

Wanneer overschrijdt de bestuurder de vereiste zorgvuldigheid ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit? (II)

E.H. HORLINGS RA

Toekomstige ontwikkelingen komen tot uitdrukking in de te verwachten cashflow. De cashflow uit het verleden is weliswaar geen garantie voor de toekomst, maar geeft wel enige mate van zekerheid over de mogelijkheden. Door aankoop van goodwill is intern ontwikkelde liquiditeit gestold en afhankelijk gemaakt van de ontwikkeling van externe markten. Indien bij IBM, KPN en Unilever de goodwill wordt afgeboekt van het eigen vermogen, dan is duidelijk dat het verhaalsrisico volledig bij financiers en crediteuren ligt. Immers het eigen vermogen is dan nauwelijks nog positief. De toekomst is in handen van de bestuurders. Het gaat om de stuurmanskunst van het verantwoordelijke management naar de toekomst toe, maar de criteria voor bestuurdersaansprakelijkheid hebben betrekking op het verleden.

In dit tweede deel ga ik nader in op de verhouding cashflow/schulden, de leencapaciteitsratio, bij de onderzochte ondernemingen. Ik laat u zien dat Vie d'Or en Ceteco aan de criteria voor liquiditeit en solvabiliteit voldeden niet ver voor het moment van faillissement, terwijl bij beiden sprake is van bestuurdersaansprakelijkheid. Bij Ceteco gaat de rechtbank in haar toetsingskader in op de vraag of bestuurders en commissarissen zich bij aanvang van de voorgenomen groei bewust waren van het gevaar van 'overstretching', waarmee in de procedure bedoeld wordt: het oprekken van de financiële spankracht van Ceteco. Voor alle onderzochte ondernemingen breng ik op het totaal van alle schulden de vlottende activa in mindering. Het resterende moet te allen tijde worden terugbetaald. Terugbetaling kan uitsluitend plaatsvinden door aflossingen. Aflossing op eigen kracht vindt plaats uit de cashflow. De verhouding tussen de cashflow en de uitstaande schulden geeft de mate van solvabiliteit weer. Het gaat er niet zozeer om waarin het geld is geïnvesteerd, maar veel meer staat de vraag centraal of de onderneming in staat is om haar schulden terug te betalen.

De terugbetaalperiode in jaren is een beter meetinstrument voor het vaststellen van het moment waarbij verhaalsinsol-

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Schulden lang	50.266	15.756	12.881	74.535	69.257
Schulden op korte termijn	36.002	5.221	11.599	59.320	84.789
Totale schulden	86.268	20.977	24.480	133.855	154.046
Af: Vlottende activa	48.935	4.689	10.811	67.653	96.457
Schulden per saldo	37.333	16.288	13.669	66.202	57.589
Cashflow	18.419	4.517	4.961	31.198	27.176
Terugbetaalperiode in jaren	2	3,6	2,7	2,3	2,1

ventie ontstaat. De terugbetaalperiode in jaren verschilt per branche vanwege het verschil in risico's per branche. Een eenvoudige norm kan om die reden niet zomaar gegeven worden.

Toekomstige ontwikkelingen komen tot uitdrukking in de te verwachten cashflow. De cashflow uit het verleden is weliswaar geen garantie voor de toekomst, maar geeft wel enige mate van zekerheid over de mogelijkheden. Door aankoop van goodwill is intern ontwikkelde liquiditeit gestold en afhankelijk gemaakt van de ontwikkeling van externe markten. Er is veel voor te zeggen om goodwill direct af te

boeken van het eigen vermogen, maar hoe het ook zij: de regelgeving vereist betaalde goodwill te activeren en daarover af te schrijven in de toekomst. Indien bij IBM, KPN en Unilever de goodwill wordt afgeboekt van het eigen vermogen, dan is duidelijk dat het verhaalsrisico volledig bij financiers en crediteuren ligt. Immers het eigen vermogen is dan nauwelijks nog positief. Het volledig voldoen van de schulden hangt af van toekomstige cashflows.

De toekomst is in handen van de bestuurders. Het gaat om de stuurmanskunst van het verantwoordelijke management naar de toekomst toe, maar de criteria voor bestuurdersaansprakelijkheid hebben betrekking op het verleden:

- Er moet sprake zijn van het niet nakomen van verplichtingen.
- Er moet sprake zijn van een voldoende ernstig persoonlijk verwijt.
- Er moet wetenschap bestaan dat de rechtspersoon de aangegane verplichting niet (tijdig) zal kunnen nakomen.
- Er is geen verhaal mogelijk voor de schade die de derde lijdt ten gevolge van de wanprestatie van de bestuurder.

Het handelen van de ondernemer leidt niet gauw tot bestuurdersaansprakelijkheid. Eenvoudige rekensommen over liquiditeit en solvabiliteit kunnen indicatief werken met betrekking tot de ontwikkeling van de financiële positie van de onderneming. Het moment van verhaalsinsolventie wordt bepaald door de stuurmanskunst van het verantwoordelijke management, de toekomst en het overschrijden van de terugbetaaltermijn in jaren van alle schulden.

Leningen op lange termijn worden verstrekt in relatie tot de verwachte terugbetaal(afflossings)capaciteit. Afflossing vindt plaats uit de cashflow. Als deze hapert dan is in tweede instantie desinvesteren een uitkomst. Financiers zoeken vaak deze zekerheid ter dekking van het risico van een dalende cashflow.

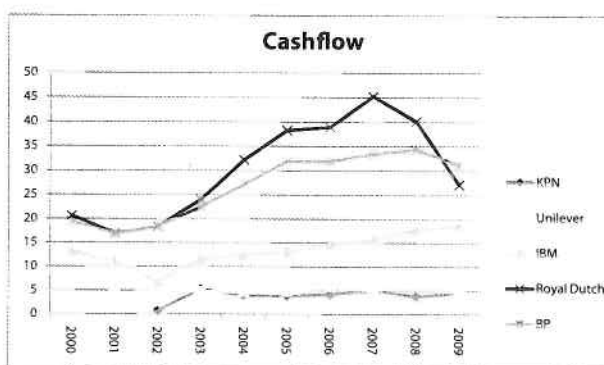
Wijzigingen in de cashflow zijn afhankelijk van economische en technologische ontwikkelingen. Naarmate de cashflow minder beweegt, neemt het vertrouwen in de terugbetaalcapaciteit toe. Voor de onderzochte ondernemingen is sprake van een stabiele ontwikkeling van de cashflow over de laatste tien jaar.

IBM ontwikkelde zich van hardware leverancier naar wereldwijd hardware en serviceleverancier. KPN ging over van analoog naar digitaal. Bij Royal Dutch en BP is het de ontwikkeling van de olieprijs die de cashflow doen fluctueren. Unilever bevindt zich in basisproducten op het gebied van voeding en persoonlijke verzorging en maakt eveneens een stabiele ontwikkeling door.

Toch zien we dat IBM in 2003 de weg omhoog heeft weten te vinden. De cashflow kwam in de daaraan voorafgaande jaren in gevaar. Ook KPN weet de weg omhoog te vinden. Dergelijke omwentelingen vragen om investeren en saneren. De toekomst wordt onzeker en de vraag is of er voldoende middelen voorhanden zijn om het voorgenomen beleid uit te voeren. Het is van belang om de leencapaciteit zodanig te houden dat altijd voldoende middelen verworven kunnen worden om het voorgenomen beleid te kunnen financieren.

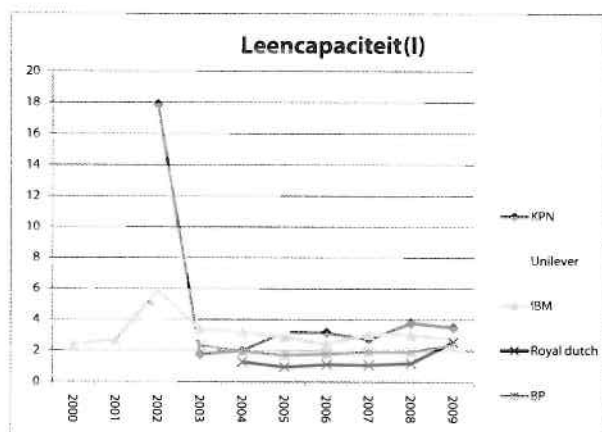
Het gaat er niet zozeer om waarin het geld is geïnvesteerd, maar veel meer staat de vraag centraal of de onderneming in staat is om haar schulden terug te betalen.

Bij financieren worden de risico's beperkt door de interne regels over de mogelijke omvang van de verplichtingen, de beheersing van de renterisico's, de valutaontwikkeling en de spreiding van de aflossingsverplichtingen in de tijd. Zo kent Royal Dutch een bepaling dat de leningen niet hoger mogen zijn dan twee maal het bedrag van het eigen vermogen. Maar hoe het ook zij, de belangrijkste factor in de financiering van de onderneming is de aflossingscapaciteit op grond van de cashflow. Deze factor is eenvoudig weer te geven door de relatie te berekenen tussen de cashflow en hoogte van de langlopende schulden. De uitkomst geeft het aantal jaren weer dat nodig is om op grond van de cashflow de schulden af te lossen. Naarmate die periode korter is, mag de onderneming meer solvabel worden geacht. In deze analyse speelt de hoogte van het eigen vermogen geen rol, noch de aard en omvang van de investeringen. Kortom, het feit dat het eigen vermogen van Unilever en IBM volledig opgaat aan goodwill speelt geen rol. Het is slechts de ontwikkeling van de cashflow in relatie tot de langlo-



		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KPN	Cashflow (€)			0,7	5,3	3,9	3,8	4,2	5,0	3,8	4,5
Unilever	Cashflow (€)	3,0	4,5	4,7	4,8	4,7	4,8	6,0	5,1	6,3	4,7
IBM	Cashflow (\$)	13,1	11,0	6,8	11,5	12,4	13,1	14,5	15,6	17,8	18,4
Royal Dutch	Cashflow (\$)	20,6	17,0	18,4	24,0	32,2	38,2	38,9	45,2	40,1	27,2
BP	Cashflow (\$)	19,4	16,9	18,5	22,5	27,2	31,9	32,0	33,4	34,4	31,2

Cashflow (* 1 miljard)



pende schulden die bepalend is voor een overschrijding van een moment waarop verhaalsinsolventie optreedt. Voor de onderzochte ondernemingen ziet de ontwikkeling van deze factor er als volgt uit:

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KPN	Leencapac. ratio (I)			17,9	1,8	2,0	3,2	3,1	2,7	3,8	3,5
Unilever	Leencapac. ratio (I)	6,8	4,8	3,7	3,0	2,8	3,2	1,9	2,2	1,9	2,7
IBM	Leencapac. ratio (I)	2,4	2,7	5,8	3,4	3,2	2,9	2,4	3,1	3,0	2,7
RD	Leencapac. ratio (I)					1,3	1,0	1,1	1,1	1,2	2,5
BP	Leencapac. ratio (I)				2,3	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9	2,4

Over een reeks van jaren blijkt dat van de onderzochte ondernemingen IBM en Unilever hun verhouding tussen de cashflow en de schulden op lange termijn steeds verder hebben teruggedrongen. Vooral Royal Dutch en BP maken een minder gunstige ontwikkeling door, maar nadere

belang. Onder de schulden op lange termijn komen verplichtingen voor die onderling grote verschillen vertonen als het gaat om de aflossing. Zo kunnen belastingverplichtingen zodanig ver naar voren geschoven zijn, dat van aflossing nauwelijks sprake is. Dat geldt vooral voor belastingverplichtingen uit hoofde van herwaardering van activa. Voorzieningen zijn geen verplichtingen maar kunnen dat wel worden. Het is alleen niet zeker op welk moment en tot welk bedrag deze naar voren zullen komen. Leningen vanuit het pensioenfonds van de onderneming wijken eveneens af, alleen al vanwege het specifieke belang bij het voortbestaan van de onderneming, van de van financiers ontvangen leningen.

Voorkomt het voldoen aan redelijke liquiditeit en solvabiliteit faillissementen zoals deze plaatsvonden bij Vie d'Or en Ceteco?

Onderstaand behandel ik de cijfers van Vie d'Or en Ceteco.

Bij deze vennootschappen, beide failliet, is sprake van bestuurdersaansprakelijkheid dan wel aansprakelijkheid van de accountant en toezichthouders. Op het moment dat bepalend is voor de bestuurdersaansprakelijkheid is er met de liquiditeit en solvabiliteit op grond van een eenvoudige analyse niets aan de hand. De bestuurdersaansprakelijkheid stoelt met name op het feit dat de ondernemingen niet in control waren. Deze vennootschappen gingen failliet terwijl de balansverhoudingen voorafgaand aan het faillissement niet afweken van die van andere banken.

De analyse wordt gemaakt op de datum waarop achteraf blijkt dat er sprake was van bestuurdersaansprakelijkheid. Bij Vie d'Or was dat de balans per 31 december 1989 waarbij ten onrechte een goedkeurende verklaring was verstrekt door de accountant en waar de DNB-Verzekeringskamer het

Wijzigingen in de cashflow zijn afhankelijk van economische en technologische ontwikkelingen. Naarmate de cashflow minder beweegt, neemt het vertrouwen in de terugbetaalcapaciteit toe.

analyse leert dat de cashflow in deze jaren afneemt, terwijl de schulden toenemen. De nominale ontwikkeling van de schulden in miljarden is als volgt:

Total non current liabilities	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KPN	13	9	8	12	13	14	14	16
Unilever	18	15	13	15	12	11	12	13
IBM	39	39	40	37	35	48	54	50
Royal Dutch			41	37	44	49	48	69
BP		52	53	55	57	64	66	75

De factor wordt enerzijds bepaald door de ontwikkeling van de cashflow en anderzijds door de omvang van de schulden. Het zijn deze twee grootheden die bepalend zijn voor het passeren van de peildatum voor het vaststellen van verhaalsinsolventie. Enige nuancering is daarbij van

eveneens lieten afweten. Van Ceteco, in staat van faillissement verklaard op 18 mei 2000, is opgenomen de balans per 31 december 1997 nu achteraf de rechtbank heeft vastgesteld dat 24 augustus 1997 de bestuurdersaansprakelijkheid aanvangt, het moment waarop verhaalsinsolventie intreedt.

	Vie d'Or	in %	Ceteco	in %
Balans per	31 12 1989		31 12 1997	
	*1000 HFL		*1000 USD	
Vaste activa	55.339	104	100.679	60
Werkkapitaal				
Vlottende activa	36.747		416.879	
Schulden kort	38.689	-	349.303	
Werkkapitaal	-1.942	-4	67.576	40
Totaal geïnvesteerd	53.397	100	168.255	100
Eigen vermogen	12.155	23	134.942	79
Schulden lang	41.242	77	33.313	21
Totaal gefinancierd	53.397	100	168.255	100
Cashflow	745		29.314	
Leencapaciteitsratio	55,4		1,1	

In geen van de gevallen is er sprake van afwezigheid van eigen vermogen en slechts het werkkapitaal bij Vie d'Or is gering negatief. Een indicatie over het optreden van verhaalsinsolventie of toepassing van de verlengde Beklameisnorm is er niet. Wel is bij Vie d'Or een eenmalige bate geboekt groot f 13.050.000,- zonder welke het resultaat zowel als het eigen vermogen negatief geweest zouden zijn. De Raad van Tucht acht de toelichting bij deze post onvoldoende. Voorts is de boeking op zichzelf onjuist, omdat deze in strijd is met het matchingprincipe, door vooraf de toekomstige inkomsten van het contract als opbrengst te verwerken. Hiertegenover had een passivering moeten staan van de ter zake van de herverzekering te betalen premie.

De cashflow zou bij een juiste verwerking zeker ook negatief zijn geweest en de toelichting op het eenmalige karakter van de bijzondere bate had de lezer van de jaarrekening er op gewezen dat er wellicht structureel sprake was van een verliesgevende situatie. Overigens waren het meerdere punten waarop de accountant tuchtrechtelijk schriftelijk is berispt. Voor een groot gedeelte zijn deze terug te brengen tot de gebrekkige organisatie waardoor de controlerende accountant niet kon beschikken over adequate informatie. Forensische accountants van KPMG rapporteren dat resultaat en vermogen te gunstig zijn voorgesteld in de jaren 1989 tot en met 1992 en dat de jaarrekeningen ten onrechte zijn goedgekeurd.

Bij Ceteco zijn het eigen vermogen en het werkkapitaal positief per ultimo 1997. Ook de leencapaciteitsratio ziet er op het eerste gezicht goed uit. Van het ontstaan van verhaalsinsolventie lijkt geen sprake. Echter, de rechtbank bepaalt het moment waarop bestuurdersaansprakelijkheid ontstaat op 24 augustus 1997. Het is interessant welk toetsingskader de rechtbank hanteert om de bestuurdersaansprakelijkheid vast te stellen.

Het Ceteco-vonnis¹

Toetsingskader: Indien er sprake is van een keten van gebeurtenissen, zo sluit de rechtbank haar uiteenzetting van het toetsingskader af, dan is het onvermijdelijk dat een tijdstip wordt gemarkeerd vanaf wanneer het bestuur of het toezicht op het bestuur als kennelijk onbehoorlijk moet worden aangemerkt. Gelet op de ruime beoordelingsmarge die aan bestuurders en commissarissen moet worden gegund moet een datum, de zogenaamde peildatum, gekozen worden die aan de veilige kant is. Vanaf dit toetsingskader is de rechtbank achtereenvolgens ingegaan op de volgende vragen:²

- Wat is de oorzaak van het faillissement?
- In de veronderstelling dat de omzetsdaling van Ceteco een belangrijke oorzaak is van het faillissement, welke omstandigheden hebben er dan toe geleid dat Ceteco de omzetsdaling niet kon opvangen?
- Zou eerder ingrijpen door bestuurders en/of commissarissen ertoe hebben geleid dat er voldoende tijd en mogelijkheden zouden zijn geweest om noodzakelijke maatregelen te treffen?
- Op welk moment hadden de bestuurders en commissarissen behoren vast te stellen dat de omvang van de onderneming te groot was geworden ten opzichte van de kwaliteit van de onderliggende processen? Bij de beantwoording van die vraag heeft de rechtbank een aantal omstandigheden in haar beoordeling betrokken:
 - de vraag of de bestuurders en commissarissen zich bij aanvang van de voorgenomen groei bewust waren van het gevaar van 'overstretching', waarmee in de procedure bedoeld wordt: het oprekken van de financiële spankracht van Ceteco;
 - de geplande groei van Ceteco en (de uitvoering van) voorgenomen evaluaties ten aanzien van met de groei samenhangende risico's;
 - de kenbare verzwakking van de organisatie in de loop van 1997;

Het is slechts de ontwikkeling van de cashflow in relatie tot de langlopende schulden die bepalend is voor een overschrijding van een moment waarop verhaalsinsolventie optreedt.

- de wijzigingen in het financieringsbeleid;
 - de naleving van eigen beleidsregels, afspraken en uitgangspunten.
- Kan de bestuurders en/of commissarissen een (voldoende ernstig) verwijt worden gemaakt van het feit dat Ceteco in een positie is gekomen dat zij de omzetsdaling niet kon opvangen?

In de vraagstelling is onder punt d de vraag opgenomen

¹ Bron: J.C.J. Wouters, Het Ceteco-vonnis van de rechtbank Utrecht van 12 december 2007, in: *Geschriften vanwege de vereniging Corporatie Litigation 2008-2009*, Deventer: Kluwer 2009, p. 183-184.

² R.o. 5.10.

of de bestuurders en commissarissen zich bij aanvang van de voorgenomen groei bewust waren van het gevaar van 'overstretching', waarmee in de procedure bedoeld wordt: het oprekken van de financiële spankracht van Ceteco.

In de jaarrekening per ultimo 1997 zijn werkkapitaal en eigen vermogen redelijk op orde. Het eigen vermogen is

In het jaarverslag 1998 van Ceteco komt een zevenjaaroverzicht voor. In dit overzicht komt ondanks alle interessante informatie geen woord voor over de ontwikkeling van de schulden.

geheel besteed aan de investering in vaste activa. Onder het werkkapitaal bevinden zich zo goed als alle schulden. Het is merkwaardig dat de vaste kern in voorraden en vorderingen gefinancierd is met kort krediet. In die zin is er voortdurend sprake van 'overstretching'. Conform de stelling van van Eeghen (positief werkkapitaal en eigen vermogen) is er geen vuiltje aan de lucht met betrekking tot het overschrijden van het moment waarop sprake is van verhaalsinsolventie. Bij een eventuele deconfiture zijn het de kredietinstellingen die grotendeels opdraaien voor het liquidatieverlies. Uitgaande van continuïteit lag het risico-dragend vermogen al in handen van de financiers. De vraag is of het overschrijden van dit moment, dus het moment waarop de kredietinstelling bewust ondernemersrisico financiert, tot mede aansprakelijkheid van de bank leidt. Maar waar ligt dan dat verhaalsmoment? De verhouding cashflow/schulden, de leencapaciteitsratio 1, bedraagt al jaren 10. In vergelijking met de onderzochte ondernemingen is dit zeer hoog. In 1996 neemt deze verder toe als gevolg van een toename van de schulden en ondanks een lichte stijging houdt de cashflow hiermee geen gelijke tred. De omzet neemt overigens met grote sprongen toe.

Een nadere toelichting op het bovenstaande laat in onderstaande tabel zien dat de kredietinstelling functioneert als verstrekker van werkkapitaal. Deze loopt daarmee het volledige risico van waardedaling voorraden, vorderingen en exploitatieverliezen. Deze situatie doet zich reeds voor ver voor 24 augustus 2007, de peildatum voor de bestuurdersaansprakelijkheid.

De gekozen wijze van financiering is zowel vanuit de onderneming als vanuit de financier een 'overstretched' situatie uit hoofde van risicoaanvaarding. Beiden hebben het risico actief al ver voor 24 augustus 1997 aanvaard.

Werkkapitaal financiering door kredietinstellingen (* 1.000 USD)		
Balans per	ult. 1998	ult. 1997
Vlottende activa		
Voorraden	114.908	168.647
Handelsvorderingen	177.024	208.776
Overige	48.829	39.456
Totaal vlottende activa	340.761	416.879
Af: Kortlopende schulden***	371.766	349.303
Werkkapitaal	-31.005	67.576
***waarvan kredietinstellingen	303.039	250.698
Werkkapitaal excl. kredietinstellingen	272.034	318.274

In het jaarverslag 1998 van Ceteco komt een zevenjaaroverzicht voor. In dit overzicht komt ondanks alle interessante informatie geen woord voor over de ontwikkeling van de schulden. Toch was het de essentie van het risico dat Ceteco liep: voorraden en vorderingen financieren met kort krediet. Een bewuste keus van zowel de leiding als de financier.

In zijn proefschrift *Kredietopvraging en insolventierisico*³ concludeert Vos dat het kredietwaardigheidsonderzoek door banken zich goed leent voor oorzaakanalyse van faillissement. Ook voor het beoordelen van de overlevingskansen en het begeleiden van een overlevingsproces is de bancaire methode goed bruikbaar. Op grond van deze conclusie mag enige kennis over het risico van financieren bij kredietinstellingen aanwezig worden geacht en mag actieve risicoaanvaarding worden verondersteld.

Internationale ontwikkelingen op zowel economisch, technisch, maatschappelijk en politiek gebied hebben de wereld (nog) meer dynamisch gemaakt. De resultaten uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst. Marktwerving creëert mogelijkheden en introduceert voorheen niet bestaande risico's. De essentie van financiële besturing ligt in de toekomstige cashflow en de mate van zekerheid daarbij om uit deze cashflow schulden te kunnen aflossen. Dat is bepalend voor het moment waarop de bestuurder de grens van zorgvuldigheid overschrijdt ten aanzien van de liquiditeit en de solvabiliteit van de rechtspersoon.

Over de auteur

E.H. Horlings RA, openbaar accountant te Amsterdam sinds 1973, directeur van Horatio Assurance Group BV, is reeds 15 jaar als docent verbonden aan de Grotius Academie opleiding Insolad. Hij is door de jaren heen gespecialiseerd geraakt in conflictsituaties op het gebied van waarden, financieren en herstructurering.

3 P. Vos, *Kredietopvraging en insolventierisico: overlevingskansen van bedrijven in financiële moeilijkheden en de Faillissementswet*, Deventer: Kluwer 2003, p. 268.

Ontwikkeling leencapaciteit Ceteco							
* 1000 USD	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Cashflow uit gewone bedrijfsuitoefening	-31.001	29.314	22.625	20.569	14.771	8.988	8.276
Totaal schulden incl. voorzieningen	415.513	382.616	277.517	168.151	127.511	868.36	82.798
Omzet	524.952	553.210	313.235	223.573	145.607	98.779	76.476
Schulden t.o.v. cashflow	-13	13	12	8	9	10	10