

# OORZAKEN VAN FALING: EEN GEVALLENSTUDIE VAN EEN GROTE EN GEVESTIGDE DIENSTENONDERNEMING F \*

Hubert Ooghe <sup>1</sup>

Nick Waeyaert <sup>2</sup>

Sofie De Prijcker <sup>2</sup>

Aangepaste versie  
1 maart 2006



---

\* 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), [sofie.deprijcker@ugent.be](mailto:sofie.deprijcker@ugent.be)

## Inhoudsopgave

Inhoudsopgave.....	2
1. Inleiding.....	3
2. Historiek van onderneming F.....	6
3. Financiële analyse, FiTo-meter en FiTo-kompas.....	18
4. Analyse van de falingsoorzaken .....	22
A. De algemene omgeving of macro-(economische) factoren.....	22
B. De directe omgeving of de partners van de onderneming.....	22
C. De kwaliteiten, vaardigheden en motivatie van het management.....	23
D. Bedrijfsbeleid.....	24
5. Het falingspad van onderneming F.....	27
6. Samenvatting.....	31
Bronnen.....	33
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 beleidlijnen die de economische groei bevorderen en ondernemerschap stimuleren en (2) het informeren van elke onderneming of instelling over het onderwerp ondernemerschap, ondernemingen en innovatie.

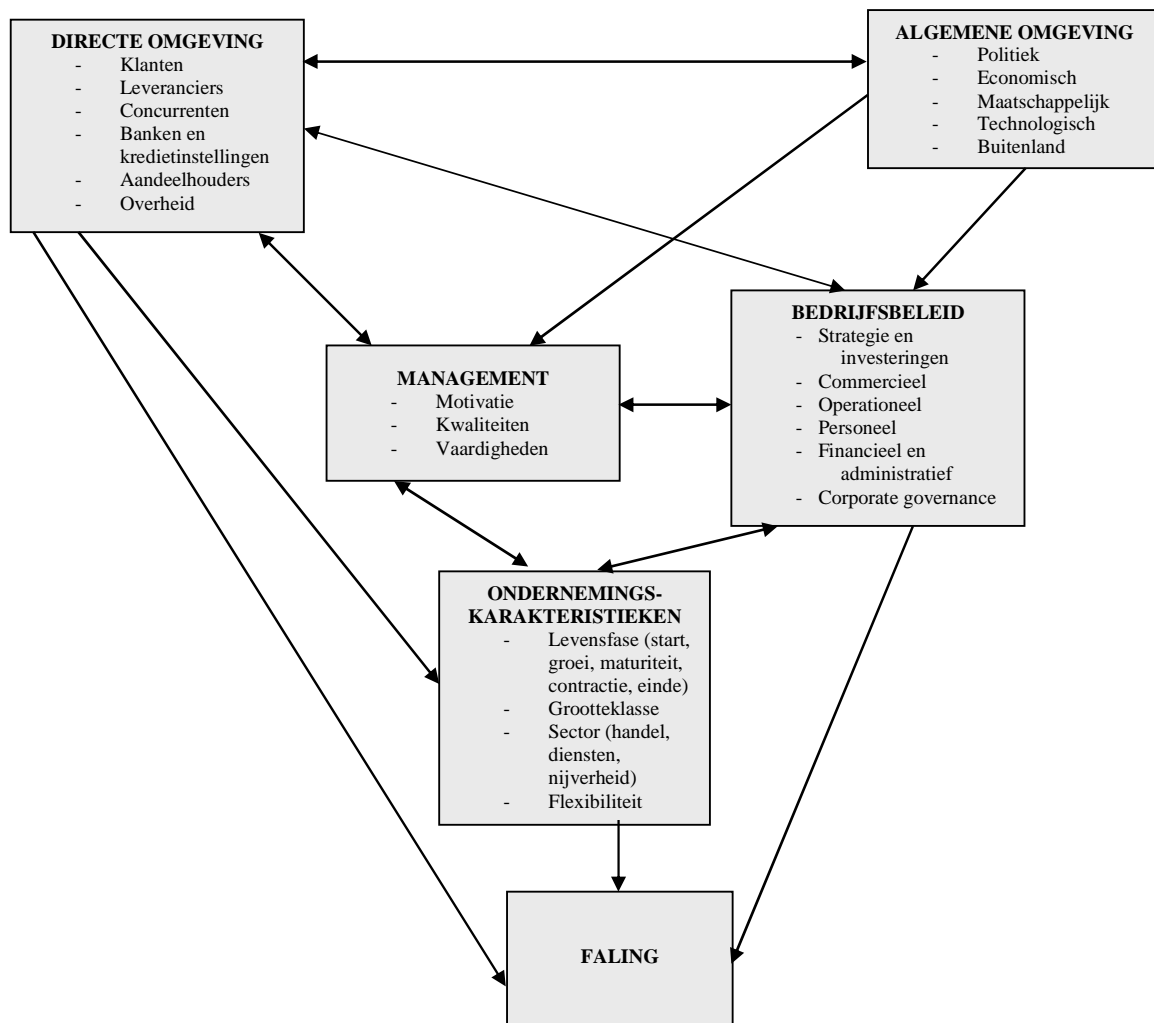
Het doel van het onderzoeksproject “Oorzaken van faling”, dat in het kader van het Steunpunt wordt uitgevoerd, is de fundamentele oorzaken te identificeren die leiden tot het falen van een onderneming. Daarbij aansluitend wordt onderzocht op welke manier en via welke weg deze fundamentele oorzaken leiden 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 het 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	<b>F</b>	G	H
HANDEL	I	J	K	L

In deze paper wordt een grote en gevestigde dienstenonderneming, onderneming F, bestudeerd.

## 2. Historiek van onderneming F<sup>3</sup>

Onderneming F werd opgericht in 1986. De twee oprichters hadden reeds ervaring in het management van een softwarebedrijf, maar kwamen op eigen benen te staan toen een geplande management buy out in die onderneming niet doorging. Onderneming F specialiseerde zich in het uitwerken van softwareoplossingen. Het ging hierbij zowel om maatwerk als om medewerking in totaaloplossingen van grote internationale softwaregroepen. In plaats van zich te richten op nichemarkten, zocht onderneming F de concurrentie op door zich voornamelijk te richten op de markt van de applicatieontwikkelingen. Daarbij stond een erg nauwe samenwerking met de klant voorop.

Nog geen jaar later werd met inbreng van risicokapitaal reeds een eerste dochteronderneming opgericht. De groei was aanzienlijk. In 1987 bedroeg de omzet 2,5 miljoen euro en telde het bedrijf 50 werknemers. In 1989 was dat al meer dan 7,5 miljoen euro met 125 werknemers. Onderneming F bood IT oplossingen voor onderhoudsmanagement, kwaliteitscontrole, financieel management, logistieke ondersteuning en productieplanning.

In amper vijf jaar tijd groeide onderneming F uit tot één van de grootste Belgische softwarehuizen met acht dochterbedrijven die elk in een specifiek segment van de computersector actief waren.

Begin 1997 werd aangekondigd dat onderneming F 38 procent van het bestaand aandelenkapitaal (ongeveer 450 000 aandelen) zou introduceren op de beurs van Brussel. Bedoeling hiervan was het verhogen van de visibiliteit en het benadrukken van het Belgische karakter van de onderneming. Via werknemersparticipaties wilde men ook het personeelsverloop, dat kon optreden ten gevolge van de schaarste aan informatici op de markt, beperken. De personeelskosten van onderneming F vormden zowat de helft van de totale kosten. De naambekendheid door de beursintroductie moest het makkelijker maken mensen te houden of aan te trekken zonder opwaartse druk op de lonen. Bij de beursintroductie werden de aangeboden aandelen meer dan twaalf keer overschreven. Zowel institutionele als particuliere beleggers toonden interesse. Op de eerste beursdag, 10 juni 1997, kwam de

---

<sup>3</sup> De historiek is gebaseerd op persartikels o.m. uit De Tijd (1 juli 1998, 16 september 2000, 13 oktober 2000, 5 april 2001, 22 augustus 2003, 11 oktober 2003, 8 april 2004 en 31 december 2004), De Standaard (27 november 1999, 18 april 2001, 26 februari 2005, 1 september 2005, 10 januari 2006 en 23 februari 2006), Trends (4 maart 1999), interviews (cf. bronnen), de Belfirst-dvd van Bureau van Dijk, de jaarrekeningen van onderneming F (1999 t.e.m. 2004).

theoretische evenwichtskoers 46 procent hoger uit dan de introductieprijs van 37,2 euro. Deze niet aanvaardbare evenwichtskoers leidde tot een stopzetting van de handel van het aandeel. De handel werd de dag erna hervat aan 50,7 euro per aandeel.

Voor 1998 wilde onderneming F twee paden bewandelen. Enerzijds streefde het management naar een snellere interne groei door het bedrijf op te splitsen naar industriesectoren. Anderzijds wilde men ook verder werk maken van externe groei door participaties en overnames. Dit laatste leidde eind 1997 reeds tot drie participaties. Het streefdoel was het bereiken van een omzet van minstens 62 miljoen euro in 1999 en zelfs meer dan 125 miljoen euro twee jaar later.

In de loop van 1998 werd dit streefdoel zelfs nog verhoogd: zowel voor omzet als voor operationele en courante winst, verwachtte het management een jaarlijkse groei van zowat 50 procent. Om nieuwe overnames te financieren, kwamen er één jaar na de beursintroductie twee nieuwe kapitaaloperaties: enerzijds een kapitaalverhoging van zowat 15,5 miljoen euro en anderzijds werden achtergestelde automatisch converteerbare obligaties uitgegeven ten belope van 27,4 miljoen euro. De aandelenkoers was intussen met meer dan 1 000 procent gestegen.

Gedurende 1998 werden meerderheidsparticipaties genomen in tien bedrijven. Hiervoor werd meer dan 50 miljoen euro geïnvesteerd in externe groei. Onderneming F realiseerde met deze participaties onder meer een doorbraak in Frankrijk en de Verenigde Staten. Het aantal medewerkers van de groep werd zo opgedreven tot ongeveer 1 650. Bij de eerste acht participaties werd steeds hetzelfde principe gehanteerd: een meerderheidsparticipatie van 51 procent en een optie op 100 procent, tegen een prijs die afhankelijk was van de resultaten van het overgenomen bedrijf. Bedoeling hiervan was een win-winsituatie te creëren: de overnameregeling voor het resterende aandelenpakket in de partnerbedrijven moedigde het management immers aan om te blijven presteren. De laatste twee participaties werden met schulden gefinancierd, aangezien het eerder opgehaalde kapitaal opnieuw opgesoupeerd was.

Tabellen 2 en 3 geven de kerncijfers van onderneming F weer voor de laatste zeven (niet geconsolideerd) en vijf (geconsolideerd) beschikbare jaarrekeningen.

Tabel 2: Kerncijfers van onderneming F op basis van de laatste 7 beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)

	31/12/'98	31/12/'99	31/12/'00	31/12/'01	31/12/'02	31/12/'03	31/12/'04
Omzet (000 EUR)	41 007	49 482	56 201	60 026	110 773	103 663	77.777
Toegevoegde waarde (000 EUR)	27 928	33 144	37 633	39 586	63 723	55 968	48.761
Personeelskosten (000 EUR)	18 906	24 620	27 873	31 956	57 338	57 938	49.181
Gemiddeld aantal werknemers (voltijdse equivalenten)	367	466	494	547	915	966	807
Uitgebreide cashflow na belastingen (000 EUR)	6 887	3 559	-267 217	-24 465	-87 611	-45 791	-23.883
Winst/Verlies van het boekjaar (000 EUR)	6 410	-2 904	-268 002	-25 281	-92 645	-53 158	-29.015
Totaal actief (000 EUR)	90 919	357 982	223 232	247 342	181 622	120 123	84.504
Eigen vermogen (000 EUR)	25 597	130 091	-66 334	-40 754	-121 197	-174 424	-46.108

Tabel 3: Kerncijfers van onderneming F op basis van de laatste 5 beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)

	31/12/'00	31/12/'01	31/12/'02	31/12/'03	31/12/'04
Omzet (000 EUR)	239 520	208 640	179 630	166 882	133.137
Toegevoegde waarde (000 EUR)	147 411	124 485	110 181	98 600	82.988
Personeelskosten (000 EUR)	132 583	98 088	93 861	93 330	79.051
Gemiddeld aantal werknemers (voltijdse equivalenten)	2 318	1 750	1 664	1 505	1.321
Uitgebreide cashflow na belastingen (000 EUR)	-277 683	-4 637	-73 470	-53 727	-30.854
Winst/Verlies van het boekjaar (000 EUR)	-284 168	-7 782	-76.208	-55 928	-32.520
Totaal actief (000 EUR)	266 931	274 463	205 279	139 749	104.804
Eigen vermogen (000 EUR)	-68 012	-39 335	-104 618	-160 733	-36.825

Aangezien er begin 1999 vier nieuwe overnames gepland waren, waaronder één in Singapore, moest er in maart een nieuwe kapitaalverhoging van 100 miljoen euro komen. Acquisities moesten het aanbod verder vervolledigen, nieuwe landen aanboren en een distributienetwerk voor eigen producten openen.

Een vijfde overname in 1999 kwam er einde april. Onderneming F betaalde toen 176 miljoen euro voor de overname van het Amerikaanse informaticabedrijf TT. Het ging om haar grootste overname ooit. Eén vierde werd betaald met eigen middelen en drie vierden met vreemd vermogen. TT was een bedrijf met 660 werknemers en was een sterke IT-speler in industriële sectoren. De omzet van onderneming F zou aanzienlijk dollargevoeliger worden aangezien de proportie omzet uit de VS zou stijgen van 21 procent naar 40 tot 45 procent.

Al gauw bleek de overname echter niet te verlopen zoals gehoopt: het bedrijf werd overgenomen net voor de markt instortte in verband met de millenniumbug. Slechts de helft van de in de VS vooropgestelde omzet en winst werd effectief gerealiseerd.

Toch werden halfweg 1999 de winstdoelstellingen nogmaals verhoogd. Waar er eerder sprake was van 50 procent, verwachtte de onderneming nu een toename met minstens 75 procent. De overnamestrategie ging verder. Op het einde van dat jaar moesten deze verwachtingen door een groeivertraging in de Verenigde Staten echter terug verlaagd worden tot een groei van de bedrijfswinst van 60 procent. Vóór deze winstwaarschuwing was de beurskoers van het bedrijf echter reeds gehalveerd (sinds februari 1999). Beursanalisten spraken dan ook meteen van inside trading, vooral omdat het aandeel na de winstwaarschuwing nog nauwelijks afgestraft werd. De lagere beurskoers maakte ook nieuwe kapitaalverhogingen, die nodig waren voor de externe groei van onderneming F, moeilijker. De overnamestrategie dreigde vast te lopen. Prompt werd een nieuwe adjunct-algemeen directeur aangeworven.

Begin 2000 startte de beurs van Brussel een onderzoek naar de mogelijke handel met voorkennis bij onderneming F. Ondanks de moeilijke periode, nam de onderneming zowat tegelijkertijd een belang van 65 procent in een Britse leverancier van informaticadiensten. Bovendien hield het management vast aan een verwachte stijging van de bedrijfswinst met 50 à 60 procent. Een nieuwe kapitaalverhoging, met als doel de schuld te herschikken en de deelnemingen in goed lopende bedrijven te verhogen, werd bovendien niet uitgesloten. Hiervoor moesten de vestigingen in de VS opnieuw winstgevend worden. Gedurende de eerste helft van 2000 werden daarvoor de nodige herstructureringen doorgevoerd. Daarnaast werden een aantal nieuwe projecten opgestart en een aantal deelnemingen in andere ondernemingen verhoogd.

Halfweg 2000 bleek echter dat een nieuwe kapitaalverhoging gezien de marktomstandigheden niet evident was. Om de geplande uitbreiding in Nederland te realiseren, was een kapitaalverhoging van 100 tot 200 miljoen euro nodig. Wegens de sterk gedaalde beurskoers kon deze echter niet doorgaan. Onderneming F moest intussen echter nog een kortetermijnschuld van 60 miljoen euro terugbetalen aan de banken. Een akkoord over een schuldherschikking, waarbij korte termijnschuld werd omgezet in lange termijnschuld, werd bereikt. De schuldherschikking moest het bedrijf in staat stellen om de financiële schulden op termijn af te bouwen en de interne groei te financieren dankzij de verwachte vrije cashflow. De terugval van onderneming F was echter ook deels een marktgegeven. De opgang van e-commerce leidde immers tot een groeivertraging in de markt van de software voor bedrijfsbeheer (Enterprise Resource Planning). Bedrijven namen een eerder afwachtende houding aan en stelden software-investeringen uit. De omzet van onderneming F was in de eerste helft van 2000 dan ook nauwelijks gestegen. De nettogroepswinst daalde zelfs van 3,1 tot 0,6 miljoen euro. Volgens de voorzitter van de Raad van Bestuur van F was de situatie in de VS nu wel onder controle en zou de bedrijfswinst op jaarbasis toch nog met 35 procent groeien. De beleggers, die meer verwachtten van een groeiaandeel, reageerden teleurgesteld. De beurskoers van onderneming F kreeg opnieuw klappen, temeer omdat een aantal beursanalisten spraken over het feit dat mogelijk 'creatieve' boekhoudtechnieken waren toegepast. De EBIT van de groep was immers wel verbeterd, maar dit kon alleen omdat er een terugname van provisies ter waarde van 14,2 miljoen euro in het operationele resultaat was meegerekend. Op een maand tijd verloor de IT-groep dan ook zowat de helft van haar beurswaarde.

De slechte prestaties op de financiële markten maakten een kapitaalverhoging dus onmogelijk. Enkel autonome groei zou voortaan nog mogelijk zijn. Er was immers reeds een totale schuldenlast van 270 miljoen euro (200 miljoen ten gevolge van de overname van TT en 70 miljoen om de minderheidsbelangen uit te kopen in vroeger opgenomen bedrijven, wat overeenkwam met 180 procent van het eigen vermogen. Eind november 2000 moest hiervan 60 miljoen euro terugbetaald worden. De bedrijfsleiding moest voor de tweede maal samenzitten met de banken voor een schuldherschikking. Het geloof in de voorzitter van de Raad van Bestuur was, door de fouten in het verleden, intussen echter klein geworden. De resultaten van de eerste helft van 2000 werden bovendien door de Commissie voor Bank- en Financien in vraag gesteld. Er zou immers voor 7,6 miljoen dollar bijkomende herstructureringskosten bij de Amerikaanse dochter TT, waar onderneming F nog slechts 20

procent van de oorspronkelijke klanten overhield, uit de resultatenrekening gehouden zijn. Zo werd vermeden dat er een nettoverlies geboekt moest worden. De kosten werden daarentegen wel als 'goodwill' geboekt op de balans. De totale goodwill van onderneming F in de VS bedroeg inmiddels reeds 100 miljoen euro. Indien de problemen bij TT niet opgelost raakten, zou F de dochteronderneming TT van de hand moeten doen en die 100 miljoen moeten afboeken van een eigen vermogen van iets meer dan 140 miljoen euro.

De beurskoers zat de tweede helft van 2000 dan ook in een continue neerwaartse spiraal. De verkooporders ten gevolge van de negatieve berichten hielden niet op. In oktober moest onderneming F ook de halfjaarresultaten herzien. Er kwam een verplichting om de 7,6 miljoen dollar die eerder werd geboekt als overnamegoodwill, als kost in de resultatenrekening te verwerken. Het vertrouwen in de onderneming verdween volledig.

Eind januari 2001 stond de voorzitter van de raad van bestuur de dagelijkse leiding van onderneming F af. Voorheen combineerde hij de titels van voorzitter en gedelegeerd bestuurder. Zijn positie was echter onhoudbaar geworden. De raad van bestuur besliste unaniem dat de adjunct-algemeen directeur de taak van CEO zou overnemen. Deze slaagde er vrijwel meteen in om banken en schuldeisers even af te houden. Zelfs met de RSZ bereikte hij een akkoord. Intussen was er ook een intentieverklaring ondertekend door een Zweeds-Zwitserse groep om 55 procent van TT, dat had geleid tot een negatief eigen vermogen van 44 miljoen euro op geconsolideerd niveau, over te kopen. Deze verkoop werd beschouwd als een laatste mogelijkheid om ook de schuldenberg van 225 miljoen euro te beginnen afbouwen. De nieuwe gedelegeerd bestuurder rekende bovendien op een groei van omzet en bedrijfswinst met 7 procent in 2001.

Begin april 2001 raakte echter bekend dat de Zweeds-Zwitserse groep niet langer geneigd was een belang van 55 procent te nemen in TT. Dit definitief afhaken leidde tot het noodzakelijk afboeken van meer dan 37 miljoen euro op niet-geconsolideerd niveau. Onderneming F had immers zo goed als geen alternatieven voor TT. De jaarrekening van 2000 werd herzien. Het niet-geconsolideerde eigen vermogen werd gewijzigd van een positieve 5,44 miljoen euro naar een negatieve 66,33 miljoen euro. Op geconsolideerd niveau werd het eigen vermogen nog negatiever.

De virtueel failliete onderneming besloot om zich terug te plooiën op haar kernactiviteiten en de organisatiestructuur te verbeteren. De groep trok zich terug uit het Verenigd Koninkrijk.

Een aantal belangen in andere ondernemingen werden verkocht, een aantal verhoogd. Uiteindelijk zouden slechts 10 ondernemingen overblijven van de 22 bedrijven die onderneming F overgenomen had. In twee weken tijd werden hiervoor alle dochters doorgelicht door een ploeg van 27 consultants. Behalve door het verkopen van filialen, werd ook op andere manieren gestreefd naar het binnenhalen van zo veel mogelijk liquiditeiten. Het aantal dagen klantenkrediet bedroeg aan het eind van het jaar 2000 immers 143, wat een stuk hoger was dan het sectorgemiddelde van 107. Een speciaal Engels team werd ingezet om dit aantal dagen te herleiden zonder conflicten te creëren met de verkoop. Handelsschulden werden ook zo veel mogelijk in aandelen omgezet. De houders van de automatisch converteerbare obligaties kregen van onderneming F te horen dat ze een aantal jaar geen rentebetaling zouden ontvangen. Na de nodige onderhandelingen gingen zij akkoord met een couponbetaling in de vorm van aandelen.

De cijfers van het eerste kwartaal 2001 waren intussen bemoedigend. Onderneming F, dat zich enkel nog op de winstgevende Europese activiteiten richtte, boekte een stijging van de bedrijfswinst met 11 procent en van de omzet met 8,8 procent. De halfjaarresultaten bleven echter ondermaats. In de eerste zes maanden van 2001 werd een nettoverlies van 32 miljoen euro geleden, voornamelijk ten gevolge van zware rentebetalingen. Er was ook een aanzienlijk uitzonderlijk verlies ten gevolge van versnelde afschrijvingen en de verkoop van niet-strategische deelnemingen. De vroegere gedelegeerd bestuurder verdween nu ook als voorzitter en bestuurder en zou zich enkel nog met een aantal commerciële taken inlaten.

In oktober 2001 kwam er een nieuwe schuldherschikking. De vijf bankiers van onderneming F gingen akkoord met een kwijtschelding van schulden voor 24,8 miljoen euro. De overige 193 miljoen schulden werden enerzijds omgezet in een achtergestelde lening van 99 miljoen euro met een looptijd van tien jaar, waarvan de eerste vijf jaar interestloos, en een lening van 94 miljoen euro, terug te betalen over 12 jaar. Dankzij de schuldherschikking zouden de financiële kosten vanaf de tweede jaarhelft van 2001 halveren. De softwaregroep verwachtte dan ook weer nettowinst te kunnen boeken. Keerzijde was dat er in 2001 8,3 miljoen nieuwe aandelen gecreëerd waren, voornamelijk voor het uitkopen van minderheidsbelangen. Het aantal aandelen was hierdoor gestegen van 15,95 miljoen naar 24,24 miljoen aandelen.

Hoopgevend was dat de operationele activiteiten op peil bleven. Zowel de werknemers als de klanten bleven de onderneming trouw.

Uiteindelijk haalde onderneming F voor 2001 een geconsolideerde omzet van 208,6 miljoen euro bij een nettoverlies van 7,8 miljoen euro. De bedrijfswinst kwam uit op 20,1 miljoen euro. Het negatieve eigen vermogen werd voor een groot deel aangezuiverd.

2002 werd een minder turbulent jaar. De dochterondernemingen werden verder geïntegreerd en er kwam regelmatig een kleine kapitaalverhoging. Er werden nog eens twee dochterondernemingen verkocht. Uiteindelijk smolten alle overige dochters samen tot één juridische entiteit. De nieuwe onderneming F werd uitgebouwd rond vier operationele divisies: banken en verzekeringen, manufacturing en maintenance, business en government en retail. In oktober werd een einde gemaakt aan de adviserende functie die de vroegere gedelegeerd bestuurder nog had. Hierdoor bleef hij enkel nog referentieaandeelhouder, met een belang van 27,75 procent.

Uiteindelijk werd in 2002 een geconsolideerd nettoverlies van 76,2 miljoen euro geboekt. De directie had immers beslist de goodwill die in het verleden werd betaald voor acquisities, opnieuw te evalueren volgens de toekomstige bijdrage van de overgenomen bedrijven tot de kasstroom. Er kwam een uitzonderlijke afwaardering van 53,8 miljoen euro, wat resulteerde in 69,6 miljoen euro uitzonderlijke kosten. De groepsomzet daalde met 14 procent tot 179,6 miljoen euro. Die daling was onder meer te wijten aan de verkoop van niet-kernactiviteiten. Het eigen vermogen werd opnieuw 104,6 miljoen euro negatief.

Onderneming F begon 2003 met twee kapitaalverhogingen via inbrengen in natura. Op basis van de cijfers van het eerste kwartaal van 2003, hield de onderneming voor dat jaar rekening met een stabiele omzet en bedrijfswinst. Om op lange termijn opnieuw voor voldoende groei te kunnen zorgen en meer geld te kunnen besteden aan de ontwikkeling van producten en diensten, moest meer cashflow vrijgemaakt worden. Daarom startte onderneming F in juli 2003 met nieuwe onderhandelingen over een herschikking van schulden. Tegenvallende halfjaarresultaten leidden er echter toe dat onderneming F haar voorspellingen voor het boekjaar 2003 moest herzien. De geconsolideerde omzet daalde namelijk in de eerste 6 maanden van 2003 met 4,1 miljoen euro en het nettoverlies liep op tot 5,2 miljoen euro (tegenover een verlies van 3,5 miljoen euro in 2002). Onderneming F ondervond net als haar sectorgenoten forse hinder van de zwakke economie, waardoor grote klanten uit de industrie en de financiële wereld hun investeringen in informatica uitstelden.

In oktober 2003 voerden de referentieaandeelhouders van onderneming F, onder wie de vroegere gedelegeerd bestuurder, een machtsgreep uit. De aandeelhouders, die samen 51,8

procent in hun bezit hadden, wilden een nieuwe raad van bestuur samenstellen. Ze gingen op zoek naar een industriële partner om de banken uit te kopen en daarna meerderheidsaandeelhouder te worden. Zij kwamen op tegen een nieuwe schuldherschikking van 198 miljoen euro. Deze zou immers hun belang sterk doen verwateren. Als tegenreactie diende onderneming F een burgerlijke vordering en een strafklacht in tegen de vroegere gedelegeerd bestuurder wegens misbruik van vennootschapsgoederen, voor een bedrag van 26 miljoen euro.

Onderneming F bereikte enkele dagen later een nieuw raamakkoord met de banken. Van de 198 miljoen euro schulden werd 99 miljoen kwijtgescholden. Ongeveer 65 miljoen zou worden terugbetaald binnen een termijn van tien jaar. De resterende 34 miljoen werd omgezet in aandelen. De banken stelden hierbij, aan de hand van een managementclausule, als voorwaarde dat het huidige management aan de macht zou blijven. Het akkoord moest evenwel nog goedgekeurd worden op de aandeelhoudersvergadering. De referentieaandeelhouders, die over een meerderheid beschikten, konden het akkoord dus nog ondermijnen. In dat geval was een faillissement onvermijdelijk. Een aantal klanten haakten reeds af en een aantal leveranciers stonden niet langer krediet toe.

Door deze machtsgreep werd het raamakkoord tussen onderneming F en de banken eind oktober 2003 nog gewijzigd. Er kwam geen converteerbare lening, maar de 35 miljoen schulden werden meteen omgezet in aandelen. Op die manier hadden de banken ineens 76 procent van de aandelen in handen. Het belang van de referentieaandeelhouders verwaterde hierdoor tot iets meer dan 12 procent.

Begin november 2003 werd het syndicaat van referentieaandeelhouders opgeheven. Ze vonden het niet zinvol de gesprekken met de banken verder te dwarsbomen. In ruil kregen zij twee plaatsen in de raad van bestuur. Bovendien waren een aantal aandeelhouders reeds van kamp veranderd. De vroeger opzijgeschoven oprichter kwam dus zo goed als alleen te staan. De uiteindelijke resultaten van 2003 waren slechter dan verwacht. De bedrijfswinst van de groep zakte van 14 miljoen tot 0,4 miljoen euro. De omzet daalde lichtjes en het geconsolideerd nettoverlies verkleinde van 76,4 miljoen naar 56 miljoen euro. Vooral in de retaildivisie was de omzet sterk gedaald.

In januari 2004 werd duidelijk dat de onderhandelingen met de banken om de schuldherschikking definitief door te voeren, moeizaam verliepen. Onderneming F had nog tot half maart de tijd om tot een akkoord te komen. Indien er dan nog geen herschikking was, kon het bedrijf zijn verplichtingen wellicht niet meer nakomen.

Nieuw was wel dat er intussen ook een potentiële overnemer was. Een Amerikaanse investeringsgroep (GTG) bleek interesse te hebben in de oplossingen van onderneming F voor de retailsector. GTG zou de bankschulden afkopen en als aandelenkapitaal inbrengen in onderneming F, een regeling treffen met de oude aandeelhouders over hun vorderingen en nieuw werkkapitaal injecteren. Begin februari 2004 bereikte GTG hierover een akkoord met de banken, die hiermee verlost zouden raken van een vervelend dossier met een potentiële aansprakelijkheid in geval van faillissement. Via de conversie van schulden in aandelen zou de Amerikaanse groep een belang van 83 procent verwerven in onderneming F. GTG zou 200 miljoen euro schulden overnemen van het bankenconsortium en zou 155 miljoen daarvan omzetten in aandelen. Daarnaast zou GTG ten hoogste 10 miljoen euro nieuw werkkapitaal verstrekken. 45 miljoen euro schulden aan GTG zouden blijven bestaan, naast 24,8 miljoen euro die reeds langer verschuldigd was aan de banken.

De hoofdaandeelhouders, die hun belang opnieuw zagen verwateren, gingen echter niet akkoord met de overname en zochten alternatieve (Vlaamse) financiers. De vroegere gedelegeerd bestuurder stelde twee potentiële investeerders voor en dreigde de overname door GTG weg te stemmen indien onderneming F niet akkoord ging met zijn alternatief.

Uiteindelijk ging de overname door GTG, dat ongeveer 20 miljoen euro betaalde voor de afkoop van de 200 miljoen euro bankschulden, toch door. Begin april 2004 werd deze unaniem goedgekeurd. De vroegere gedelegeerd bestuurder werd ervan op de hoogte ggesteld dat GTG een definitief akkoord had bereikt met de banken en dus onherroepelijk eigenaar was geworden van de schulden. De ex-gedelegeerd bestuurder moest dan ook akkoord gaan en kreeg als gedeeltelijke compensatie een functie als consultant bij GTG aangeboden. Daarnaast werd hem beloofd om de nog tegen hem lopende burgerlijke vordering van 26 miljoen euro te regelen via een minnelijke schikking.

Na de overname begon een nieuwe reorganisatie, die voornamelijk het doel had de vier divisies van onderneming F samen te brengen. De groep zou georganiseerd worden rond drie peilers: producten, diensten en totaaloplossingen. De probleemdivisie retail bleef voorlopig werken als afzonderlijke eenheid. Begin september raakte bekend dat de gedelegeerd bestuurder zou verdwijnen. Alle onafhankelijke bestuurders gaven hun ontslag. Halfweg oktober waren hun vervangers bekend.

De schulduconversie stelde onderneming F in staat haar eigen vermogen aanzienlijk te verstevigen. Eind 2003 had de groep nog een negatief geconsolideerd eigen vermogen van 160,7 miljoen euro. De schuldherschikking verminderde dat met 157 miljoen. Rekening houdend met een nieuw groepsverlies van 2004, was er na dat boekjaar een negatief eigen

vermogen van 36,8 miljoen euro ontstaan. De omzet zakte in 2004 met ongeveer 20 procent. Er werd een kleine bedrijfswinst van 1,55 miljoen euro geboekt, maar door de hoge financiële en vooral uitzonderlijke kosten bedroeg het geconsolideerd verlies van 2004.

De nieuwe gedelegeerd bestuurder wou F opnieuw rendabel maken, door zich te focussen op de core business van de onderneming, een gecontroleerde groei zoals hij het noemt. Daarbij werd voorrang gegeven aan activiteiten met een voldoende hoge marge en wou men ook zoveel mogelijk activiteiten integreren. Dit zou in 2005 een omzetsdaling van zo'n 3 à 4 procent op geconsolideerd niveau tot gevolg hebben. Volgens de gedelegeerd bestuurder moest dit resulteren in positief nettoresultaat vanaf 2006. Om dit te kunnen realiseren was er opnieuw vers geld nodig.

Eind maart 2005 kwam er nog een uitgestelde kapitaalverhoging. GTG tekende in op converteerbare obligaties voor in totaal 15 miljoen euro. Hiervoor rekende ze wel een nominale intrest van 15% aan.

Dit resulteerde in een positieve evolutie van de koers van de obligaties van F. De koers steeg met meer dan 46% in het eerste halfjaar van 2005, terwijl de gemiddelde waarde van een obligatie in dezelfde periode maar met 22,4% toenam. Door de extra lening van GTG steeg het vertrouwen van de schuldeisers in de redding van onderneming.

De koers van het aandeel volgde echter niet daar het deel van het publiek in F eens te meer verwaterde. Het deel van GTG in het kapitaal van F steeg van 83,2% naar 85,5%, waardoor het eerste halfjaar de koers van het aandeel daalde met 23% tot € 0.5. In het derde kwartaal van 2005 daalde de waarde van het aandeel van F verder tot € 0.41, wat een daling van 30% was ten opzichte van 2004.

De beleggers werden ook steeds meer ongerust over de plannen van GTG met het bedrijf. GTG wou dat de helft van de lening van € 45 miljoen tegen april 2006 terugbetaald werd. Steeds meer geruchten wezen erop dat de investeringsmaatschappij vervroegd uit F zou willen stappen.

Deze geruchten leken begin 2006 bevestigd te worden. De gedelegeerd bestuurder werd aan de kant geschoven omdat hij geen kandidaat-investeerders in F kon vinden. GTG zou zich volgens betrokkenen zeer opportunistisch opstellen en ongunstige voorwaarden stellen voor kandidaat-investeerders. Bovendien bleken er ook spanningen tussen beiden over de toekomstige rol van de onderneming. Het lijkt er steeds meer op dat GTG onderneming F wil opdelen om deze stukken afzonderlijk te verkopen.

Begin 2006 stelde F eens te meer teleurstellende jaarresultaten over 2005 voor. De omzetsdaling was met 10% ten opzichte van 2004 erger dan voorzien. Vooral het tweede semester van 2005 lag, met een verlies van € 7,7 miljoen euro, beneden de verwachtingen en het totale verlies voor 2005 bedroeg €10,1 miljoen. GTG stemde er wel mee in de terugbetaling van de converteerbare obligatielening met een jaar uit te stellen en schonk het bedrijf uitstel van betaling voor de intrest die ze de onderneming voor 2005 en 2006 aanreken (respectievelijk zo'n 5,8 en 3,7 miljoen euro). Zo vermijdt aandeelhouder GTG een staking van betaling op korte termijn.

Er komt geen einde aan de verschraving bij F en de beurskoers zakt steeds verder. Eind februari 2006 was een F-aandeel nog slechts €0,36 waard, een fractie van de beurswaarde eind de jaren '90.

Het wordt steeds moeilijker om financiers te vinden. Door de plannen van GTG lijkt de kans op het voortbestaan van F steeds kleiner. Bovendien mogen er geen nieuwe misstappen meer gebeuren die het voortbestaan van F bedreigen. In de onzekere markt, waarin onderneming F actief is, zal dit alles geen eenvoudige taak zijn.

### 3. Financiële analyse, FiTo<sup>®</sup>-meter en FiTo<sup>®</sup>-kompas (Ooghe H., Spaenjers C. en Vandermoere P., 2005)

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 modellen ter voorspelling voor succes en falen.

Deze casestudie maakt gebruik van de FiTo<sup>®</sup>-meter (Ooghe H. en Spaenjers C., 2005). De FiTo<sup>®</sup>-meter is een nieuwe maatstaf voor de financiële toestand van een onderneming en maakt gebruik van acht ratio's. 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. Financiële ratio's kunnen betrekking hebben op de vier verschillende basisdimensies van de financiële gezondheid van een onderneming:

- *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?

De acht geselecteerde ratio's worden eerst teruggebracht tot een getal tussen 0 en 1 via een logittransformatie. De FiTo<sup>®</sup>-score wordt vervolgens berekend door de waarden van de verschillende ratio's te combineren door middel van een eenvoudig rekenkundig gemiddelde. Een hoge (lage) FiTo<sup>®</sup>-score geeft aan dat de onderneming financieel gezond (on gezond) is en weinig (veel) kans heeft om te falen.

In de uiteindelijke voorstelling van de FiTo<sup>®</sup>-meter worden de logitscores van de individuele ratio's weggelaten, aangezien ze geen toegevoegde waarde creëren en enkel een tussenstap zijn voor de berekening van de eindscore. Wel worden percentielen toegevoegd – een onderneming heeft percentiel  $x$  voor een bepaalde ratio als  $x\%$  van de ondernemingen van de gekozen referentiegroep lager of gelijk scoort aan deze onderneming.

In tabel 4 wordt de niet-geconsolideerde onderneming vergeleken met alle ondernemingen in de sector DE-72 'informatica en aanverwante activiteiten' die een verkort schema neerleggen voor de periode 2002-2004.

Tabel 4: FiTo<sup>®</sup>-meter van onderneming F op basis van de laatste 3 beschikbare enkelvoudige jaarrekeningen

	2002		2003		2004	
	Ratio	Percentiel	Ratio	Percentiel	Ratio	Percentiel
Bruto toegevoegde waarde / personeelskosten	111,11%	44	96,41%	24	98,98%	22
Nettorendabiliteit bedrijfsactiva voor belastingen	4,00%	53	-11,45%	21	-9,73%	18
Nettorendabiliteit eigen vermogen na belastingen	---	17	---	15	---	10
Graad van zelffinanciering	-208,68%	7	-359,77%	2	-545,75%	1
Graad van financiële onafhankelijkheid	-66,73%	9	-145,20%	5	-54,56%	8
KT financiële schuldgraad (-)	0,20%	100	-	100	-	100
Dekking van het vreemd vermogen door cashflow	-4,28%	28	-5,09%	21	-6,00%	16
Nettokasratio	3,60%	32	1,11%	23	-57,11%	3
<b>FiTo<sup>®</sup>-score (= som logit / 8)</b>	<b>0,4508</b>	<b>17</b>	<b>0,4153</b>	<b>9</b>	<b>0,4178</b>	<b>5</b>

- = ratio onberekenbaar

---- = oneindig

In tabel 5 wordt de geconsolideerde onderneming gepositioneerd ten opzichte van alle grote ondernemingen in de sector van de zakelijke diensten.

Tabel 4: FiTo<sup>®</sup>-meter van onderneming F op basis van de laatste 3 beschikbare geconsolideerde jaarrekeningen

	2002		2003		2004	
	Ratio	Percentiel	Ratio	Percentiel	Ratio	Percentiel
Bruto toegevoegde waarde / personeelskosten	117,39%	48	105,65%	30	104,98%	27
Nettorendabiliteit bedrijfsactiva voor belastingen	18,08%	80	0,66%	5	3,16%	43
Nettorendabiliteit eigen vermogen na belastingen	-38,59%	14	-23,21%	12	-24,07%	9
Graad van zelffinanciering	-176,94%	5	-300,02%	2	-431,18%	1
Graad van financiële onafhankelijkheid	1,65%	18	-1,78%	12	-1,00%	11
KT financiële schuldgraad (-)	0,62%	91	0,00%	100	0,01%	99
Dekking van het vreemd vermogen door cashflow	-3,57%	18	-4,57%	15	-3,85%	12
Nettokasratio	11,68%	56	12,11%	54	-20,11%	14
<b>FiTo<sup>®</sup>-score (= som logit / 8)</b>	<b>0,4856</b>	<b>17</b>	<b>0,4685</b>	<b>12</b>	<b>0,4550</b>	<b>8</b>

Op basis van deze tabellen komen we tot de conclusie dat de onderneming zwak presteert en dat ze, ondanks de schuldherschikking en de verwachting dat er vanaf 2006 opnieuw winst gemaakt kan worden, steeds slechtere resultaten voorlegt.

Wanneer we de enkelvoudige jaarrekening bekijken, merken we op dat de onderneming in 2004 een zwakke score heeft voor alle ratio's, behalve de korte termijn financiële schuldgraad. Ze bevond zich namelijk steeds bij de 25% zwakst scorende ondernemingen. Er is bovendien geen opvallend verschil tussen de rendabiliteits-, liquiditeits- en solvabiliteitsratio's. De onderneming presteert zeer slecht op alle vlakken.

Wegens de zeer zwakke score wordt de enkelvoudige jaarrekening ook nog vergeleken met ondernemingen in moeilijkheden of falende ondernemingen, zowel op korte als op middellange termijn. De bedoeling is daardoor de ernst en de urgentie van de eventuele financiële problemen te detecteren.

Uit die vergelijking blijkt dat op korte termijn 49% en op middellange termijn 73% van de falende ondernemingen beter presteren.

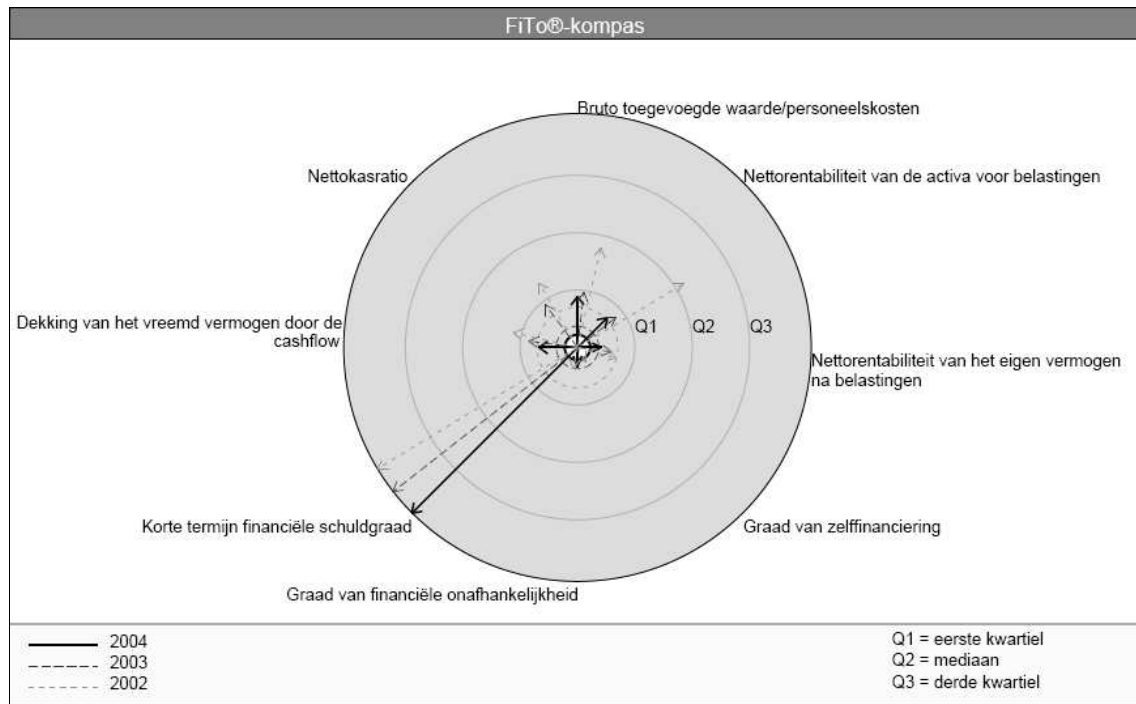
Wanneer we de geconsolideerde jaarrekening bekijken, valt op dat ook deze toestand zeer zwak is, weliswaar iets minder uitgesproken dan bij de enkelvoudige jaarrekening. Ook hier bevinden zich de meeste ratio's in het laagste kwartiel. De FiTo<sup>®</sup>-score van 8 wijst ook hier op zware moeilijkheden binnen de onderneming.

Het FiTo<sup>®</sup>-kompas laat toe om de financiële toestand van een onderneming (en haar positionering tegenover een referentiegroep) grafisch voor te stellen. Elk van de acht pijlen in het kompas stelt een ratio voor. Het middelpunt het kompas verwijst naar de zwakste onderneming in de referentiegroep (percentiel 0), terwijl de buitenste cirkel de sterkste onderneming in de referentiegroep (percentiel 100) voorstelt. 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).

De lengte van de pijl wordt bepaald door de percentielscore. Hoe langer (korter) de pijl, hoe beter (slechter). Het percentiel van de totale FiTo<sup>®</sup>-score in het laatste jaar wordt weergegeven door de buitenste rand van de witte cirkel: hoe groter (kleiner) het witte gedeelte of hoe kleiner (groter) het grijze gedeelte, hoe sterker (zwakker) de financiële toestand van de onderneming in dat jaar. De FiTo<sup>®</sup>-scores van de twee voorgaande jaren worden door de cirkels in stippellijn uitgebeeld.

Figuur 2 geeft het FiTo<sup>®</sup>-kompas weer van onderneming F op basis van de enkelvoudige jaarrekening. Ook de visuele voorstelling toont duidelijk aan dat de financiële toestand van de onderneming accuut en ernstig is aangezien ze behalve op de korte termijn financiële schuldgraad steeds tot de 25% slechtst scorende ondernemingen behoort. De beperkte witte oppervlakte toont aan dat de onderneming zware problemen heeft.

Figuur 2: FiTo<sup>®</sup>-kompas van onderneming F op basis van de laatste 3 beschikbare enkelvoudige jaarrekeningen



## 4. Analyse van de falingsoorzaken

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

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

De algemene omgeving leidde bij onderneming F niet echt niet tot problemen. Pas toen er reeds moeilijkheden waren, ondervond de onderneming wel de gevolgen van de achteruitgang van de economische situatie. Het management rekende er immers op dat een verdere stijging van de beurskoers nieuwe kapitaalverhogingen mogelijk zou maken. De interesse voor nieuwe aandelen van F was echter te gering en de kapitaalverhoging was niet mogelijk.

Ook na de eerste schuldherschikking in 2001 waren er nog moeilijkheden. Aangezien de economie niet opnieuw aantrok, bleven bestellingen vaak uit en bleven de resultaten ondermaats (gesprek met ex-bestuurder van onderneming F, 13/04/05, Antwerpen).

Daarnaast kreeg onderneming F ook te maken met buitenlandse concurrentie. De Amerikaanse tak kon immers vanaf 2000 niet op tegen de sterke Amerikaanse concurrenten (gesprek met ex-extern bestuurder van onderneming F, 31/03/05, Brussel).

Naar de algemene omgeving mag echter niet als voornaamste oorzaak verwezen worden. De conjunctuur geldt immers voor alle ondernemingen en bovendien is het management van F, door het nemen van onvoldoende doordachte beslissingen en van 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 F zorgden voor extra probleemsituaties. Opnieuw kan er echter niet gesproken worden van rechtstreekse falingsoorzaken. De ondernemingsomgeving ging immers pas dwars liggen toen onderneming F reeds in een slechte financiële situatie verkeerde.

Lange tijd waren er geen problemen met klanten. Onderneming F kreeg voldoende orders binnen en was niet van één of enkele afnemers afhankelijk. Het personeel bleef de

onderneming trouw waardoor ook de klanten het vertrouwen niet verloren toen het minder goed begon te gaan. Pas toen in 2004 een aantal bestuursleden elkaar openlijk begonnen te beschuldigen, ontstond een zodanig negatieve sfeer dat klanten en ook leveranciers wegbleven. Deze situatie verbeterde uiteraard niet toen het management herhaaldelijk stelde dat zonder een schuldconversie het bedrijf failliet zou gaan (gesprek met ex-extern bestuurder van onderneming F, 31/03/05, Brussel). Daardoor zegden een reeks leveranciers hun leverancierskrediet op.

De banken speelden een belangrijke rol in de geschiedenis van onderneming F. Voor hen vormde de onderneming een steeds pijnlijker dossier. In 1999 hadden de banken nog zonder probleem 185 miljoen euro geleend voor de overname van TT. In 2001 moest er reeds een schuldherschikking komen, waarmee de vijf grootste bankiers van onderneming F eveneens instemden. Pas in 2003 begonnen de onderhandelingen met de banken moeizamer te verlopen. Uiteindelijk gaven de banken hun vorderingen op. De bankschulden werden in 2004 voor een tiende van de waarde verkocht aan GTG.

Het zou verkeerd zijn om de bankiers van onderneming F met de vinger te wijzen. De talrijke toegevingen die zij deden, hebben er, samen met hun aanhoudend vertrouwen in de onderneming, wellicht zelfs voor een groot stuk voor gezorgd dat onderneming F (tot nu toe) kon overleven (gesprekken met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen en 20/04/05, Gent).

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

Van een gebrek aan ervaring was bij onderneming F geen sprake. De twee oprichters hadden gewerkt in een softwarebedrijf en hadden daar een zeer uitgebreide ervaring opgedaan. Ook de bestuurders, die de onderneming later vervoegden, beschikten in de meeste gevallen reeds over een jarenlange expertise op vlak van bedrijfsvoering.

Van een gebrek aan motivatie was absoluut geen sprake. Bij een aantal bestuursleden kon zelfs gesproken worden van te grote ambities (gesprek met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen; gesprek met ex-bestuurder van onderneming F, 13/04/05, Antwerpen).

Een aantal persoonlijke kenmerken van het management hebben wel een sterke invloed gehad op het verloop van het falingspad. Zo blijkt dat het management van onderneming F bij de vele overnames telkens vrij grote risico's heeft genomen. De expansie, die de toenmalig

gedelegeerd bestuurder nastreefde, was veeleer agressief dan voorzichtig zoals hijzelf het noemde. Hij combineerde bij onderneming F de titels van voorzitter, gedelegeerd bestuurder en president en was bovendien in bezit van de meerderheid van de aandelen. Zijn beleid liet dan ook geen ruimte voor kritiek. Succes was voor hem belangrijk en moest desnoods afgedwongen worden. Jarenlang leidde hij helemaal in zijn eentje een bedrijf dat via overnames tegen een razendsnel tempo groeide. De flamboyante stichter beschikte over een grote dosis commerciële gedrevenheid, maar liet na zijn bedrijf de nodige middelen en structuren mee te geven. Uiteindelijk werd hem dat fataal (gesprek met ex-extern bestuurder van onderneming F, 31/03/05, Brussel; gesprek met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen).

In een slechte economische conjunctuur is de kans groter dat één van de overnames mislukt. Bij de overname van TT, de grootste overname uit de geschiedenis van onderneming F, liep het dan ook verkeerd. Het management beweerde dat de problemen bij TT slechts tijdelijk waren. Pas toen er een nieuwe gedelegeerd bestuurder kwam, werd de fout van de overname toegegeven (cfr. infra).

#### ***D. Bedrijfsbeleid***

Intern kende onderneming F een vrij sterke groei. Het management richtte zich echter nog veel meer op de externe uitbreiding van het bedrijf. Vanaf 1997 begon er een hele reeks van strategische overnames. Eind 1999 waren er reeds 17 bedrijven overgenomen.

Deze overnames waren echter niet altijd even doordacht. Reeds begin 1999 vroegen critici zich af hoe onderneming F zou blijven omgaan met de risico's van haar strategie: de technologische problemen om de ingekochte producten te integreren, maar vooral de potentiële belangenconflicten tussen de (gedeeltelijk) overgenomen bedrijven; zo werden bijvoorbeeld twee regelrechte concurrenten in kmo-oplossingen bijeengebracht. Enkel de voordelen werden door het management beklemtoond (gesprekken met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen en 20/04/05, Gent).

Beursanalisten maakten zich ook steeds meer zorgen omwille van de gebrekkige transparantie van onderneming F. Het was na de vele overnames niet meer duidelijk in welke segmenten de grootste omzet juist werd gehaald. Onderneming F was volgens hen te hoog gewaardeerd, namelijk als een softwarebedrijf in plaats van een IT-bedrijf, wat het feitelijk was. Toen de Brusselse beurs bovendien een onderzoek startte naar handel met voorkennis van het aandeel

F, kwam de communicatiestructuur van de onderneming al helemaal onder druk te staan. Hierbij werd opnieuw verwezen naar het eerder wispelturig en te opportunistisch communicatiebeleid van de gedelegeerd bestuurder. De winstvoorspellingen werden te soepel aangepast en leidden ertoe dat niemand nog vertrouwen stelde in de onderneming en haar management (gesprek met beursanalist onderneming F, 20/04/05, Gent).

Tegelijkertijd bleek dat onderneming F zware problemen kende met de Amerikaanse onderneming TT, die ze in 1999 voor 176 miljoen euro had overgenomen. TT, dat gespecialiseerd was in de aanpak van het jaar 2000-probleem, hield na enkele maanden slechts 20 procent van zijn klanten over. De gedelegeerd bestuurder beweerde dat aan de overname van TT acht maanden studie was voorafgegaan. De geloofwaardigheid hiervan is echter vrij laag. De activiteiten van TT stortten na de overgang naar het jaar 2000 volledig in elkaar. De vaste kosten bij TT slorpten 32 procent van de opbrengsten op, terwijl dat op groepsniveau slechts 16 procent was. Enkele maanden na de overname moest reeds bijna twee derde van het duizendtal Amerikaanse informatici ontslagen worden (gesprek met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen).

Ook buiten de Verenigde Staten ging het met de onderneming steeds minder goed. In zowat de hele wereld waren de technologie- en telecomaandelen uit de gratie gevallen. Belgische bedrijven waren sterk in het aanbieden van “enterprise resource planning (ERP)”-pakketten, software voor bedrijfsbeheer. De vraag naar dergelijke programma's daalde echter sterk. Bovendien liep België achter op gebied van e-commerce (gesprek met ex-extern bestuurder van onderneming F, 31/03/05, Brussel).

Uiteindelijk moest onderneming F beroep doen op creatieve boekhoudkundige technieken om de cijfers op te fleuren. Zo werd in 2000 opvallend meer geconsolideerd dan in 1999, wat tot bedoeling had de negatieve autonome groei positief voor te stellen. De 7,6 miljoen dollar herstructureringskosten in de VS, die onderneming F had geboekt als overnamegoodwill, dienden om het eerste halfjaar van 2000 geen verlies te moeten optekenen. Dit trok echter de aandacht van de Commissie voor Bank- en Financien, die onderneming F de halfjaarresultaten liet herzien. Het vertrouwen in de onderneming verdween volledig, het aandeel werd gedumpt (gesprek met ex-extern bestuurder van onderneming F, 31/03/05, Brussel; gesprek met beursanalist onderneming F, 20/04/05, Gent).

Conflicten tussen de bestuurders maakten dit alles nog erger. Door de veelvuldige interne geschillen (cfr. supra) bleven klanten, leveranciers en investeerders weg en stond onderneming F aan de rand van het faillissement.

## 5. Het falingspad van onderneming F

In de figuren 4 en 5 is een grafiek weergegeven van de cash flow na belastingen, de omzet, de toegevoegde waarde en het eigen vermogen van onderneming F voor de laatste zes (niet geconsolideerd) en vijf beschikbare boekjaren (geconsolideerd). Onderneming F kende een elftal voorspoedige jaren, waarin er een aanzienlijke groei waar te nemen was. In 1997 kwam er een beursintroductie, waarna de onderneming vanaf 1998 een enorme externe expansie kende met een onophoudelijke reeks overnames. In 1999 werden de overnames verdergezet. In dat jaar begon de neerwaartse beweging echter zeer snel te verlopen.

Het falingspad van onderneming F verloopt in zekere mate gelijk met het falingspad type 2 dat Argenti (1976) onderscheidt: de grafische afbeelding vertoont een vrij sterk opwaartse beweging, gevolgd door een eveneens snelle neergang. Argenti stelt bij dit type falingspad dat de onderneming faalt na een levensduur van 3 tot 10 jaar. Bij onderneming F was het verloop van het falingspad iets meer uitgerekt. De onderneming kende de eerste jaren immers geen immense groei, en kon na de neergang (nog steeds) overleven. In figuur 6 wordt dit falingspad type 2 beschreven voor onderneming F.

Op tijdstip A (1996) kent onderneming F nog een behoorlijke, voornamelijk interne groei. Sinds de oprichting in 1986 was de onderneming één van de grootste Belgische softwarebedrijven geworden. De gedelegeerd bestuurder heeft een sterke persoonlijkheid en slaagt erin een hoge omzet en winst te halen. De groei leidt ertoe dat het management moest uitgebreid worden. In 1997 (tijdstip B) brengt de onderneming een deel van haar aandelen op de Beurs van Brussel. Dit verhoogt in de eerste plaats de naambekendheid, wat voordelen met zich meebrengt ten opzichte van klanten, leveranciers, beleggers, personeelsleden,...

In 1998 (C) komt er een wending in de gevolgde strategie: onderneming F wil snel groeien, enerzijds intern, maar op de eerste plaats extern door overnames. Gedurende deze periode volgt de ene overname de andere dan ook op. De onderneming kent geen probleem om voor deze overnames het nodige kapitaal te bekomen gezien de resultaten uit het verleden. Onderneming F wordt stilaan een wereldspeler op de markt. De omzet stijgt aanzienlijk en de onderneming boekte winst. In 1999 gaat de groei verder (tijdstip D). De grootste overname, die met bankschulden was gefinancierd, blijkt evenwel later op het jaar een vergissing te zijn. Het management blijft optimistische berichten de buitenwereld insturen, maar dit leidt ertoe

dat er ook steeds meer vragen gesteld worden over het communicatiebeleid van de onderneming. Indien begin 2000 (tijdstip E) blijkt dat een onderzoek gestart is naar handel met voorkennis van het aandeel onderneming F, zakt het vertrouwen nog een stuk dieper weg. Halfweg dat jaar wordt bovendien duidelijk dat een nieuwe kapitaalsverhoging, nodig voor afbetaling van bankschulden en eventuele verdere overnames, niet meer mogelijk is gezien de marktomstandigheden en de continue neerwaartse spiraal van de beurskoers. Om te grote verliescijfers te vermijden worden een aantal creatieve boekhoudtechnieken toegepast. Deze worden echter ontdekt en onderneming F moet later de halfjaarresultaten van 2000 in negatieve zin herzien. De geloofwaardigheid van het bestuur is nu volledig verdwenen. Onderneming F moet in 2001 enorme verliezen boeken voor het boekjaar 2000.

Er moet dan ook met de banken gepraat worden om tot een schuldherschikking te komen, zoniet kan onderneming F continuïteitsproblemen krijgen. De markt waarin de onderneming actief is, kent bovendien een terugval, waardoor het uitermate moeilijk wordt om te overleven.

Begin 2001 (tijdstip F) moet de voorzitter van de raad van bestuur een stap terugzetten. Hij maakte te veel fouten. Zijn opvolger slaagt erin in dat jaar de banken en de RSZ op afstand te houden en de bijna failliete onderneming draaiende te houden.

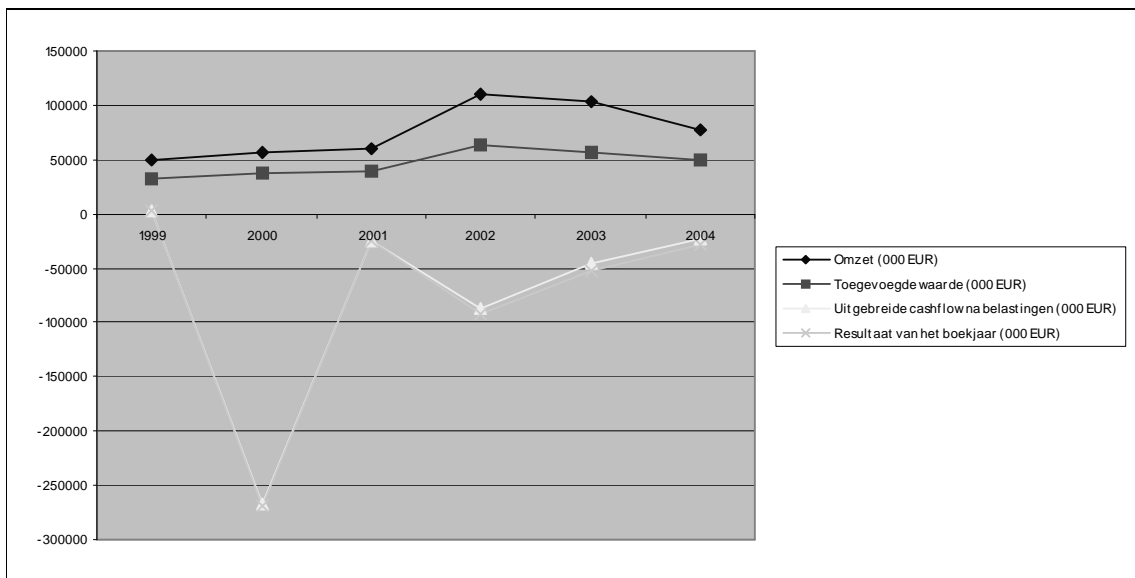
De mislukte overname van het Amerikaans bedrijf TT veroorzaakt intussen een negatief eigen vermogen. TT moet gesloten worden. Onderneming F besluit zich terug te plooiën op de kernactiviteiten en sluit in 2001 12 van de 22 dochterondernemingen. Het negatief eigen vermogen wordt voor een stuk aangezuiverd en er is een bedrijfswinst. Door de hoge kosten wordt wel nog een nettoverlies van het boekjaar opgetekend. Toch slaagt de onderneming erin een nieuwe schuldherschikking te bekomen bij de bankiers.

In 2002 (tijdstip G) worden de herstructureringen verdergezet. Nog twee dochterondernemingen worden verkocht. Toch slaagt de onderneming er niet in de cijfers te verbeteren. Er komt een aanzienlijk nettoverlies door een aantal uitzonderlijke waarderingen en het eigen vermogen wordt opnieuw negatiever.

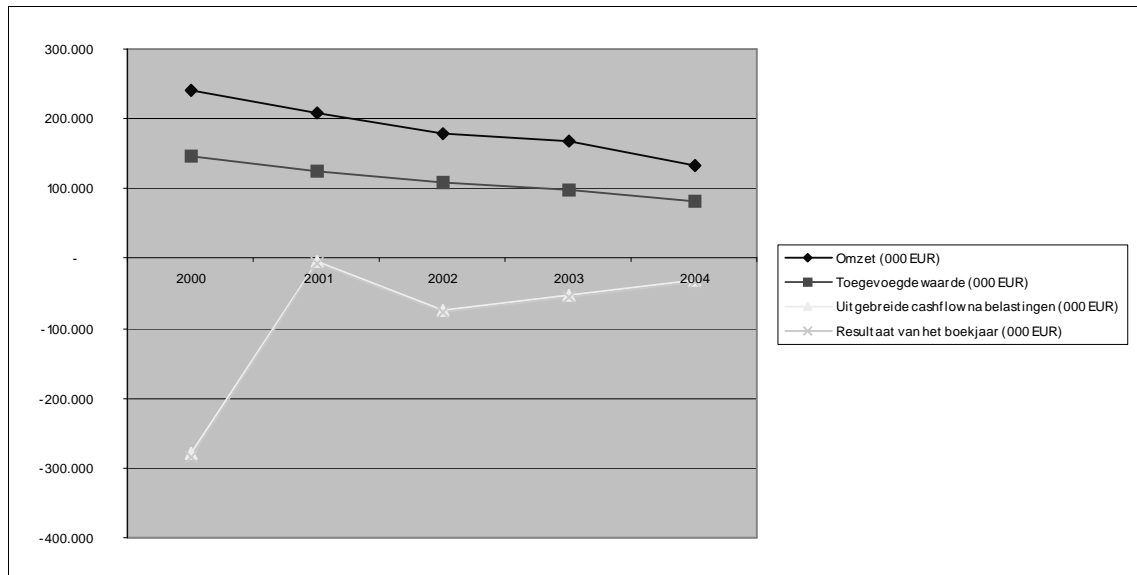
De zwakke economische situatie verhindert in 2003 (tijdstip H) enig herstel. Eind 2003 wordt de situatie zelfs opnieuw ernstiger: er komt een machtsgreep van de referentieaandeelhouders, aangevoerd door de vroegere gedelegeerd bestuurder. Hierdoor trekken klanten en leveranciers zich terug en komen de lopende onderhandelingen met de banken in het gedrang. Uiteindelijk wordt de machtsgreep verijdeld. De resultaten in 2003 zijn intussen opnieuw slecht. De bedrijfswinst wordt tot bijna nul herleid en de omzet is gedaald. De onderhandelingen met de banken verlopen dan ook opnieuw moeizaam.

Uiteindelijk wordt onderneming F overgenomen door het Amerikaanse GTG (tijdstip I), dat ongeveer 20 miljoen euro betaalt voor de afkoop van de 200 miljoen euro bankschulden. Na de overname begint een nieuwe reorganisatie, die voornamelijk tot doel heeft de vier nog bestaande divisies van onderneming F samen te brengen. De schuldconversie stelt onderneming F in staat haar eigen vermogen aanzienlijk te verstevigen. De omzet zakt in 2004 nog met ongeveer 20 procent. Er wordt een kleine bedrijfswinst geboekt, maar tevens een totaal nettoverlies van meer dan 30 miljoen euro.

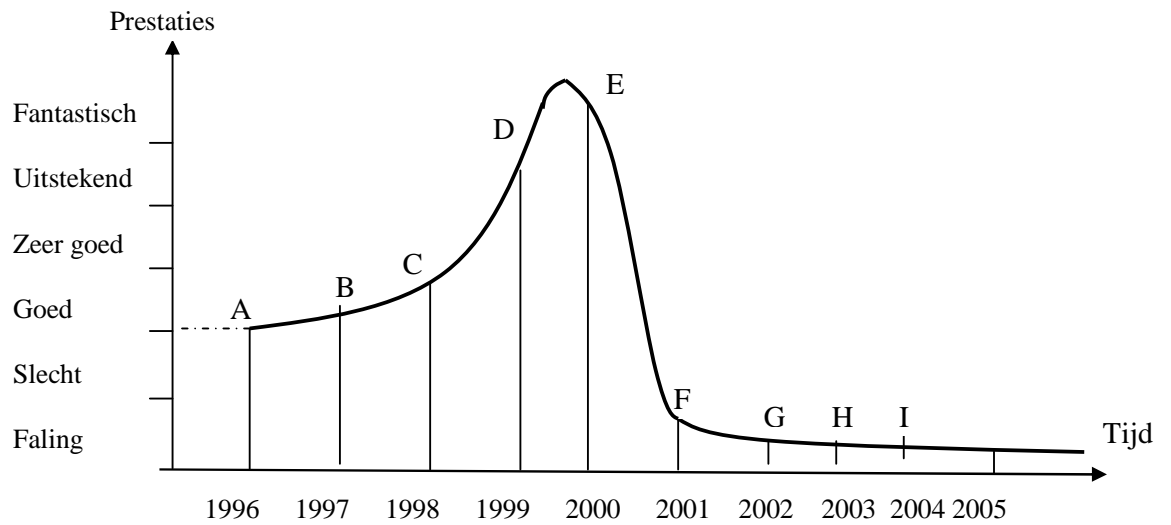
*Figuur 3: Omzet, toegevoegde waarde, cashflow na belastingen en resultaat van onderneming F op basis van de laatste zes beschikbare jaarrekeningen (niet geconsolideerd)*



Figuur 4: Omzet, toegevoegde waarde, cashflow na belastingen en resultaat van het boekjaar van onderneming F op basis van de laatste 5 beschikbare jaarrekeningen (geconsolideerd)



Figuur 5: Het falingspad type 2 van Argenti, toegepast op onderneming F



## 6. Samenvatting

Indien we de situatie van onderneming F 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 bijna allemaal aanwezig. Ook de links tussen deze factoren zijn opvallend. Maar niet elke groep factoren is echter even belangrijk voor het falen van onderneming F.

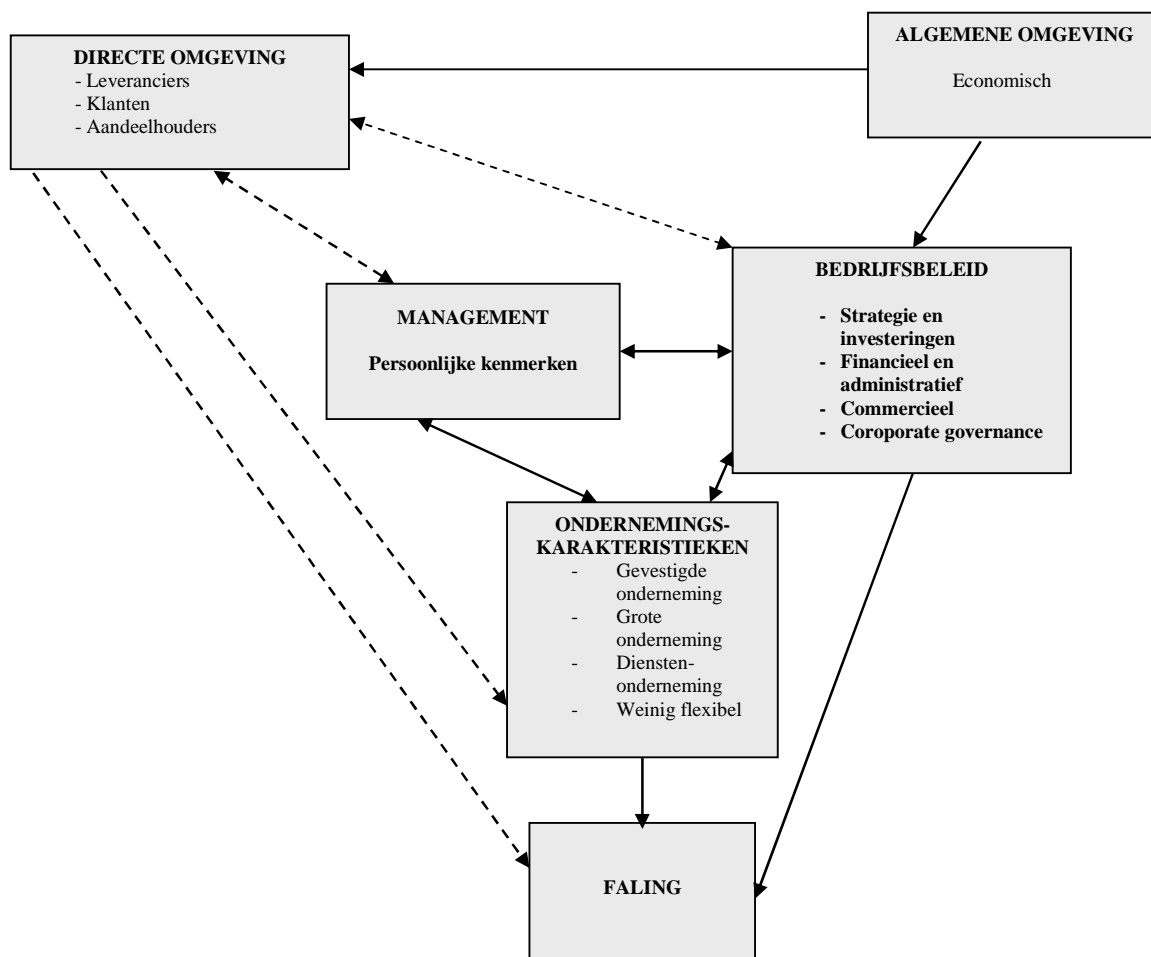
Figuur 6 geeft het eerder opgebouwde falingsmodel weer, specifiek toegepast op de factoren die bij onderneming F van belang zijn geweest.

De rol van externe factoren (algemene omgeving en directe ondernemingsomgeving) is vrij beperkt. In de algemene omgeving speelt vooral de zwakke 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 invloed gehad op de directe ondernemingsomgeving. Ten gevolge van de verzwakte economie werden klanten en leveranciers voorzichtiger in hun beslissingen. De hiervoor zeer gevoelige softwaremarkt kende dan ook een grote terugval. Met de meeste stakeholders kreeg onderneming F echter pas moeilijkheden toen de problemen in de onderneming reeds aanzienlijk waren. De klanten en leveranciers haakten pas heel laat in het falingspad af. Zij kunnen dan ook niet als belangrijke falingsoorzaak beschouwd worden. Ook banken en overige investeerders waren voor onderneming F geen echte falingsoorzaak. De banken hebben het bedrijf zelfs meermaals in leven gehouden en dit tot zij onderneming F uiteindelijk konden verkopen.

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 en voornamelijk van de gedelegeerd bestuurder een belangrijke rol gespeeld in het falingsproces. Hij stond in voor zowat alle belangrijke beslissingen van onderneming F en dulde hierbij geen kritiek. Zijn onophoudelijke drang om de onderneming te doen groeien, heeft geleid tot een lange reeks van soms onvoldoende doordachte overnames. De onderneming groeide snel, maar de structuur en de middelen van het bedrijf groeiden onvoldoende mee. De grootste overname,

die onderneming F deed en die bovendien volledig met bankschulden was gefinancierd, liep fout door een gebrekkig vóórafgaand onderzoek. De gedelegeerd bestuurder bleef echter spreken over positieve scenario's. Dat het boekhoud- en communicatiebeleid van het management zwak waren, bleek uit de onderzoeken, die werden opgezet tegen mogelijke handel met voorkennis van het aandeel onderneming F en uit het feit dat de onderneming verplicht werd een aantal jaarrekeningcijfers te herzien omwille van “creatieve” boekhoudtechnieken. Dit alles leidde tot een verminderd vertrouwen in de onderneming bij beleggers, klanten en leveranciers. Herstructureringsacties bleven lange tijd uit. Pas toen er een nieuwe gedelegeerd bestuurder werd aangesteld, ging onderneming F over tot herstructurering. Er volgden echter nog een reeks belangrijke geschillen binnen het management die het vertrouwen in de onderneming bij de stakeholders volledig deden verdwijnen.

*Figuur 6: Het conceptueel falingsmodel van Ooghe en Waeyaert, toegepast op onderneming F*



## 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)

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.

Gesprek met commissaris van onderneming F, 24/03/05, Antwerpen en 20/04/05, Gent.

Gesprek met ex-extern bestuurder, 31/03/05, Brussel.

Gesprek met ex-bestuurder van onderneming F, 13/04/05, Antwerpen.

Gesprek met beursanalist van onderneming F, 20/04/05, Gent.

Jaarrekeningen van onderneming F, 31/12/1998, 31/12/1999, 31/12/2000, 31/12/2001, 31/12/2002 en 31/12/2003.

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 faling: 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
  - invoerbependingen
  - 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 falng 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 dan 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?