde dan ook tot de mogelijkheden.

Voor de tweede schijf van 11 miljoen euro deed het bedrijf een beroep op geïnteresseerde beleggers. Deze konden inschrijven op een obligatielening met warrant. Het ging om een obligatie op vijf jaar met een gegarandeerde jaarlijkse coupon van 4,25%. Aan elke obligatie van 30 euro was bovendien een warrant gehecht. Die gaf recht tot aankoop van één nieuw aandeel onderneming B voor 27 euro. De uitoefening van dat recht kon tweemaal per jaar gebeuren. Het management rekende duidelijk op een stijging van de beurskoers (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout).

In de tweede helft van 1999 had onderneming B opnieuw te maken met sterk stijgende grondstoffenprijzen. In vier maanden steeg de prijs van polyethyleen met 50%. Deze hogere kosten kon zij evenwel vrij goed doorrekenen in de uiteindelijke prijzen. Tegelijk kon onderneming B een aantal nieuwe grote klanten binnenhalen, vooral in de Verenigde Staten. Om aan de vraag te voldoen, werden alle machines van een Nederlandse onderneming overgenomen.

De resultaten van de groep in 1999 waren goed. De geconsolideerde omzet bedroeg 66 miljoen euro, een stijging met 83%. Die groei kwam er vooral door de overnames. De geconsolideerde nettowinst vervijfvoudigde tot bijna 1,1 miljoen euro en de geconsolideerde cashflow steeg tot meer dan 2,5 miljoen euro. Kosten van beursgang en overnames werden in één maal verrekend. De vooruitzichten voor 2000 waren ook positief. Het operationeel worden van de nieuwe fabrieken M en B CZ moest hiertoe bijdragen. Bovendien was er in 2000 een nieuwe grote overname gepland.

In april 2000 rondde onderneming B de overname van C SA, dochteronderneming van Vittel France, af. C was een specialist in kwaliteitsfolies en laminaatfolies. De verpakkingsactiviteiten van C waren voor Vittel ondergeschikt. Door de overname kwam C opnieuw in een groep waar flexibele verpakking de kernactiviteit vormde. Na deze overname behoorde onderneming B tot de Europese top van folieproducenten. Onderneming B sleepte ook een contract voor 5 jaar met Perrier Vittel in de wacht, goed voor een omzet van 350 miljoen frank in de eerste drie jaar. De enorme toename in de omzet leek zich echter niet onmiddellijk te gaan vertalen in betere resultaten. Onderneming B kreeg te maken met grote financiële kosten ten gevolge van de obligatielening en met gigantische afschrijvingen. De langere termijn vooruitzichten bleven echter zeer positief. Op het einde van 2000 werd bovendien bekendgemaakt dat onderneming B ook de Britse en de Spaanse markt wilde aanboren. Daartoe werd een verkoopkantoor in de U.K. geopend en waren er plannen voor de oprichting van B Iberia in Spanje.

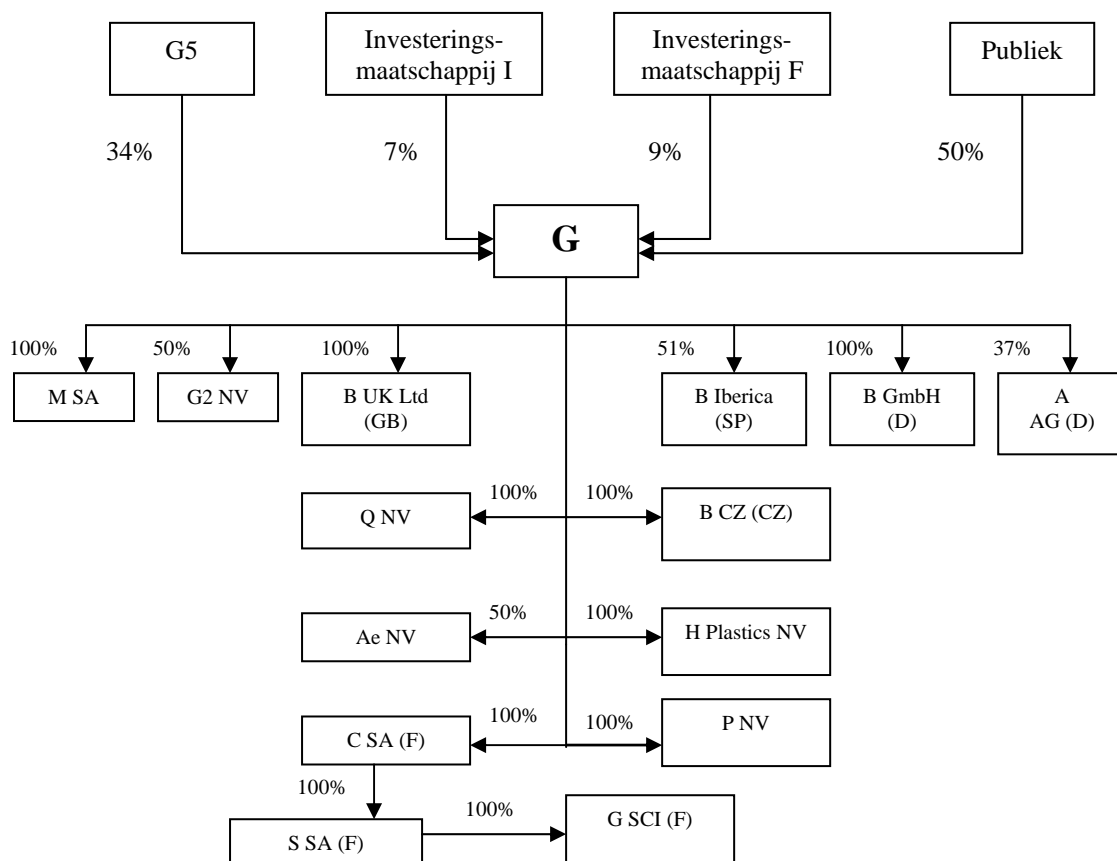
Om iets te doen aan de steeds verder stijgende inkooprijzen, richtte onderneming B het bedrijf Q op, een vennootschap die de bedoeling had gemeenschappelijk grondstoffen aan te kopen voor diverse kunststofverwerkers in België.

De resultaten van onderneming B waren in 2000 opnieuw gunstig. De geconsolideerde omzet van de groep steeg met dan 55 %. Het geconsolideerd bedrijfsresultaat kende zelfs een toename van 87 %. Wel moest onderneming B nu de volle rentelast moest dragen van de in 1999 uitgeschreven obligatielening met warrant. De uiteindelijke geconsolideerde nettowinst bedroeg 1,8 miljoen euro tegen 1,1 miljoen euro in 1999. Ten gevolge van deze resultaten kreeg onderneming B in mei 2001 ook de Prijs Ondernemen 2001 van de lokale Kamer voor Handel en Nijverheid.

De niet geconsolideerde jaarrekening van 2000 ziet er echter minder gunstig uit. De omzet zonder de overnames nam wel met 16 % toe, maar de onderneming leed een nettoverlies van meer dan 3 miljoen euro, vooral ten gevolge van hogere grondstoffenprijzen, de financiële lasten en de hoge afschrijvingen.

De overnames hielden niet op in 2001. In april werd het Franse S overgenomen. Onderneming B kocht alle aandelen van het bedrijf over van een financiële groep. Het productengamma van S bestond voornamelijk uit bopp (bi-geöriënteerde polipropyleen)-folie, bestemd voor speciale markten. In augustus nam de Onderneming B dan weer een belang van 37 % in het Duitse A, gespecialiseerd in de productie van bioafbreekbare schaaltes voor verpakking van groenten, fruit en vlees. A zat op dat moment in de startfase en maakte nog geen winst. Onderneming B leende A ook 3,47 miljoen euro ter versterking van het bedrijfskapitaal en om te investeren in machines. Daarvoor gaf onderneming B een obligatielening uit die volledig onderschreven werd door een Zwitserse herverzekeraar en een groep investeerders samengebracht rond een Amerikaanse fonds. Een organogram van de groep na deze overnamegolf is weergegeven in figuur 2.

*Figuur 2: Organogram van de groep onderneming B op 31/08/2001*



In september 2001 moest de Gentse folieproducent P, dochteronderneming van onderneming B, de deuren sluiten. De productlijn van het bedrijf kreeg immers af te rekenen met te zware buitenlandse prijsconcurrentie en een te zwakke vraag. De laatste zes maanden had P een gemiddeld verlies van 125 000 euro per maand geleden. Onderneming B boekte P in één keer volledig af, wat een uitzonderlijk negatief effect met zich meebracht van 2,1 miljoen euro.

De sluiting van P, de kosten van de overnames en een aantal provisies voor waardeverminderingen hebben in 2001 uiteindelijk geleid tot een geconsolideerd nettoverlies van 6,85 miljoen euro. Dankzij de overnames was er wel nog een omzetsijging van 9,7 % tot 112,1 miljoen euro. Op de beurs was de waarde van het aandeel Onderneming B sinds de introductie bijna permanent onder de uitgifteprijs van 700 frank gebleven. Begin 2002 noteerde het aandeel rond 14 euro (of 565 frank).

In mei 2002 werden de resterende 50 procent in de joint ventures Ae en G2 overgenomen. Om dit te financieren, werd voor 779 000 euro eigen aandelen uitgegeven. De operatie verliep via een aandelenruil. Daarnaast werd een nieuwe kapitaalverhoging gepland. Het streefdoel hiervan was een eigen vermogen te bekomen dat 20 % van het balanstotaal zou uitmaken. Op dat moment bedroeg het geconsolideerd eigen vermogen slechts 11,5 miljoen euro op een geconsolideerd balanstotaal van 100 miljoen euro.

In augustus 2002 werd een private kapitaalverhoging afgerond. Door de creatie van 88 500 nieuwe aandelen die werden verkocht aan 10 euro per stuk haalde Onderneming B 885 000 euro op. Twee institutionele partijen onderschreven de kapitaalverhoging. Investeringsmaatschappij F schreef in voor 50 000 aandelen, terwijl de overige 38 500 werden gekocht door een Zwitserse herverzekeraar. Een derde kapitaalronde was gepland voor het najaar van 2002, maar ging uiteindelijk niet door. De 1,66 miljoen euro, die in 2002 werd opgehaald, was aanzienlijk minder dan de verhoopte 8 miljoen.

De cijfers van de eerste helft van 2002 bleken ook tegen te vallen. De geconsolideerde halfjaaromzet daalde, in vergelijking met het vorige jaar, met 14 % tot 53,7 miljoen euro. Hierin woog de deconsolidatie van P voor 6,3 miljoen euro door. Ook de grondstoffenprijzen waren weer sterk gestegen. Die hogere prijzen konden slechts met vertraging worden doorgerekend aan de klant.

De financiële reserves van onderneming B bleken echter te klein om deze extra moeilijkheden op te vangen. Er waren geen middelen meer om grondstoffen te kopen en het werd steeds

moeilijker om bij de leveranciers krediet te bekomen. In september 2002 eisten de belangrijkste grondstoffenleveranciers contante betaling. De leveranciersschuld was immers opgelopen tot 12 miljoen euro. Het aandeel stond nog genoteerd aan 2,5 euro en de terugbetaling van de in 1999 uitgegeven converteerbare obligatielening, gepland voor 2004, kwam in het gedrang.

Op 24 december 2002 vroeg onderneming B een gerechtelijk akkoord aan, dat door de handelsrechtbank diezelfde dag nog werd toegekend voor een periode van zes maanden. Het akkoord sloeg enkel op de NV B en dochter Q. Voor H Plastics, C, S, Ae en M werd geen gerechtelijk akkoord aangevraagd. Een herstelplan, vooral gericht op het isoleren van de winstgevende activiteiten, werd opgesteld in overleg met de twee aangestelde commissarissen inzake opschorting. B NV zou worden omgevormd tot een pure holding. Twee werkmaatschappijen zouden daaronder worden gecreëerd: H Plastics voor het zakgoed en C voor de hoogwaardige folies.

Bij dochter H Plastics viel de productie echter vrij snel stil. Leveranciers weigerden immers ook daar nog grondstoffen te leveren. Bij onderneming B hield men vol dat de problemen van H noch met geld, noch met het gerechtelijk akkoord van de moederonderneming te maken hadden. De problemen hadden volgens het hoofdbedrijf enkel te maken met interne spanningen (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout).

De resultaten van 2002 waren logischerwijze slecht. Het bedrijf leed een geconsolideerd nettoverlies van 51,9 miljoen euro, wat een overgedragen verlies van 61,6 miljoen euro en een negatief geconsolideerd eigen vermogen van 23 miljoen euro met zich meebracht.

Op 22 januari 2003 werd, op vraag van banken en leveranciers, de raad van bestuur grondig hervormd. Er kwam een interim-manager en een andere voorzitter van de raad van bestuur. Om te vermijden dat prioritaire schuldeisers bij B NV beslag zouden kunnen leggen op de inkomsten die in tussentijd gegenereerd werden, werd B Sales cvba opgericht. Deze coöperatieve vennootschap kocht de grondstoffen, verkocht de eindproducten en liet de huisvuilzakken onder maakloon produceren bij B NV.

In maart 2003 werd bekend gemaakt dat een Amerikaans risicokapitaalbedrijf alle activa van onderneming B zou overnemen. Deze zou ook het sociale passief overnemen, alle gemaakte schulden sinds het gerechtelijk akkoord betalen en de bevoorrechte schuldeisers van vergoeden. Voor de aandeelhouders zou er geen vergoeding overblijven. De obligatiehouders zouden slechts 4 % van de 11 miljoen euro uitstaande obligaties terugbetaald krijgen. Toch

stemde 90% van de schuldeisers in met de overname. De Amerikaanse groep investeerders was immers bereid het eigen vermogen van de nieuwe onderneming B (B Packaging International) te versterken met een kapitaalverhoging van 11 miljoen euro, een achtergestelde lening van 5 miljoen euro, een krediet van 7,5 miljoen euro en een werkingskrediet van 20 miljoen euro. Bovendien bleek intussen dat de leveranciers van grondstoffen en de kredietverschaffers niet konden instemmen met de eerste herstelplannen. Enkel een verkoop van de activa bleef als oplossing over. De uitvoering van het akkoord met de Amerikaanse investeerder sleepte echter aan en moest ten laatste op 10 juli 2003 afgerond zijn. Op die dag betaalde deze slechts 265 000 euro of 2,5 % van het verschuldigde bedrag. Om te vermijden dat de schuldeisers beslag zouden leggen op de activa van onderneming B, verlengde de rechtbank van koophandel van Turnhout het gerechtelijk akkoord tot 23 juli 2003.

Op 23 juli 2003 werd onderneming B failliet verklaard. De Amerikaanse investeerder was niet met de beloofde overnamesom over de brug gekomen. Na het faillissementsvonnis werd verder onderhandeld met een aantal kandidaat-overnemers. Toen in augustus 2003 ook een ander risicokapitaalfonds uit de VS afhaakte, viel het doek definitief over onderneming B. Niemand was nog geïnteresseerd om het geheel over te nemen. Op 2 september 2003 deden drie dochterondernemingen van Onderneming B aangifte van staking van betaling. De financiële toestand van H Plastics, Ae en M was sterk verzwakt, onder meer door borgstellingen ten voordele van onderneming B.

Eind september keurde de rechtbank van koophandel een overnamebod van 1,5 miljoen euro van een Gentse industrieel goed. Ruim de helft van het bedrag kwam van zijn familieholding. Ook twee leden van het vroegere management van Onderneming B participeerden in het kapitaal. Het bedrijf zou met 65 werknemers verdergaan onder een nieuwe naam. Ook B CZ en H Plastics werden overgenomen.

### 3. Financiële analyse en positioneringsroos (Ooghe H., Collewaert V. en Vandermoere P., 2004)

De klassieke financiële analyse van de jaarrekening van een onderneming omvat verschillende methodes: tijds- en structuuranalyse van balans en resultatenrekening, vermogensstromen en kasstromenanalyse, ratio's en risico-indicatoren op basis van modellen voor succes en falen.

Een ratio is een verhoudingsgetal waarbij twee of meer gegevens uit de balans, resultatenrekening en/of toelichting aan elkaar gerelateerd worden om een beter inzicht te krijgen in de financiële situatie van een onderneming. Op basis van onderzoek en ervaring zijn voor deze studie 10 sleutelratio's gekozen die verschillende aspecten van de financiële situatie van een onderneming belichten.

- *toegevoegde waarde*: slaagt de onderneming erin voldoende waarde toe te voegen aan de aangekochte goederen en diensten en is de klant bereid daarvoor te betalen?
- *rendabiliteit*: welke resultaten worden bereikt in verhouding tot de verkopen en de ingezette middelen?
- *solvabiliteit*: kan een onderneming haar financiële verplichtingen i.v.m. interestbetaling en aflossing ten gevolge van schuldfinanciering nakomen?
- *liquiditeit*: is de onderneming in staat voldoende kasmiddelen te mobiliseren om haar kortlopende betalingsverplichtingen na te leven?

Een risico-indicator is een indicator die diverse, eventueel tegenstrijdige aspecten van de financiële toestand (zoals rendabiliteit, liquiditeit en solvabiliteit) integreert. De opbouw van deze risicoscore, die varieert tussen 0 en 1, is gebaseerd op een empirische discriminantanalyse (statistische vergelijking) van lopende en falende ondernemingen. Een hoge score wijst op een hoog risico van de onderneming en bijgevolg een zwakke financiële positie, terwijl een lage score wijst op een sterke financiële positie van de onderneming. De risico-indicator op korte termijn meet de financiële sterkte of zwakte op korte termijn (binnen het jaar), terwijl de risico-indicator op middellange termijn verwijst naar de structurele situatie van de onderneming op middellange termijn (3 jaar).

In de tabellen 4 en 5 worden de 10 sleutelratio's en de 2 risico-indicatoren van onderneming B voor de laatste vier beschikbare niet geconsolideerde en geconsolideerde jaarrekeningen weergegeven.

De positioneringsroos laat toe om een onderneming op basis van zijn financiële ratio's te positioneren ten opzichte van een groep van andere ondernemingen (de referentiegroep). Elk van de 12 lijnen op de roos stelt een sleutelratio of risico-indicator voor. Het middelpunt van de roos verwijst naar de zwakste onderneming in de referentiegroep (percentiel 0), terwijl de buitenste cirkel de sterkste onderneming in de referentiegroep (percentiel 100) voorstelt. Waar de andere cirkels de lijnen snijden, bevinden zich de kwartielen voor de desbetreffende referentiegroep. De kleinste cirkel binnenin staat voor percentiel 25 (Q1), de cirkel in het midden voor de mediaanonderneming of percentiel 50 (Q2) en de derde cirkel voor percentiel 75 (Q3). Op de positioneringsroos worden de scores van een bepaalde onderneming aangekruist. Als men deze punten vervolgens verbindt, bekomt men een veelhoek die in één oogopslag de financiële toestand van de desbetreffende onderneming of groep van ondernemingen onthult. Hierbij wijst een grote veelhoek, die zich naar de buitenkant van de roos uitbreidt, op een sterkere financiële situatie en wijst een kleine veelhoek op een zwakke financiële toestand.

In figuren 3 en 4 wordt onderneming B op basis van haar niet geconsolideerde en geconsolideerde jaarrekeningen gepositioneerd ten opzichte van het totaal van de grote Vlaamse ondernemingen uit de sector chemie (de referentiegroep). De percentielen van de scores van onderneming B worden op de positioneringsroos aangeduid en met elkaar verbonden. Naast 2001 zijn ook de 3 voorgaande jaren weergegeven. De meeste ratio's en risico-indicatoren tonen aan dat onderneming B niet leefbaar was. Vooral de laatste twee jaar is de veelhoek op de positioneringsroos heel klein. In 1998 en 1999 waren nog enkele ratio's van een aanvaardbaar niveau, in de eerste plaats de nettoverkoopmarge. Ook wat betreft het risico op middellange termijn behoorde onderneming B nog lange tijd tot de betere helft van de referentiegroep. Het korte termijnrisico was daarentegen groot. Zowel wat de liquiditeit als de solvabiliteit en rendabiliteit betreft vertonen de meeste grote Vlaamse ondernemingen uit de sector zakelijke diensten betere ratio's dan onderneming B. De opvallend hoge brutorendabiliteit van het eigen vermogen in 2001 kan voornamelijk verklaard worden door de waardeverminderingen, grotendeels afkomstig van dochteronderneming P.

Hoewel de veelhoek in beide gevallen klein is, zijn de geconsolideerde cijfers iets beter zijn dan de niet geconsolideerde. Daaruit kan afgeleid worden dat de dochterondernemingen een licht positieve invloed hebben op de cijfers.

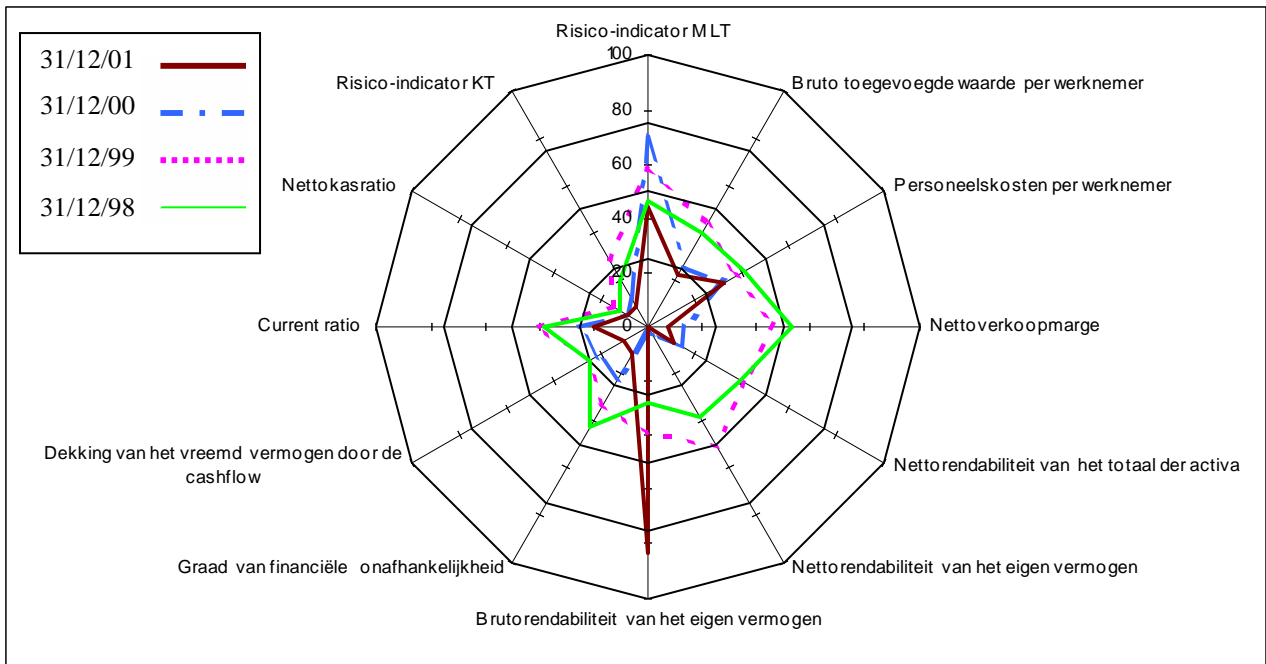
Tabel 4: Sleutelratio's en risico-indicatoren voor onderneming B voor de laatste 4 beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)

Ratio	Definitie	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
Bruto toegevoegde waarde per werknemer (000 EUR)	Bruto toegevoegde waarde / personeelsbestand	55	58	46	44
Personeelskosten per werknemer (000 EUR)	Totale personeelskost / personeelsbestand	41	43	46	46
Nettoverkoopmarge vóór belastingen (%)	Netto bedrijfsresultaat na niet-kaskosten / verkopen	4,37	3,03	-2,11	-5,87
Nettorendabiliteit van het totaal der activa vóór belastingen (%)	Netto resultaat na niet-kaskosten, vóór financiële kosten en vóór belastingen / totaal der activa	3,35	3,58	-2,22	-4,45
Nettorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)	Winst of verlies van het boekjaar na belastingen / eigen vermogen	2,95	7,08	-46,15	-183,92
Brutorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)	Winst of verlies van het boekjaar na belastingen + niet-kaskosten = uitgebreide cashflow na belastingen / eigen vermogen	10,92	18,03	-26,64	67,5
Algemene graad van financiële onafhankelijkheid (%)	Eigen vermogen / totaal vermogen	27,52	18,87	12,05	4,42
Dekking van het totaal vreemd vermogen door de cashflow (%)	Uitgebreide cashflow na belastingen / Vreemd vermogen	4,15	4,19	-3,65	3,12
Liquiditeitsratio in ruime zin of current ratio (x)	Beperkte vlottende activa / Vreemd vermogen op korte termijn	1,09	1,13	0,92	0,83
Nettokasratio (%)	( Geldbeleggingen + liquide middelen – financiële schulden op ten hoogste 1 jaar ) / beperkte vlottende activa	0,60	0,74	0,61	0,54
Risico-indicator op korte termijn	Samengestelde risicoscore tussen 0 en 1	0,38	0,27	0,56	0,75
Risico-indicator op middellange termijn	Samengestelde risicoscore tussen 0 en 1	0,16	0,11	0,07	0,16

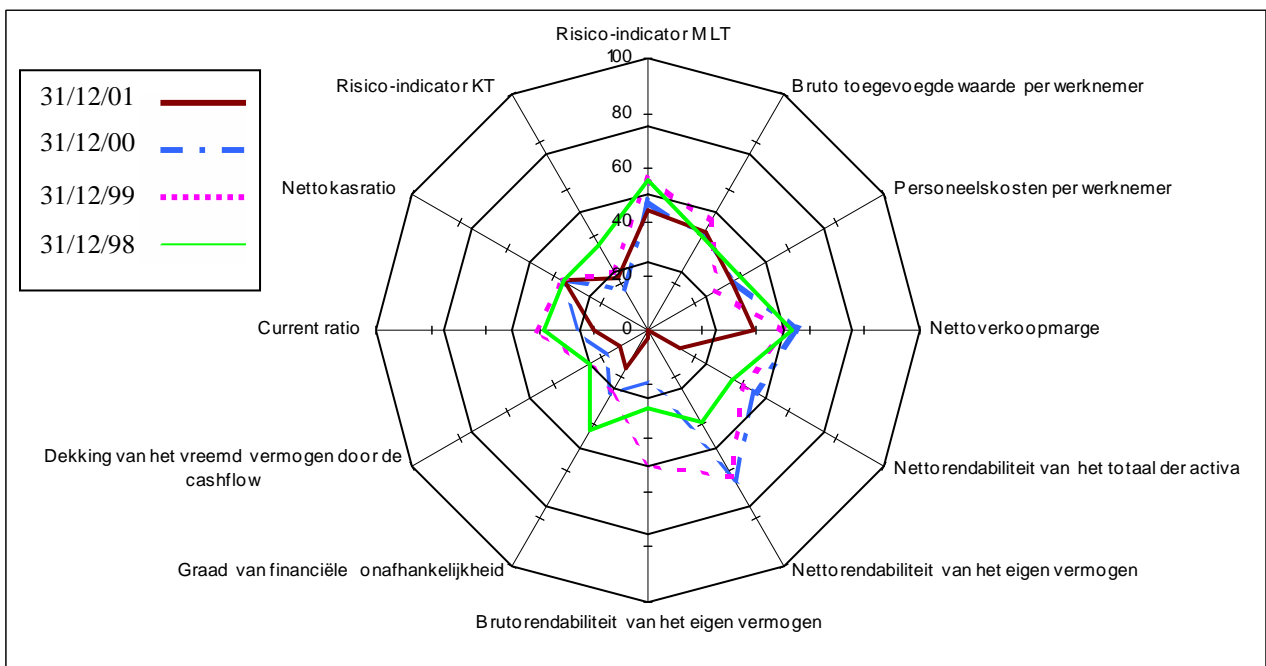
Tabel 5: Sleutelratio's en risico-indicatoren voor onderneming B voor de laatste 4 beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)

Ratio	Definitie	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001
Bruto toegevoegde waarde per werknemer (000 EUR)	Bruto toegevoegde waarde / personeelsbestand	55	60	54	56
Personeelskosten per werknemer (000 EUR)	Totale personeelskost / personeelsbestand	42	46	43	44
Nettoverkoopmarge vóór belastingen (%)	Netto bedrijfsresultaat na niet-kaskosten / verkopen	4,32	3,71	4,59	2,17
Nettorendabiliteit van het totaal der activa vóór belastingen (%)	Netto resultaat na niet-kaskosten, vóór financiële kosten en vóór belastingen / totaal der activa	2,98	3,57	4,25	-3,04
Nettorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)	Winst of verlies van het boekjaar na belastingen / eigen vermogen	3,22	11,24	12,81	-92,42
Brutorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)	Winst of verlies van het boekjaar na belastingen + niet-kaskosten = uitgebreide cashflow na belastingen / eigen vermogen	11,58	26,09	6,08	-20,46
Algemene graad van financiële onafhankelijkheid (%)	Eigen vermogen / totaal vermogen	27,53	15,08	15,85	7,59
Dekking van het totaal vreemd vermogen door de cashflow (%)	Uitgebreide cashflow na belastingen / Vreemd vermogen	4,40	4,63	1,15	-1,68
Liquiditeitsratio in ruime zin of current ratio (x)	Beperkte vlottende activa / Vreemd vermogen op korte termijn	1,10	1,15	0,95	0,83
Nettokasratio (%)	( Geldbeleggingen + liquide middelen – financiële schulden op ten hoogste 1 jaar ) / beperkte vlottende activa	0,61	0,76	0,57	0,56
Risico-indicator op korte termijn	Samengestelde risicoscore tussen 0 en 1	0,12	0,11	0,14	0,16
Risico-indicator op middellange termijn	Samengestelde risicoscore tussen 0 en 1	0,16	0,11	0,07	0,16

*Figuur 3: Positioneringsroos van Onderneming B op basis van de laatste 4 beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)*



*Figuur 4: Positioneringsroos van Onderneming B op basis van de laatste 4 beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)*



#### **4. Analyse van de falingsoorzaken**

Overeenkomstig het conceptueel verklaringsmodel voor faling (figuur 1) worden de falingsoorzaken, die bij Onderneming B terug te vinden zijn, besproken.

##### **A. De algemene omgeving of macro-(economische) factoren**

De algemene omgeving leidde bij Onderneming B lange tijd niet tot problemen. Pas vanaf 1999 ervaarde de onderneming de gevolgen van de achteruitgang van de economische situatie. In dat jaar werd immers de obligatielening met warrant voor 11 miljoen eurouitgeschreven. Het management rekende hierbij op een stijging van de beurskoers, zodat beleggers zouden intekenen op een nieuwe kapitaalverhoging tegen een hogere prijs waardoor er voldoende middelen zouden verkregen worden om de obligatielening terug te betalen. De economische toestand verzwakte echter, de beurs verzwakte en de schulden stapelden zich dan ook op.

Daarnaast kreeg onderneming B ook te maken met buitenlandse concurrentie. De moederonderneming B kon die concurrentie behoorlijk opvolgen. De problemen bij het overgenomen P waren echter groter. De daar vervaardigde producten konden immers niet verkocht worden tegen een prijs die kon concurreren tegen prijzen van de Turkse en Italiaanse concurrenten (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout).

Bij geen van beide probleemsituaties mag echter enkel naar de algemene omgeving als oorzaak verwezen worden. De conjunctuur geldt immers voor alle ondernemingen en bovendien is het management, door het nemen van onvoldoende doordachte beslissingen en te grote risico's, voor een groot deel verantwoordelijk voor de impact van de omgevingsfactoren op de eigen situatie.

##### **B. De directe omgeving of de partners van de onderneming**

Ook een aantal partijen uit de onmiddellijke omgeving van onderneming B zorgde voor extra probleemsituaties. Opnieuw kan er echter niet gesproken worden van rechtstreekse falingsoorzaken. De ondernemingsomgeving ging immers pas dwars liggen toen onderneming

B reeds in een slechte financiële situatie verkeerde en vooral na de aanvraag van het gerechtelijk akkoord.

Tot voor het gerechtelijk akkoord waren er geen problemen met klanten. Onderneming B kreeg voldoende orders binnen en was niet van één of enkele afnemers afhankelijk. Halfweg 1999 werden zelfs nog enkele nieuwe grote klanten binnengehaald. Het gerechtelijk akkoord creëerde echter een afschrikkende effect. Veel klanten haakten af uit vrees dat ze hun bestellingen niet of laattijdig en aan lagere kwaliteit zouden ontvangen (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout).

Halfweg 2002 verloren de leveranciers hun vertrouwen in onderneming B. Na de slechte resultaten van 2001 kwam er in de eerste jaarmidde van 2002 immers geen verbetering. Leveranciers voerden de druk op om de openstaande facturen te betalen en eisten contante betaling voor nieuwe leveringen. In enkele weken verdubbelden de uitgaven. Het bedrijf beschikte echter niet over de nodige reserves om aan de vraag van de leveranciers te voldoen. Enkel een gerechtelijk akkoord kon onderneming B beschermen tegen de schuldeisers (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout).

Ook de banken werden uiteindelijk met de vinger gewezen. Na de toekenning van het gerechtelijk akkoord eiste de huisbankier als grootste schuldeiser 5 miljoen euro van onderneming B. Bovendien sprak de bank haar veto uit tegen het opgestelde herstelplan, zodat enkel een overname nog tot de mogelijkheden behoorde. Een Amerikaans risicokapitaalbedrijf bleek een ernstige kandidaat-overnemer te zijn en in totaal zou voor onderneming B 45 miljoen euro betaald worden. 35 miljoen daarvan wilde de huisbankier voor zijn rekening nemen onder de voorwaarde dat Amerikaanse investeerder zelf eerst 11 miljoen betaalde. Dit laatste gebeurde echter niet. Het bestuur van onderneming B beschuldigde de bank dan ook ten onrechte van het niet nakomen van haar belofte (gesprek met bankier van onderneming B, 22/06/2004, Wilrijk).

Ook de bewering dat de oprichters van het bedrijf, die management- en bestuursfunctie combineerden, in de eerste plaats aan hun eigen portefeuille dachten, is niet gegrond. Na het faillissement bleef er immers ook voor hen niets over (gesprek met bestuurder van onderneming B, 14/05/2004, Turnhout; gesprek met curator van onderneming B, 03/08/2004, Geel).

### **C. De kwaliteiten, vaardigheden en motivatie van het management**

Sinds de management buy-out in 1996 was onderneming B een winstgevende onderneming. Er was voldoende ervaring aanwezig bij het management. Bovendien was het management nog steeds gemotiveerd.

Toch zijn er een aantal persoonlijke kenmerken die een invloed gehad hebben op het verloop van het falingspad. Zo blijkt dat het management van onderneming B bij de vele overnames telkens vrij grote risico's heeft genomen. In een slechte economische conjunctuur is de kans dat die risico's zich realiseren, relatief hoog. Bovendien verwees het management bij slecht nieuws steeds weer naar de grondstoffenprijzen. Bij hoge grondstoffenprijzen kon immers gesteld worden dat onderneming B zijn eigen prijzen slechts met vertraging kon aanpassen, wat tot minder goede resultaten leidde. Lagere grondstoffenprijzen vormden dan weer een ideale verklaring voor een lagere omzet.

Het is ook opvallend hoe steeds weer naar de omzetcijfers (en niet naar de resultaten) wordt verwezen. De omzet van onderneming B steeg immers jaarlijks spectaculair. Dit was zelfs in 2001 nog het geval. De omzetcijfers worden evenwel voor een groot deel verklaard door de vele overnames (gesprek met bankier van onderneming B, 22/06/2004, Wilrijk; gesprek met curator van onderneming B, 03/08/2004, Geel).

### **D. Bedrijfsbeleid**

Intern kende onderneming B een gestage groei. Investeringsen werden goed overwogen en pas uitgevoerd indien het positieve effect ervan bewezen was. Het management richtte zich echter veeleer op een externe uitbreiding van het bedrijf. 1999 stond helemaal in het teken van de strategische overnames. De acquisitie van H Plastics uit Waarschoot gaf het bedrijf toegang tot de markt van de medische folies. Het Gentse P werd gekocht, onder meer om de aankoopkracht uit te breiden en om beter tot de Franse markt te kunnen doordringen. M moest voor extra klanten zorgen in Wallonië. In 2000 en 2001 ging de expansie verder. Er werd 35 miljoen Franse frank betaald voor C en afdelingen in Tsjechië en Spanje werden geopend. S was het laatste Franse overnamedoelwit. Daarna kwam er nog een aanzienlijke participatie in het Duitse A.

Intussen was echter duidelijk geworden dat het bij P niet verliep zoals gehoopt. In een half jaar tijd had het Gentse bedrijf een verlies van 750 000 euro geleden. De machines van P

konden niet concurreren met de productiemethoden in Turkije en Italië en de markt was steeds minder geïnteresseerd in zijn producten. De onderneming werd dan ook gesloten. Onderneming B boekte P in het derde kwartaal van 2001 volledig in waarde af. De volledige 'pay-back'-periode van deze afboeking zou ongeveer één jaar bedragen. Uiteindelijk woog de deconsolidatie in de eerste helft van 2002 nog steeds voor 6,34 miljoen euro in de geconsolideerde halfjaarmzet door.

Ook bij het zeer innovatieve A doken problemen op. Onderneming B kon, als enige industriële aandeelhouder tussen een aandeelhoudersstructuur van venture capitalists, veel moeilijker telkens weer nieuwe geldmiddelen aanbrengen in geval van operationele problemen.

Uit de problemen met A blijkt zeer duidelijk dat het beleid niet meer verliep zoals het hoorde. Onderneming B was sterk gegroeid door de vele overnames, maar de managementstructuur was niet mee geëvolueerd. Bij de moederonderneming stelden zich op dat gebied geen problemen, maar er was onvoldoende kennis van de overgenomen bedrijven (vooral van de Franse) en dit zowel op operationeel gebied als op vlak van bedrijfscultuur (gesprek met curator van onderneming B, 03/08/2004, Geel).

Toen de eind 2002 geplande laatste kapitaalverhoging niet doorging wegens gebrek aan interesse van investeerders, was onderneming B financieel zwaar aangetast. Er waren onvoldoende middelen om nog grondstoffen te kopen en de leveranciers eisten contante betaling. De schuldgraad was opgelopen van 72,5% in 1998 tot 92,4% in 2001 en de terugbetaling van de obligatielening met warrant werd onmogelijk. Enkel de relatief hoge personeelskosten konden nog betaald worden. Een gerechtelijk akkoord was de enige mogelijkheid om onderneming B (voorlopig) tegen de schuldeisers te beschermen.

Conflicten tussen de bestuurders bleven vrijwel afwezig. In een laatste poging om tegenover de financiers en leveranciers weer vertrouwen te creëren, werd de raad van bestuur begin 2003 nog hervormd. Deze actie kwam echter te laat en veranderde niets meer aan de financiële toestand van onderneming B.

Het faillissement van de dochterondernemingen van onderneming B tenslotte is ook voor een groot deel te verklaren door het management. Het moederbedrijf leende immers geld met de activa van de dochters als waarborg of onderpand. Zo was een kluwen ontstaan en kon niemand één van de dochters overnemen zonder de medewerking van de financiers van het

moederbedrijf. Enkel door een faillissement van de dochterondernemingen konden die waarborgen of panden wegvallen en was het mogelijk dat er kandidaat-overnemers gevonden werden (gesprek met curator van onderneming B, 03/08/2004, Geel).

## **5. Het falingspad van onderneming B**

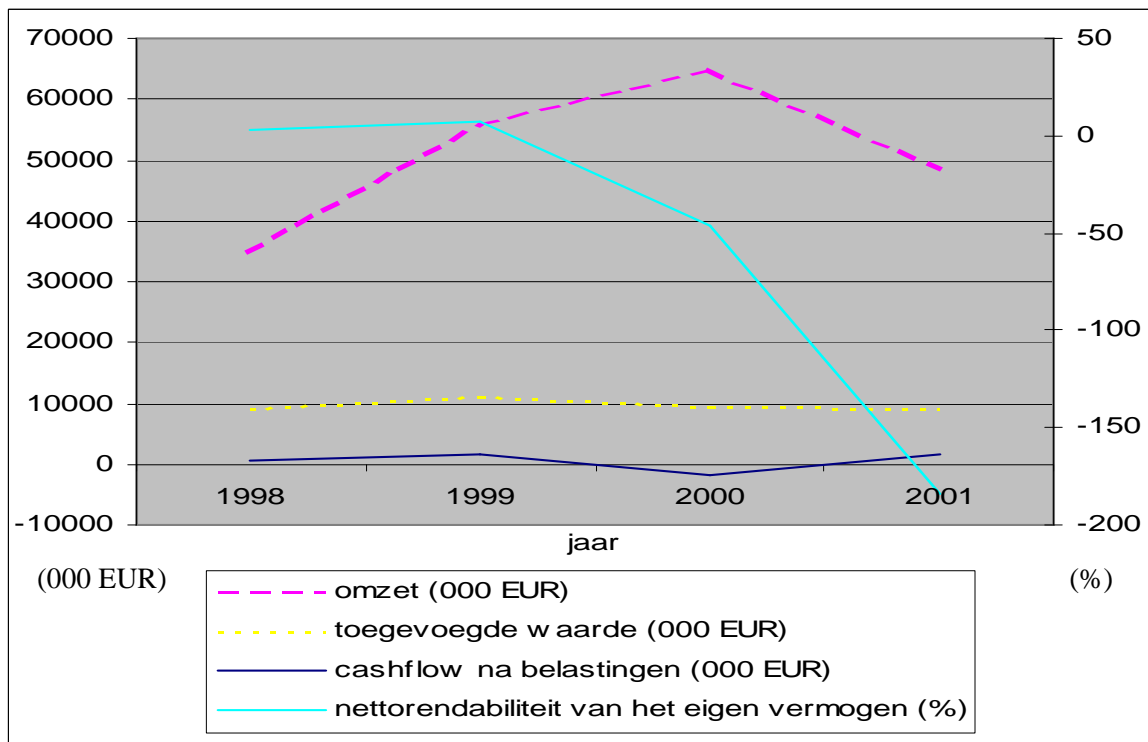
In de figuren 5 en 6 is een grafiek weergegeven van de cash flow na belastingen, de omzet en de toegevoegde waarde van onderneming B voor de laatste vier beschikbare boekjaren (niet geconsolideerd en geconsolideerd). Op beide grafieken is ook de nettorendabiliteit van het eigen vermogen weergegeven omdat deze een duidelijk beeld geeft van het falingspad. Hoewel het hier om een mature onderneming gaat, kan niet gesteld worden dat onderneming B geleidelijk naar een falingspad evolueerde. De neerwaartse beweging is immers zeer snel verlopen. Het management weigert overigens te stellen dat onderneming B een mature onderneming was. Na de management buy-out kwam er in de onderneming immers een volledig nieuwe start. Het falingspad verloopt in zekere mate gelijk met het falingspad type 2 dat Argenti (1976) onderscheidt hoewel de grafische afbeelding een minder uitgesproken opwaartse beweging vertoont. Argenti stelt bij dit type falingspad dat de onderneming faalt na een levensduur van 3 tot 10 jaar. Dit komt overeen met de levensduur van onderneming B na de management buy-out (6 jaar). In figuur 7 wordt dit falingspad type 2 beschreven voor onderneming B.

Op tijdstip A (januari 1996) is er de management buy-out. Er komt een wending in de gevolgde strategie: onderneming B wil snel groeien, vooral door overnames. De omzet stijgt aanzienlijk en de onderneming boekte een kleine winst. In 1997 gaat de groei verder. De hoge kosten, waarmee onderneming B te maken krijgt, leiden dat jaar echter tot een nettoverlies (tijdstip B). Om in het volgende jaar niet opnieuw slechte resultaten te boeken, is extra kapitaal nodig. In 1998 komt er dan ook een notering op Euro.NM waarbij 8,59 miljoen euro wordt opgehaald. Ondanks de hoge verwachtingen, blijft de winst in 1998 beperkt door een aantal niet gebudgetteerde kosten (tijdstip C). In 1999 begint de overnamereeks. Na de overnames van P en H Plastics en de opbouw van M en B CZ, is er halfweg 1999 opnieuw geld nodig. Er komt een kapitaalverhoging van 13,75 miljoen euro. Dankzij de overnames kent onderneming B een goed jaar 1999. De omzet stijgt spectaculair en de nettowinst verviervoudigt tot bijna 1,1 miljoen euro (tijdstip D). In 2000 wordt C overgenomen. De

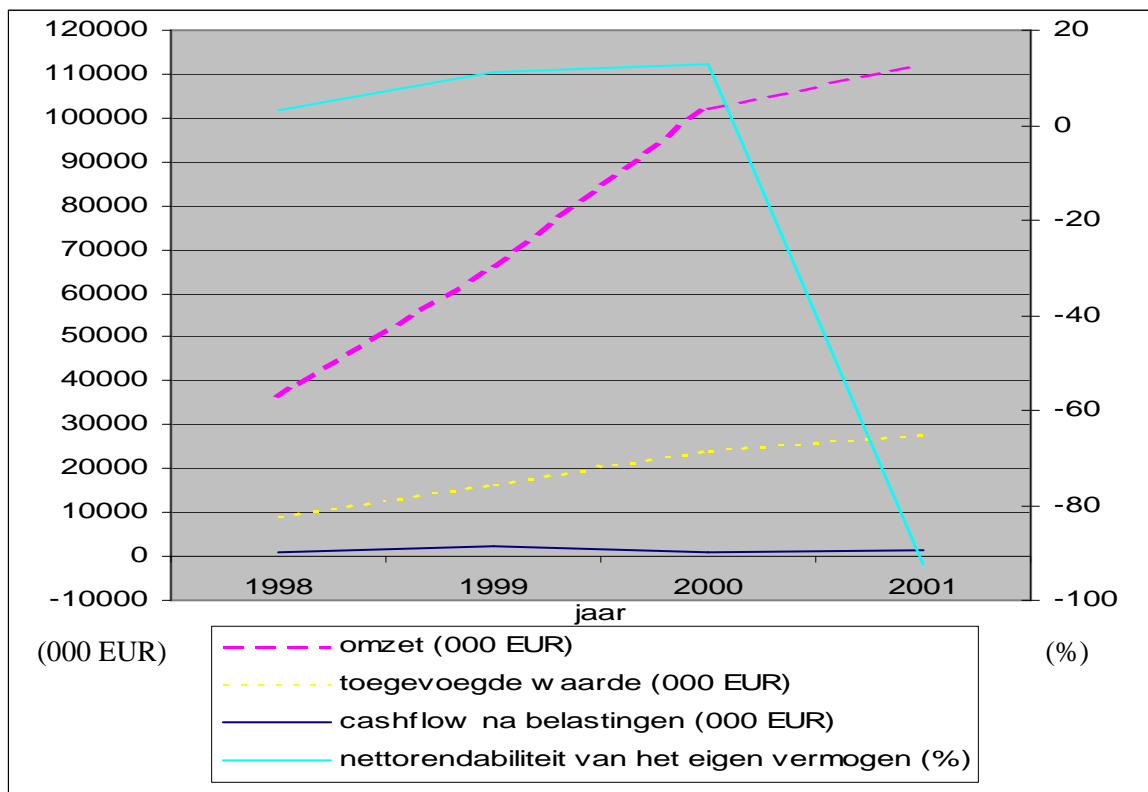
overname van deze onderneming, die bijna zo groot is als onderneming B zelf, leidt opnieuw tot een aanzienlijke stijging van de omzet. Ook de winst stijgt verder, tot 1,82 miljoen euro. Het negatieve nettobedrijfskapitaal wijst er echter op dat de groep moet opletten met verdere overnames. De financiële reserves zijn duidelijk verdwenen. De niet-geconsolideerde resultatenrekening vertoont bovendien een nettoverlies van meer dan 3 miljoen euro en een negatieve cash flow. Er mag dan ook niets meer mis gaan en de optimistische prognoses voor 2001 moeten werkelijkheid worden om een financiële crisis te vermijden. De laagconjunctuur en de lage beurskoersen brengen mee dat onderneming B problemen zal ondervinden met het terugbetalen van een eerder uitgegeven obligatielening via een emissie van nieuwe aandelen op basis van warrants verbonden aan de obligatielening (tijdstip E).

Toch houden de overnames niet op. In 2001 wordt S overgenomen en neemt onderneming B een belang van 37% in A. Intussen blijkt ook dat P niet leefbaar is. Het bedrijf wordt gesloten om verdere verliezen te kunnen vermijden. De financiële put wordt helemaal een feit wanneer ook in de samenwerking met A problemen ontstaan. Onderneming B sluit 2001 af met een licht gestegen geconsolideerde omzet door de overnames, maar met een geconsolideerd nettoverlies van 6,9 miljoen euro. Het eigen vermogen van de groep is bijna gehalveerd (tijdstip F). Het management blijft positief en verwacht verbeteringen, eens P zal vergeten zijn en de problemen met A van de baan waren. Daarvoor moeten er in 2002 evenwel drie kapitaalverhogingen slagen. De eerste twee, waarbij onderneming B hoopt 8 miljoen euro op te halen, leveren slechts 1,6 miljoen euro op. De halfjaarlijkse resultaten blijken opnieuw zeer slecht te zijn en de leveranciers eisen contante betaling. Voor de derde kapitaalverhoging is geen interesse meer. Enkel een gerechtelijk akkoord kan onderneming B beschermen. Het daarin opgemaakte herstelplan wordt echter niet goed uitgewerkt, deels door tegenwerking van de banken maar vooral omdat er sprake was van een overnemer (tijdstip G). De potentiële overnemer levert echter nooit de nodige middelen en onderneming B zelf is gedurende de periode van het gerechtelijk akkoord herleid tot een virtueel failliete onderneming (tijdstip H).

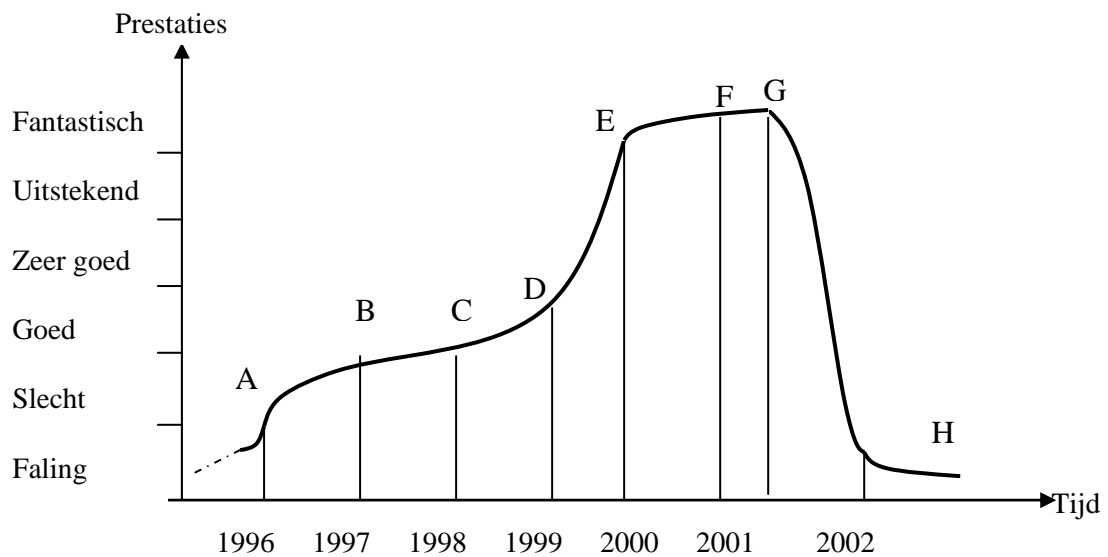
Figuur 5: Omzet, toegevoegde waarde, cashflow na belastingen en nettorendabiliteit van het eigen vermogen van Onderneming B op basis van de laatste vier beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)



Figuur 6: Omzet, toegevoegde waarde, cashflow na belastingen en nettorendabiliteit van het eigen vermogen van Onderneming B op basis van de laatste vier beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)



Figuur 7: Het falingspad type 2 van Argenti, toegepast op onderneming B



## 6. Samenvatting

Indien we de situatie van onderneming B vergelijken met het conceptuele falingsmodel in figuur 1, vallen een aantal duidelijke gelijkenissen op. De verschillende factoren, die mogelijks tot faling kunnen leiden, zijn voor de besproken onderneming allemaal aanwezig. Ook de links tussen deze factoren zijn opvallend. Niet elke groep factoren is echter even belangrijk voor het falen van onderneming B.

Figuur 7 geeft het eerder opgebouwde falingsmodel weer, specifiek toegepast op de factoren die bij onderneming B van belang zijn geweest.

De rol van externe factoren (algemene omgeving en directe ondernemingsomgeving) is vrij beperkt. In de algemene omgeving speelt vooral de economische toestand een rol. De andere factoren (politiek, maatschappij, technologie en buitenland) hangen uiteraard samen met de economie, maar zijn in deze case van ondergeschikt belang. Deze algemene factoren hebben uiteraard een sterke invloed gehad op de directe ondernemingsomgeving. Ten gevolge van de verzwakte economie zijn de klanten voorzichtiger geworden in hun beslissingen. Met de overige stakeholders kreeg onderneming B pas moeilijkheden toen de problemen in de onderneming reeds aanzienlijk waren. De leveranciers hebben aanleiding gegeven tot het gerechtelijk akkoord. Hoewel het management beweert dat onderneming B verder had kunnen voortbestaan indien de leveranciers geen actie hadden ondernomen, lijkt het bijzonder

twijfelachtig dat hun optimistische verwachtingen werkelijkheid zouden geworden zijn. Ook banken en overige investeerders kunnen niet als de falingsoorzaak beschouwd worden aangezien zij pas hun samenwerking met onderneming B stopten na de aanvraag van het gerechtelijk akkoord.

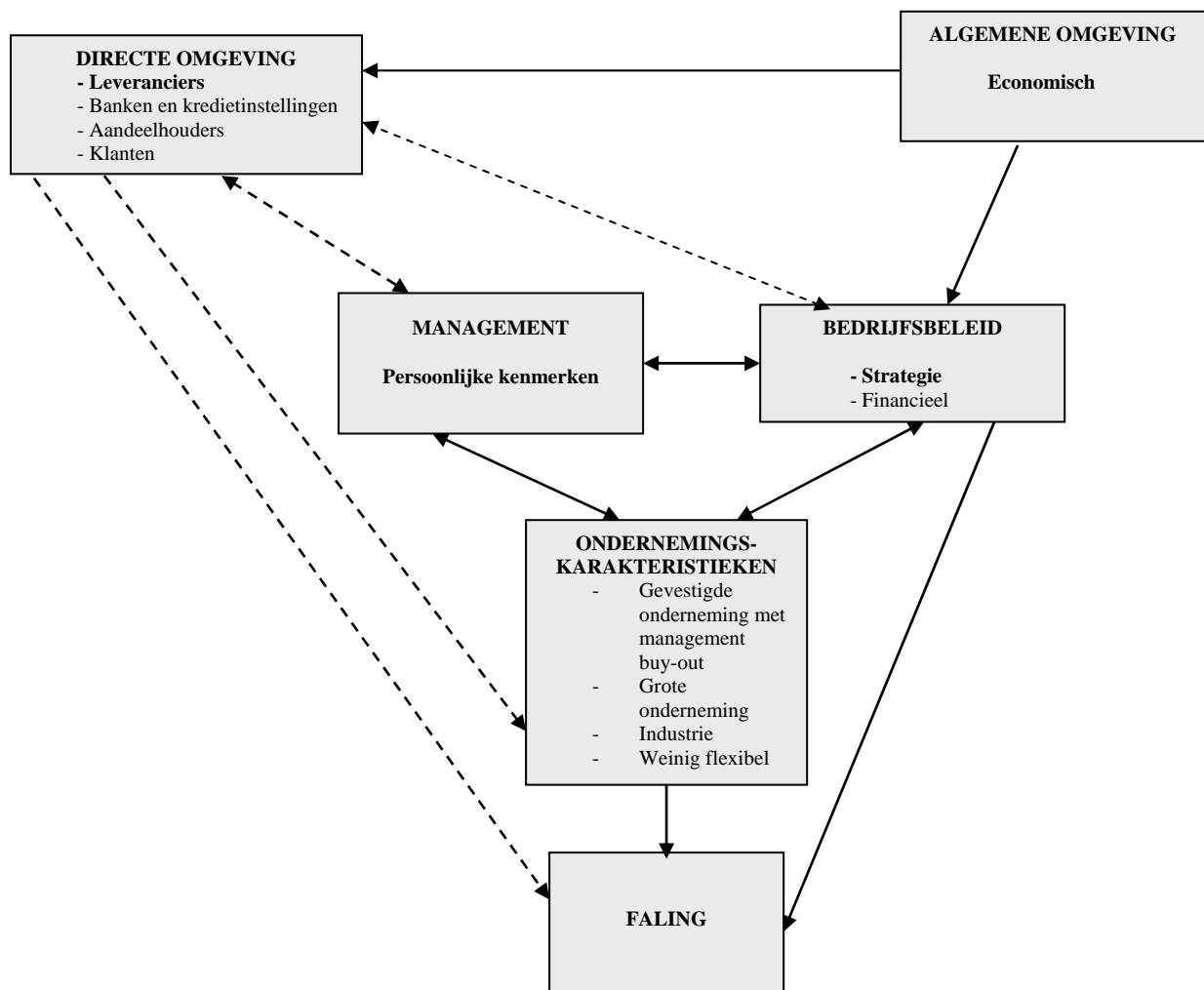
De belangrijkste falingsoorzaken zijn duidelijk bij het management en hun bedrijfsbeleid terug te vinden. Hoewel er van gebrek aan ervaring en motivatie geen sprake was, hebben een aantal persoonlijke kenmerken van het management een belangrijke rol gespeeld in het falingsproces. Vooral de onophoudelijke drang om te groeien, heeft geleid tot een lange reeks van soms onvoldoende doordachte overnames. Andere ondernemingen overnemen werd voor het management eerder een doel op zich. Bovendien werd er steeds weer op de meest positieve manier naar de toekomst gekeken. Er was enkel sprake van positieve scenario's. Behalve nieuwe kapitaalverhogingen was het voor het bestuur dan ook niet nodig om herstructureringsacties te ondernemen. Slechte resultaten werden als éénmalig beschouwd of werden verklaard aan de hand van stijgende grondstoffenprijzen.

De vele, vaak onvoldoende doordachte overnames vormen dé grote beleidsfout van onderneming B. Zelfs toen er reeds financiële problemen waren, werd er verder gegaan met de acquisities.

De managementstructuur groeide intussen niet mee en men slaagde er steeds minder in om voldoende geïnformeerd te blijven over alle activiteiten in dochterondernemingen.

Het management van onderneming B heeft zich ook onvoldoende flexibel opgesteld. Na de eerste moeilijkheden werd de overnamereeks toch verdergezet. Pas toen de problemen zeer groot werden, zocht men een uitweg via een kapitaalverhoging. Op dat ogenblik waren de investeerders echter niet meer geïnteresseerd en bleef enkel het gerechtelijk akkoord als oplossing mogelijk.

*Figuur 7: Het conceptueel falingsmodel van Ooghe en Waeyaert, toegepast op onderneming B*



## BRONNEN

Argenti J., 1976, Corporate collapse: the causes and symptoms, McGraw-Hill, London, 193 blz.

Databank Belgisch Staatsblad: [http://www.just.fgov.be/index\\_nl.htm](http://www.just.fgov.be/index_nl.htm)

Faillissementsdossier van Onderneming B, Griffie van de Rechtbank van Koophandel, Turnhout.

Ferreira L.D. en Merchant K.A., 1992, Field research in management accounting and control: a review and evaluation, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 5, no. 4, blz. 3-34.

Jaarrekeningen van Onderneming B, 31/12/1998, 31/12/1999, 31/12/2000 en 31/12/2001.

Ooghe H., Collewaert V. en Vandermoere P., De financiële toestand van de Belgische ondernemingen 2004, Intersentia, Antwerpen, 103 blz.

Ooghe H. en Waeyaert N., 2004, Oorzaken van falen: literatuuroverzicht en conceptueel verklaringsmodel, Economisch en Sociaal Tijdschrift, jg. 57, nr. 4, februari 2004, blz. 367-393.

Otley D.T., 1999, Performance management: a framework for management control systems research, Management Accounting Research, vol. 10, blz. 367-393.

Yin R.K., 1994, Case Study Research: Design and Methods, Sage Publications, London, 171 blz.

**Bijlage: Checklist van mogelijke falingsoorzaken op basis van Ooghe H. en Waeyaert N., 2003**

**EXTERNE OORZAKEN**

A. De algemene omgeving of de macro-(economische) factoren

- Was er de voorbije jaren sprake van een duidelijk versterkte concurrentie vanuit het buitenland?
- Waren er de voorbije jaren politieke veranderingen die een significante invloed hadden op de werking van de onderneming (specifieke belastingen, heffingen en wetten die gevolgen hadden voor de onderneming)?
- Was er sprake van een algemene economische verandering zoals een devaluatie, een monetaire crisis?
- Had de onderneming problemen door de invoering van de euro?
- Kreeg de onderneming moeilijkheden ten gevolge van wijzigingen in de bevolkingssamenstelling?
- Waren algemene technologische veranderingen aanleiding van de problemen?  
Zo ja, heeft de onderneming hier dan onvoldoende op ingespeeld?
- Kreeg de onderneming te maken met een sterke stijging van de grondstoffen- en/of energieprijzen?
- Ontstonden er moeilijkheden doordat de verkoopprijzen niet konden aangepast worden aan de hoge inflatie?

B. De directe omgeving of de partners van de onderneming

- Kende de vraag vanwege de klanten een duidelijke vermindering?
- Traden er aanzienlijke verliezen op ten gevolge van dubieuze debiteuren?  
Zo ja, had de onderneming voldoende informatie ingewonnen over de kredietwaardigheid van de klanten? Was de onderneming verzekerd tegen slechte betalers?
- Was het wegvallen van één of enkele belangrijke leveranciers de oorzaak van moeilijkheden binnen de onderneming?
- Kreeg de onderneming er rechtstreekse concurrenten bij?

- Had de onderneming moeite om extra financiële middelen te bekomen?  
Zo ja, wat was de reden van deze moeilijkheden?
- Kreeg de onderneming te maken met problemen ten gevolge van
  - invoerbeperkingen
  - vertraging van betaling door openbare besturen
  - prijsreguleringen
  - wetten op loon- en arbeidsduur
  - specifieke milieuwetten
- Was er sprake van overdreven sociale lasten/fiscale druk?
- Kreeg de onderneming moeilijkheden met andere belanghebbenden, zoals milieubewegingen, dierenrechtenorganisaties, vakbonden,...?
- Is de faling van de onderneming te wijten aan overmacht, zoals
  - brand
  - natuurramp
  - diefstal en oplichting
  - machinebreuk
  - overlijden van de ondernemer
  - onteigening

Zo ja, was de onderneming hier dan niet tegen verzekerd?

Zo neen, waarom niet?

## **INTERNE OORZAKEN**

### A. De kwaliteiten, vaardigheden en motivatie van het management

- Welke opleiding heeft de bedrijfsleider genoten?
- Hoeveel jaar ervaring heeft de bedrijfsleider reeds?
  
- Gaat het om een startende onderneming?

Zo ja: heeft de bedrijfsleider de onderneming alleen opgestart of is hij hierin bijgestaan door adviseurs of mensen die professionele hulp kunnen bieden?

- Kende de onderneming vroeger wél succes?

Zo ja: heeft de bedrijfsleider veranderingen doorgevoerd toen de zaken minder goed begonnen te gaan? Heeft het management zichzelf en de strategie van de onderneming in vraag gesteld? Is er niet te snel naar externe, voorbijgaande factoren verwezen?

- Was de bedrijfsleider voldoende op de hoogte gebracht van alles wat verkeerd is gegaan in de onderneming? Werd het slechte nieuws niet gezuiverd uit schrik voor de reactie van de bedrijfsleider?
- Indien de onderneming beursgenoteerd was: streefde de bedrijfsleiding niet te veel naar het behagen van de beursanalisten in plaats van naar de onderneming zelf te kijken?
- Deed de onderneming op een systematische wijze aan planning? Zowel operationeel als financieel?
- Kwam er een snelle reactie toen bleek dat de onderneming moeilijkheden kende of werd er eerder afwachtend gereageerd?

## B. Het bedrijfsbeleid

- Werden er investeringen gedaan waarbij achteraf bleek dat:
  - de kost hoger lag de verwacht,
  - er technische aanpassingsproblemen ontstonden,
  - er organisatorische aanpassingsproblemen ontstonden,
  - de investering nutteloos was in vergelijking met de vraag,
  - de investering niet de nodige resultaten opleverde?
- Heeft de onderneming voldoende geïnvesteerd om competitief te blijven?
- Was de onderneming sterk groeiend?

Zo ja, kon de onderneming deze groei voldoende financieren?

- Is de onderneming afgestapt van haar kernactiviteiten?

Zo ja, in hoeverre waren deze kernactiviteiten nog prioritair? Werden de nodige relaties met klanten en leveranciers voldoende onderhouden?

- Is er iets misgelopen ten gevolge van een overname

- waarbij een onderneming werd overgenomen met een zwakke concurrentiële positie,
  - waarvoor een te hoog bedrag werd betaald,
  - waarbij de overgenomen onderneming niet geïntegreerd werd?
- Werden markten betreden zonder deze vooraf voldoende te verkennen?
  - Werd er voldoende aan marktonderzoek gedaan?
  - Was het verkoopsteam voldoende gemotiveerd?
  - Werd er op een efficiënte wijze publiciteit gemaakt?
  - Heeft de onderneming langlopende contracten afgesloten met klanten tegen vaste prijzen?
  - Was de onderneming op een goede plaats gevestigd waardoor ze niet te veel wordt afgesloten van haar productiefactoren, leveranciers, klanten en andere belanghebbenden?
  - Kende de onderneming regelmatig opvallende onderbrekingen in de productieketting?
  - Had de onderneming grote voorraden? Roteerden de voorraden voldoende?
  - Waren de voorraden van de onderneming groot genoeg om aan de vraag te voldoen?
  - Verliepen de relaties met het personeel goed? Zijn er stakingen of onrusten geweest?
  - Was het personeel voldoende getraind voor zijn taken?
  - Waren er voldoende stimuli om het personeel te motiveren?
  - Waren er in de onderneming niet te veel werknemers waardoor de loonkosten overdreven hoog lagen?
  - Zijn er de voorbije jaren belangrijke werknemers uit de onderneming vertrokken?
  - Werden boekhoudkundige resultaten ook gebruikt als beleidsinstrument of beperkte de onderneming zich tot een jaarlijks vervullen van deze verplichte taak?
  - Werden cijfers in de boekhouding zodanig gemanipuleerd dat negatieve resultaten verborgen bleven?
  - Gebeurde er in de onderneming een nacalculatie van de kostprijzen?
  - Kende de onderneming de kostprijs van elk product/dienst?
  - Verliep de circulatie van boekhoudkundige en financiële informatie in de onderneming op een vlotte manier?
  - Verliep de communicatie binnen de onderneming goed?
  - Werden er activa in de onderneming onbenut gelaten?

- Ingeval het een startende onderneming betreft: was er voldoende startkapitaal in de onderneming aanwezig en is dit goed aangewend? Werd het grootste deel van het eigen vermogen zelf ingebracht? Werden vrienden of familieleden aangesproken?
- Werden bij de startende onderneming de financiële behoeften goed ingeschat? Werd er rekening gehouden met de nodige werkingskosten en met de financiering van de beginvoorraad?
- Heeft de onderneming in te grote mate beroep gedaan op vreemd vermogen waardoor het moeilijk werd intrestlasten en aflossingen te voldoen?
- Waren er conflictsituaties tussen aandeelhouders, Raad van bestuur en/of management?
- Werd er binnen het bestuur te veel gedacht aan eigenbelang in plaats van ondernemingsbelang?
- Is de bedrijfsleider opgevolgd tijdens de laatste jaren?  
Zo ja, door wie en was deze opvolger voldoende bekwaam en gemotiveerd?
- Is de onderneming in moeilijkheden gekomen door een echtscheiding of door andere familiale problemen?
- Was er sprake van fraude in de onderneming?