

2 Zwaar weer

2.1 Inleiding

Het gebeurt regelmatig dat het met een onderneming financieel minder goed gaat. Velerlei omstandigheden kunnen ertoe leiden dat er verliezen worden geleden. Soms is dat een terugval van de vraag als gevolg van het toenemen van de concurrentie. Dit laatste is bijvoorbeeld het geval in de automobielandustrie. Het Rover-concern in Engeland kon niet overleven, ondanks de miljarden die BMW erin stak. De concurrentie uit Oost-Azië neemt hand over hand toe en de tijd is voorbij dat er sprake is van een mindere kwaliteit. Het kan ook terugval van de vraag zijn zoals in de ICT-branche in het begin van de eenentwintigste eeuw, toen het millenniumprobleem was opgelost. Verder kan te grote expansiedrift in het buitenland leiden tot verliezen. Dat ondervond het Ahold-concern. Wellicht schuilt er veel waarheid in het adagium 'hoe verder van huis hoe dichterbij het verlies'.

Het lijden van verliezen gaat per definitie samen met een verkrapping van de liquiditeit en leidt niet zelden tot betalingsproblemen. De vraag is dan of het een tijdelijke dip is of dat het gaat om structurele problemen. Veel ondernemers denken dat het even 'tegenzit' en dat het tij vanzelf keert. Dit blijkt maar al te vaak een misvatting te zijn. Aan ingrijpende maatregelen is vrijwel nooit te ont-komen.

Wat is zwaar weer, hoe is het te onderkennen en wat is eraan te doen?

Zwaar weer is de situatie waarbij een onderneming zodanige verliezen lijdt dat de lopende verplichtingen niet meer direct kunnen worden nagekomen. Belangrijke symptomen zijn dat het bankkrediet telkens volop wordt benut en de crediteurentermijn steeds verder oploopt. Natuurlijk kunnen zich ook situaties voordoen waarbij de liquiditeit even tijdelijk onder druk staat. Daarom hoeft een donkere wolk niet direct te betekenen dat er zwaar weer op komst is. Als een onderneming zich bijvoorbeeld in een groeifase bevindt, kan dat de oorzaak zijn van de krappe liquiditeit. Ook kunnen er grote investeringen zijn gedaan uit de kasstroom zonder dat daarvoor een passende (bancaire) financiering was geregeld.

Het is daarom zaak zich eerst rekenschap te geven van de levenfase waarin de onderneming verkeert. Elke fase verlangt haar eigen aanpak, een eigen strategie. Blijkt de donkere wolk toch slecht weer te betekenen, dan rijst de vraag in hoeverre het intreden van insolventie voorspelbaar is; met andere woorden, dat niet meer aan de lopende betalingsverplichtingen kan worden voldaan en de onderneming mogelijk afstevent op een faillissement. Vaak worden daarbij oorzaak en gevolg door elkaar gehaald, of worden symptomen als oorzaken gezien en zijn de middelen die worden ingezet niet meer dan symptoombestrijding. Niet in de laatste plaats speelt in die fase de kredietverlenende bank een belangrijke rol. Wordt er doorgefinancierd? Of 'trekt de bank de stekker eruit' zoals dat wel in populaire termen heet als de bank het krediet opzegt. Met andere woorden: welke rol kan of wil de kredietverlenende bank (nog) spelen? Deze thema's zullen we nu successievelijk bespreken.

2.2 De life cycle van een onderneming

2.2.1 INLEIDING

Zowel ondernemingen als producten vertonen een life cycle. We komen in de buitenlandse literatuur zowel groeimodellen als life cycles tegen. Deze modellen zijn vooral toepasbaar bij grote tot zeer grote ondernemingen en minder of soms nauwelijks bij de doorsnee ondernemingsomvang in Nederland. We staan kort bij een paar van deze modellen stil.

Uitgebreider aandacht zullen we besteden aan de door onszelf in 2006 ontwikkelde 'lifecycle-navigators', waar we zeven levensfasen onderscheiden:

- 1 startfase
- 2 groeifase
- 3 consolidatiefase
- 4 toplevelfase (deconsolidatie c.q. ontvlechting)
- 5 turnaroundfase
- 6 stationaire fase
- 7 kritieke fase

Het is een model dat in het bijzonder opgaat voor grote en middelgrote ondernemingen waar de grootaandeelhouder zelf het management voert.

2.2.2 GROEIMODELLEN EN LEVENSCYCLI

Een bekend model is het 'Growth phases' model van Greiner, met de 'Greiner curve', waarbij vijf groeifasen worden onderscheiden.¹ Dit groeifasenmodel dateert uit 1972 en verloopt als volgt.

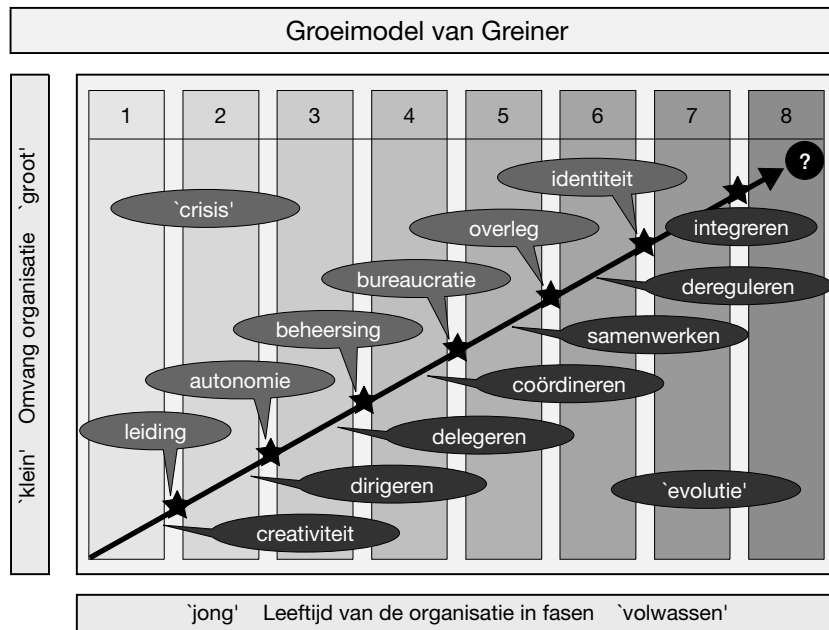
- 1 Groei door *creativiteit*. Startend bedrijf, ondernemend, informele communicatie en lage inkomsten. Eindigend door een leiderschaps crisis.
- 2 Groei door *directie*. Aanhoudende groei, functionele organisatiestructuur, boekhouding, management van het kapitaal, aanmoedigingspremies. Begrotingen, gestandaardiseerde processen. Eindigend door een autonomie crisis.
- 3 Groei door *delegatie*. Gedecentraliseerde organisatiestructuur, verantwoordelijkheid op operationeel en marktniveau, winstcentra, financiële aanmoedigingspremies, besluitvorming wordt gebaseerd op periodieke vergaderingen, topmanagement komt alleen in beeld als het om uitzonderingen gaat, formele communicatie. Einde door controle crisis.
- 4 Groei door *coördinatie en controle*. Vorming van productgroepen, grondig vergaderen over formele planning, centralisatie van ondersteunende functies, corporatestaf houdt toezicht op coördinatie, corporatekapitaaluitgaven, verantwoordingsplicht voor ROI op productgroepniveau, motivatie door winstdeling op lager niveau. Eindigend door een bureaucratie crisis.
- 5 Groei door *samenwerking*. Nieuwe evolutionaire ontwikkeling, teamactie voor oplossen van problemen, projectteams bestaande uit meerdere functies, gedecentraliseerde ondersteunende staf, matrixorganisatie, vereenvoudigde controlemechanismen, onderwijsprogramma's over teamgedrag, geavanceerde informatiesystemen, aanmoedigingspremies voor teams. Einde door een interne groeicrisis.

De sleutelbegrippen zijn cursief gedrukt. Zij geven aan wat de kern van elke fase is. In het algemeen zullen dit belangrijke aspecten zijn waarop de leiding van een onderneming gefocust moet zijn.

Meer recent heeft Greiner een zesde fase toegevoegd die zich vooral de laatste jaren manifesteert: groei door mergers en acquisitions (M&A).

¹ www.12manage.com/methods_greiner_nl.html; www.fractal.org.htm.

Figuur 1 Groeimodel van Greiner



Wat het groeimodel van Greiner betreft, valt het te betwijfelen of er steeds sprake is van elkaar opvolgende stadia en dat een crisis daaraan telkens een eind maakt. Het komt ons voor dat het veeleer gaat om een voortdurend samenspel van deze 'key-issues'. De toepasselijkheid voor de doorsnee Nederlandse onderneming lijkt ons zeer beperkt.

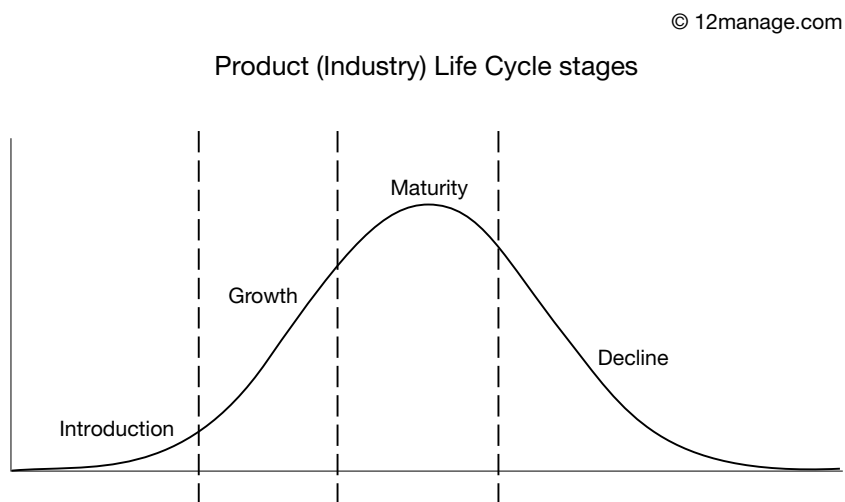
De 'product life cycle' van Levitt gaat in op de levensfasen die een product doormaakt.² Er worden vier stadia onderscheiden.

- 1 *Introductiefase*. Het product wordt met een gerichte intensieve marketinginspanning op de markt geïntroduceerd resulterend in duidelijke herkenbaarheid van het product en een goede naamsbekendheid.

² www.12manage.com/methods_product_life_cycle.html.

- 2 *Groei fase.* Toename van de verkoop en verdringen van de concurrentie. De groei wordt vooral ondersteund door marketingactiviteiten. Klanten blijven het product kopen.
- 3 *Volgroeidheid.* De concurrentie begint de markt te verlaten. De verkoopsnelheid loopt dramatisch terug en de verkopen bereiken een stabiel niveau. Trouwe klanten blijven het product kopen.
- 4 *Afglijden.* Afnemend effect van concurrentie, ongunstige economische omstandigheden, nieuwe trends, verkopen lopen terug.

Figuur 2 Product life cycle van Levitt



Het is een eenvoudig model en zal voor veel 'trendy' producten opgaan. Daar staat tegenover dat merken als Coca-Cola en Heineken niet of nauwelijks een dergelijke cyclus kennen. De praktijk zal veelal gecompliceerder verlopen dan in dit model wordt geïllustreerd; nog daargelaten of dit model ook opgaat voor een doorsnee MKB-bedrijf. Een goede ondernemer zal tijdig bijsturen als hij ziet dat zijn product de aansluiting met de markt verliest en dat de verkopen teruglopen. Een slechte ondernemer zal bij dit model al spoedig in zwaar weer raken.

2.2.3 DE LIFE CYCLE NAVIGATOR

1 Startfase

Het behoeft geen betoog dat elke onderneming een 'startfase' kent. Het is algemeen bekend dat het continuïteitsrisico in de eerste vijf jaar van het bestaan het grootst is. Van de ondernemingen die failliet gaan, is het aantal dat minder dan vijf jaar heeft bestaan veruit het grootst. Een startende ondernemer moet het verhoogde risico dat hij loopt goed in kaart hebben. Voortdurende controle of de onderneming op koers ligt is erg belangrijk. De eerste vijf jaar zal een gezonde onderneming groeien, er kan zelfs sprake zijn van een relatief sterke groei, maar in deze periode zullen we dit per definitie beschouwen als autonome groei.

2 Groeifase

Elke gezonde onderneming zal licht groeien, al was het alleen maar vanwege inflatie. Van een groeifase is pas sprake als de onderneming aanwijsbare inspanningen doet om de omzet structureel op een hoger niveau te brengen. Lichte groei kan vrijwel altijd autonoom worden gefinancierd. Als lichte groei is te beschouwen een omzetsijging tot maximaal 10% per jaar. Structurele groei kan in principe op twee manieren plaatsvinden:

- verhoogde verkoopinspanningen (reclamecampagnes en dergelijke);
- bedrijfsovername.

Een groeifase brengt extra risico's met zich mee. In het bijzonder als het gaat om bedrijfsovername. De risico's liggen vooral in de sfeer van financiering met relatief veel vreemd rentedragend vermogen, verslappende aandacht voor de bestaande activiteiten en te weinig controle op 'new business'. Erg risicovol blijkt het zoeken van groei in niet-kernactiviteiten en expansie in het buitenland. Als het minder goed gaat met een onderneming, is het afstoten van de niet-kernactiviteiten niet voor niets één van de eerste maatregelen. Expansie zoeken in het buitenland is al menige onderneming duur komen te staan. Een voorbeeld: aan het eind van de vorige eeuw wilde Crédit Lyonnais in Frankrijk nummer één worden op de lijst van Europese banken, maar recentelijk nam Crédit Agricole deze noodlijdende staatsbank over. Een actueel voorbeeld in Nederland is Ahold die de supermarkketens in Zuid-Amerika weer heeft moeten afstoten.

We zien dat zelfs grote concerns groei lang niet altijd goed in de hand hebben. Voor het MKB is gecontroleerde groei van groot belang om 'stukgroeien' te voorkomen. Niet zelden worden met het zoeken van expansie in het buitenland de problemen op de thuismarkt gecamoufleerd. Een voorbeeld is Blydenstein-Willink. De netto-omzet van dit bedrijf was in 2001 ten opzichte van 2000 met

15% gedaald en bleek in 2004 zelfs te zijn gehalveerd; in de jaarrekening 2001 werd dit op pagina 9 als volgt verwoord:

‘Het opbouwen van distributie voor het Verosol marktconcept in andere Europese landen kost meer tijd dan verwacht.’

Een groeifase stelt ook eisen aan de managementstijl. Een pioniersmentaliteit met resultaatgerichtheid is van belang. Daarbij gaat het niet in de eerste plaats om de omzetdoelstelling maar, conform het businessplan, om het halen van alle doelstellingen en zeker niet in laatste instantie om het behaalde resultaat. Doorgaans ligt daar de sleutel van succes.

3 Consolidatiefase

Een onderneming die een (sterke) groeifase heeft doorgemaakt, komt vervolgens in een fase waar consolidatie verstandig is. Niet voor niets kent de praktijk de uitdrukking ‘stukgroeien’. Consolideren houdt in dat de aandacht van het management uitgaat naar het optimaliseren van de bereikte strategische positie in de markt en zich richt op ‘internal control’. De managementstijl moet worden aangepast van pioniersmentaliteit naar een meer controlerende strategie. Pioniers nemen genoeg met bepaalde onvolkomenheden en hebben de neiging door te gaan met het risico dat verdere expansie een ongebreideld karakter krijgt. Als voorbeeld is Baan-Company te noemen die op zich een prachtige ontwikkeling doormaakte, met name door een beursnotering in de Verenigde Staten, maar niet tijdig de aldaar benodigde financiële publicatieverplichtingen nakwam. De voortgaande expansiedrift had in een vroeger stadium moeten plaatsmaken voor consolidatie: zorgen dat de ‘current business’ adequaat werd georganiseerd. Een consolidatiefase houdt ‘business control’ in.

4 Toplevelfase

Een consolidatiefase die goed wordt begeleid, zal uitlopen naar een onderneming die volgroeid raakt. Er komt een moment waarop een onderneming de top van haar prestaties bereikt en er eigenlijk niet zoveel meer valt te verbeteren, we noemen dit de ‘toplevelfase’.

Deze fase kenmerkt zich onder andere door een relatief stabiel omzetniveau, relatief goede winstmarges en fraaie bedrijfsresultaten op EBIT-niveau. De interestcoverage ratio zal doorgaans groter zijn dan twee.

Het management heeft topprestaties geleverd en kan zich de vraag stellen of men in staat is op het bereikte niveau te blijven acteren. De leeftijd van de ‘managing owner of the business’ speelt zeker een cruciale rol, zo blijkt in de

praktijk. De vraag of de drive en de energie voor het continueren van het bereikte niveau nog steeds in volle omvang aanwezig zijn, is reëel en doet niets af aan de kwaliteit van de manager. Net als in het leven van ieder mens is het een goed advies te stoppen op de top van je carrière. Voor een ondernemer is dat vaak het loslaten van zijn levenswerk.

In de toplevelfase zal de onderneming haar hoogste verkoopwaarde hebben. Voor de ondernemer, die bijvoorbeeld de waarde van zijn onderneming als zijn pensioen ziet, hét moment om gehele of gedeeltelijke verkoop van de onderneming te overwegen. Het zal financiële ruimte scheppen om een nieuwe (andere) uitdaging aan te gaan of om bijvoorbeeld te gaan rentenieren.

Gehele of gedeeltelijke verkoop van de onderneming is zowel juridisch, fiscaal als bedrijfseconomisch een traject waarbij de ondernemer deskundige ondersteuning nodig heeft. Tijdige inschakeling van specialisten is zeer aan te bevelen. Niet altijd zal de huisaccountant op dit brede traject voldoende thuis zijn en is specialistisch advies aan te bevelen. De accountant is veelal voortreffelijk thuis in financiële verslaggeving. Hij kent de onderneming doorgaans als geen ander, maar of hij ook bij uitstek toegerust is om de waarde van een onderneming te bepalen, is de vraag. Veel registeraccountants volgen tegenwoordig een opleiding Business valuation om beter in staat te zijn de waarde van een onderneming te bepalen, een voorbeeld van een belangrijke specialisatie in geval van bedrijfsovername. Hoe voer je onderhandelingen met de koper, met andere woorden hoe stel je het contract op, hoe zit het met de mededelingsplicht van de verkoper en onderzoeksplicht van de koper? Wordt het personeel overgenomen? Juridische ondersteuning en begeleiding zijn onmisbaar. De fiscale regelgeving bij overdracht is complex; het behoeft geen betoog dat ook een fiscalist niet mag ontbreken in het adviesteam.

5 Turnaroundfase

Ondernemingen die langer bestaan kunnen in een situatie terechtkomen dat het minder goed gaat. De omzet staat onder druk, de winstmarges nemen af en de kosten lopen op. Veelal is er sprake van een dreigende verliessituatie en dat gaat gepaard met liquiditeitsspanningen. Crediteuren kunnen niet meer op tijd worden betaald en uitbreiding van de bancaire kredietverlening blijkt niet of nauwelijks meer mogelijk. Niet zelden is de onderneming te zwaar gefinancierd en is de interestcoverage ratio kleiner dan één, of erger: negatief. De turnaroundperiode treedt nogal eens op na een poging tot doorgroeien. De turnaroundfase betekent een stap terugzetten, het terugvinden van het evenwicht.

6 Stationaire fase

De toplevelfase kan ook overgaan in een stationaire fase, een situatie waarin geen groei meer aanwijsbaar is maar de onderneming rustig voortkabbelt op de golven van de economie.

Kenmerkend in deze fase is een relatief mager omzetniveau met relatief magere winstmarges.

De bedrijfsresultaten hebben een structureel mager niveau. De interestcoverage ratio zal doorgaans rond de één uitkomen.

Er zijn met name in het midden- en kleinbedrijf ondernemers die bewust kiezen voor deze vorm van ondernemen en die graag buiten de turbulentie blijven van een groeiende onderneming, of soms gewoon niet de persoonlijke vaardigheden hebben om door te groeien. Ondernemers die zich ermee tevreden stellen dat hun inkomen door de onderneming wordt gegenereerd en die maatschappelijke erkenning putten uit het zijn van directeur van een onderneming. Dit worden wel 'lifestyle' ondernemers genoemd, het is een levenshouding geworden die weggeleden is van het typische ondernemerschap van risico's (durven) nemen. Het winst oogmerk gaat niet verder dan het hebben van een (redelijk) goed ondernemersloon. De jaarlijkse nettoresultaten zullen meestal rond het nulpunt schommelen. Gaat het om bedrijven die na hun groeifase gewoon blijven stilstaan, dan is er een verhoogd risico dat de marktpositie langzaam maar zeker afkalft en de onderneming afglijdt naar de 'kritieke fase'.

7 Kritieke fase

De kritieke fase van een onderneming kan in principe op twee manieren intreden. Ondernemingen die te sterk zijn gegroeid en die groei niet gecontroleerd hebben laten plaatsvinden, dreigen gemakkelijk in een kritieke fase terecht te komen. Vaak is er sprake van een toenemende kredietbehoefte die banken niet bereid zijn te financieren en is er onvoldoende risicodragend vermogen beschikbaar. Een turnaround kan hier in bepaalde gevallen nog uitkomst bieden, maar soms is het daarvoor te laat. De onderneming is als het ware stukgegroeid.

De kritieke fase treedt ook in als een onderneming in de laatste fase van haar levenscyclus terecht is gekomen. Gebrek aan tijdige vernieuwing ligt daar veelal aan ten grondslag.

Kenmerkend voor een kritieke fase zijn een structureel dalend omzetniveau en dalende winstmarges. De kosten blijken moeilijk in evenwicht te krijgen met de dalende omzet en een relatief hoog kostenniveau blijkt nauwelijks reduceerbaar. Structurele verliezen worden gesignaleerd en liquiditeitsproblemen teisteren de onderneming voortdurend. De interestcoverage ratio noteert al enige jaren

negatief. Slechts drastisch ingrijpen kan een onderneming van de ondergang redden, maar vaak zijn daarvoor geen financiële middelen voorhanden.

De ondernemer zal zich voortdurend moeten afvragen in welke levensfase zijn bedrijf verkeert en of hij nog op koers ligt met zijn doelstellingen. Aldus werkt de life-cycleanalyse als een navigator (zie figuur 3).

Figuur 3 De levensfasen in de life cycle navigator

< 5 jaar → startende onderneming		→ startfase
> 5 jaar → gevestigde onderneming		
	Jaarlijks groeiende omzet > 10% per jaar	→ groeifase
	Stabiliserend omzetniveau na groeifase	→ consolidatiefase
	Relatief stabiel omzetniveau, relatief goede winstmarges Interestcoverage ratio > 2	→ toplevelfase
	Omzet onder druk, winstmarges onder druk, oplopende kosten, liquiditeitsspanningen Interestcoverage ratio < 1	→ turnaroundfase
	Relatief mager omzetniveau, relatief magere winstmarges, structureel magere bedrijfsresultaten Interestcoverage ratio circa 1	→ stationaire fase
	Dalende omzet, dalende winstmarges, relatief hoog kostenniveau, verliesgevend, liquiditeitsproblemen Interestcoverage ratio negatief	→ kritieke fase

2.3 Voorspelbaarheid van insolventie

2.3.1 INLEIDING

De term ‘insolventie’ komen we in de Faillissementswet tegen in art. 173, lid 1 Fw dat luidt:

‘Indien op de verificatie-vergadering geen akkoord aangeboden of indien het aangeboden akkoord verworpen of de homologatie definitief geweigerd is, verkeert de boedel van rechtswege in staat van insolventie.’

Uit het vorenstaande kunnen we afleiden dat insolventie een toestand betekent, waarin een schuldenaar heeft opgehouden te betalen. Voor een bedrijf in financiële moeilijkheden betekent het kortweg: betalingsonmacht. Een feitelijke situatie dus, die op grond van art. 173, lid 1 Fw, de gerechtelijke status van ‘failliet’ tot gevolg kan hebben. Rechtsens is insolventie dus de status van de boedel tijdens het faillissement die intreedt als er geen akkoord tot stand komt. Insolventie heeft bedrijfseconomisch gezien te maken met een toestand dat er niet meer betaald kan worden; een dergelijke situatie kan zich ook buiten faillissement voordoen. Bij insolventie kunnen twee toestanden worden onderscheiden: *technische insolventie* en *feitelijke insolventie*. Insolventie is te definiëren als: de financiële toestand van een onderneming waarbij de beschikbare liquiditeiten en inkomende geldstroom ontoereikend zijn om de voor de continuïteit noodzakelijke betalingen tijdig te verrichten.

Onder technische insolventie verstaan we: de financiële toestand van een onderneming waarbij niet meer voldoende liquiditeiten voorhanden zijn om de aangegane verplichtingen te kunnen voldoen op het moment dat zij opeisbaar zijn geworden. Het gaat hier om een zuiver formele toestand waarin de onderneming balanstechisch verkeert. Zolang de onderneming nog telkens weer voldoende liquide middelen heeft om de noodzakelijk te verrichten betalingen te doen, zal er geen feitelijke insolventie intreden.

We verstaan onder feitelijke insolventie dan ook: de toestand dat de onderneming als gevolg van de financiële toestand van de onderneming heeft opgehouden te betalen. Insolventierisico kunnen we definiëren als: het risico dat een onderneming feitelijk insolvent wordt.

De term ‘faillissement’ heeft de betekenis van: een algemeen beslag van rechtswege op het vermogen van een schuldenaar die heeft opgehouden te betalen. We komen in de praktijk ook de term *technisch failliet* tegen. Daaronder wordt verstaan dat de onderneming een negatief eigen vermogen heeft en per definitie,

ingeval van liquidatie, niet meer alle schuldeisers zal kunnen voldoen. Naar Duitse maatstaven is er dan sprake van ‘Überschuldung’ en moeten aandeelhouders bijstorten. In Nederland kennen we een dergelijke verplichting niet.

Naar de oorzaken van een verslechterde gang van zaken werd rond de jaren dertig van de vorige eeuw al onderzoek gedaan. Met de vraag in hoeverre insolventie bij een onderneming voorspelbaar is, houdt de wetenschap zich nog maar enige decennia bezig. De eerste onderzoeken op dat gebied dateren uit de jaren zestig van de vorige eeuw. In grote lijnen kunnen we twee typen insolventievoorspellingsonderzoek onderscheiden. In de eerste plaats een cashflowgerichte benaderingswijze zoals wij die bij Donaldson tegenkomen. Zijn uitgangspunt is dat voorwaarde voor het kunnen terugbetalen van schulden de aanwezigheid is van financieel evenwicht in een onderneming, hetgeen is af te leiden uit een gelijkheid van in- en uitgaande kasstromen.³

Een tweede benaderingswijze van insolventievoorspelling is ‘financiële ratioanalyse’. Onderzoekers als Tamari, Beaver en Altman baseerden zich op de laatstgenoemde methodiek. Wat de studies van Tamari, Beaver en Altman betreft, merken we op dat die in de loop der jaren aan wetenschappelijke relevantie hebben ingeboet door een evolutie in de onderzoeksmethoden.⁴ Dat leidde ertoe dat Altman in 1977 zijn methode ging verfijnen en het ZETA-model introduceerde. Voor buitenlandse studies geldt echter in het algemeen dat ze niet zomaar op Nederlandse situaties kunnen worden toegepast.

Het onderzoek naar de voorspelbaarheid van insolventie in Nederland kwam pas eind jaren zeventig van de vorige eeuw op gang. De bekendste studies zijn die van Bilderbeek en die van Van Frederikslust. Eén van de instrumenten om het insolventierisico van een onderneming te peilen, is financiële ratioanalyse. Naast financiële kengetallen zijn echter ook andere ondernemingskenmerken van belang voor een integrale ondernemingsbeoordeling. We merken nu reeds op dat financiële kengetallen niet meer vermogen te belichten dan symptomen van de (on)gezondheid van een onderneming. Na eventuele signalering van een ziektebeeld zullen achterliggende oorzaken moeten worden opgespoord.

Naast ratioanalyse kennen we creditscoresystemen en ratings. Aan deze systemen zullen we eerst kort aandacht besteden.

³ Donaldson 1971b, p. 51.

⁴ Voor een verhandeling omtrent de onderzoeken van Tamari, Beaver en Altman zij verwezen naar de studie van Bilderbeek 1977 en de handelseditie van 1979.

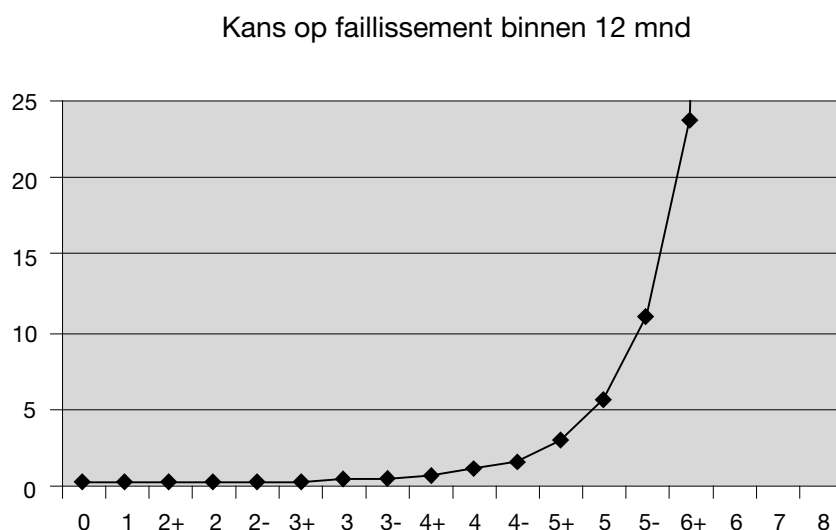
2.3.2 CREDITSORE EN RATING

Creditscore is tegenwoordig een gewild systeem om bedrijven naar kredietwaardigheidsgehalte te rubriceren. Informatiebureaus doen dat, maar ook banken gaan daar steeds meer toe over. Voor beide genoemde partijen geldt dat hun modellen niet openbaar zijn, dus niet narekenbaar. Men pretendeert dat ook toekomstgerichte informatie in de scores wordt verwerkt en soms stelt men dat ook rekening wordt gehouden met cashflows. Veel zal afhangen van de informatie die dit soort marktpartijen beschikbaar heeft. Voor informatiebureaus geldt in het bijzonder dat hun informatie gedateerd is. Zij moeten het bij niet-beursgenoteerde ondernemingen veelal hebben van de bij de Kamer van Koophandel gedeponeerde cijfers en die zijn zelden recent. Wel worden bij het vaststellen van de scores brancheontwikkelingen ‘meegenomen’, maar daar blijft het bij. Scores worden in een (computer)model berekend en ontberen een individuele (deskundige) beoordeling. Kansen komen niet (goed) in beeld en bedreigingen zijn vaak niet zichtbaar gemaakt. Deskundige analyse van de door hen gegeven scores blijkt een noodzaak te zijn, zo is onze ervaring.

Banken hebben het voorrecht dat zij over veel meer financiële informatie beschikken van de door hen gefinancierde ondernemingen, zoals recente volledige jaarrekeningen, niet alleen geconsolideerd, maar ook stand-alone ingeval van groepsmaatschappijen. Banken hebben de laatste decennia hun eigen risicomodellen ontwikkeld en verfijnd door de rapportageplicht aan de Centrale Bank in het kader van Basel II. Zo pretendeert ING-Bank meer dan negentig risicomodellen te hebben,⁵ maar inzage in de modellen heeft alleen DNB. Ook voor de risicomodellen en de creditscores die daaruit voortvloeien, geldt dat ze op historische gegevens berusten – in het bijzonder financiële ratio’s – en er slechts brancheontwikkelingen in zijn verwerkt en geen individuele prospectieve benadering. In hoeverre er cashflowontwikkelingen worden verdisconteerd en hoe deze dan zijn bepaald, wordt niet openbaargemaakt. Of een onderneming juist is geklasseerd, is voor de buitenwereld niet narekenbaar. In figuur 4 staat een voorbeeld van een model dat bij één van de Nederlandse bankinstellingen wordt gebruikt.

5 www.ing.com/group/showdoc.jsp?docid=275114_NL.

Figuur 4 Voorbeeld van een risicomodel



Hierbij geeft de score 5- aan dat faillissement binnen 12 maanden valt te verwachten. De enige toelichting die bij dit model bekend is, luidt aldus:

‘Vastgesteld met behulp van geavanceerde computerapplicatie waarmee jaarcijfers van een onderneming worden beoordeeld op financiële en niet-financiële aspecten. Dit leidt tot een uniforme score.’

Hoe deze score is bepaald, is niet publiekelijk toegankelijk. De bruikbaarheid beperkt zich tot de betreffende bank zelf en rapportage aan DNB.

Rating is ook een bekende wijze waarop kredietwaardigheid is te klasseren. Algemeen bekend is de ‘triple-A’. Ratings bewegen zich over het algemeen over een schaal van ‘AAA’ naar ‘BBB’ tot ‘B-’ met sluitstuk: ‘Geen rating’. Ze kunnen betrekking hebben op bedrijven en instellingen maar ook op overheden. Ze worden toegekend door rating agencies, te onderscheiden in export credit agencies (ECA’s) en external credit agencies (ECAI’s). Bekende agencies zijn: Moody’s, S&P, Fitch IBCA en Atradius (v/h Gerling NCM). Het zijn internationaal opererende organisaties die ratings geven aan grote tot zeer grote (beursgenoteerde) ondernemin-

gen en instellingen. Voor dit soort credit agencies geldt dat ze moeten voldoen aan de volgende voorwaarden:

- important market position (trustable);
- available for all (international) users;
- objective information;
- independent (no economic or political influences);
- frequent (yearly) review (also significant changes);
- public and transparent figures.

Het komt erop neer dat ratings alleen een functie hebben als het gaat om grote concerns. Begin 2008 kwamen de credit agencies onder vuur te liggen omdat zij van verschillende grote ondernemingen niet de gevolgen van de kredietcrisis in Amerika in beeld hadden. Hieruit bleek maar al te zeer dat hoewel de agencies zich beijveren heel actueel te zijn, ze toch ook soms achter de feiten aanhollen.

2.3.3 FINANCIËLE RATIOANALYSE EN INSOLVENTIERISICO

Inleiding

Altman zullen we vanwege zijn niet-aflatende populariteit volledigheidshalve bespreken. We zullen in hoofdzaak aandacht besteden aan Bilderbeek en Van Frederikslust. Bilderbeek vanwege zijn voortbouwen op de ‘ratioanalyse’ en Van Frederikslust vanwege zijn uitgangspunt van de ‘cashflow’; ons inziens de belangrijkste benadering van de insolventieproblematiek. Bilderbeek komt door middel van discriminantanalyse⁶ van financiële ratio’s tot zijn insolventievoorspellingsmodel. Van Frederikslust bouwde met zijn onderzoek in eerste aanleg voort op de theorieën van Donaldson door de cashflow van een onderneming als uitgangspunt voor zijn analyse te nemen. Hij komt echter vervolgens, bij de ontwikkeling van een insolventievoorspellingsmodel, ook terecht bij twee door middel van discriminantanalyse ontwikkelde financiële ratio’s. Beide studies dateren van de jaren zeventig van de vorige eeuw. Sindsdien zijn er geen nieuwe studies van betekenis verschenen.

Het insolventievoorspellingsmodel van Altman

Altman ontwikkelde in 1968 een insolventievoorspellingsmodel, de zogeheten Z-score. Later aangevuld met het Z”-scoremodel, speciaal ontwikkeld voor de luchtvaartindustrie waarbij de factor X₅ – omzet/balanstotaal – buiten beschou-

⁶ Wiskundige berekeningsmethode waarbij die ratio’s worden geselecteerd die zich het sterkst onderscheiden van andere.

wing bleef vanwege het op grote schaal voorkomen van operational lease. De Z-score was gebaseerd op discriminantanalyse van goedlopende en slechtlopende ondernemingen en wordt berekend uit vijf ratio's.⁷ De wegingcoëfficiënten zijn door middel van discriminantanalyse bepaald en worden aldus berekend:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

waarbij:

X_1 = werkkapitaal/balanstotaal

X_2 = ingehouden winst/balanstotaal

X_3 = winst voor interest en belastingen/balanstotaal

X_4 = marktwaarde eigen vermogen/totaal vreemd vermogen

X_5 = omzet/balanstotaal

Altman gaat bij de bepaling van de waarde voor X_4 uit van de marktwaarde eigen vermogen. Die waarde is alleen bekend van beursgenoteerde ondernemingen en niet van MKB-bedrijven.

In 1977 verfijnde Altman samen met Haldeman en Narayanan de methode⁸ door multidiscriminantanalyse toe te passen, het zogeheten ZETA-creditscore-model:

$$\text{ZETA} = a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + a_6X_6 + a_7X_7$$

X_1 = winst voor interest en belastingen/balanstotaal (zie X_3)

X_2 = stabiliteit ingehouden winst (deviatie rond een 10-jaar trend van X_1)

X_3 = terugbetalingcapaciteit op leningen

X_4 = ingehouden winst/balanstotaal

X_5 = liquiditeit (current ratio)

X_6 = ratio eigenvermogen/vreemd vermogen (marktwaarde en een 5-jaar trend)

X_7 = ondernemingsomvang (balanstotaal)

Bij een score lager dan 0 indiceert dat 'financial stress'.

Ook voor dit model geldt dat het retrospectief is en meer is gericht op grote ondernemingen en relevantie mist voor het MKB. Verder is een belangrijk bezwaar

⁷ Altman, E.I. R. Haldeman en P. Narayanan, 'Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations', *Journal of Banking & Finance*, 1, 1977.

⁸ Altman 1977.

de beperkte bruikbaarheid van het balanstotaal in de noemer. We zullen straks bespreken welke bezwaren er kleven aan het gebruik financiële balansratio's.

Het insolventievoorspellingsmodel van Bilderbeek

Het uitgangspunt bij Bilderbeek is dat de neerslag van het ondernemingsbeleid terug te vinden is in de financieel-economische uitkomsten en dat die uitkomsten kunnen worden uitgedrukt in kengetallen of ratio's. Hij onderkende evenwel dat (slechts) symptomen van het ondernemingsproces worden belicht en dat minder rooskleurige uitkomsten vervolgens uitnodigen om de oorzaken daarvan op te sporen.

Bilderbeek beperkte derhalve zijn onderzoek tot het analyseren van ratio's als reflectie van verschijnselen. Overigens onderschreef Bilderbeek dat in het algemeen een cashflowbenadering te prefereren is boven ratioanalyse. Hij paste bij zijn onderzoek standaardisering van gegevens toe, om onder meer verschillen in afschrijvingsbeleid te elimineren. Daarin zou dan geen grond meer gevonden kunnen worden voor een toepassing van cashflowberekeningen.⁹

Waar Van Frederikslust later uitgaat van een ruim insolventiebeprip, richtte Bilderbeek zich op wat hij noemt 'het meest ongunstige gevolg van insolventie: faillissement'. Voorwerp van onderzoek zijn enerzijds failliete bedrijven en anderzijds goedlopende bedrijven. Het probleem van de onderlinge vergelijkbaarheid van financiële gegevens van een onderneming met name door verschillen in waarderingsgrondslagen, loste hij op door de betreffende gegevens te uniformeren.

Aanvankelijk ging Bilderbeek uit van 20 ratio's, die hij toetste op 83 jaarverslagen afkomstig van 13 'failliete' en 14 'lopende' ondernemingen (respectievelijk 40 en 43 jaarverslagen).¹⁰ Door gebruikmaking van multiple discriminantanalyse (MDA) bleek dat vijf daarvan de beste discriminators waren tussen failliete en lopende ondernemingen aangeduid als: K_1 , K_8 , K_{11} , K_{15} en K_{19} , met de volgende notering:

⁹ Bilderbeek 1979, p. 87.

¹⁰ Het betrof hier meerdere jaarverslagen per onderneming.