



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Failliet of niet? Een bedrijfseconomische blik op de levensvatbaarheidsvraag bij oorzakenonderzoek

Adriaanse, J.A.A.; Broekema, M.J.R.

Citation

Adriaanse, J. A. A., & Broekema, M. J. R. (2024). Failliet of niet?: Een bedrijfseconomische blik op de levensvatbaarheidsvraag bij oorzakenonderzoek. *Tijdschrift Voor Curatoren*, 2024(3/4), 85-89. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4171872>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4171872>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Failliet of niet? Een bedrijfseconomische blik op de levensvatbaarheidsvraag bij oorzakenonderzoek

prof. dr. J.A.A. Adriaanse en dr. mr. M.J.R. Broekema RV¹

Oorzakenonderzoek bij faillissement betreft een complexe en soms haast onmogelijke bezigheid. Immers, op een bepaald moment in de tijd – in de praktijk veelal ruim maanden en soms jaren na datum faillissement – wordt door een of meerdere buitenstaanders teruggekeken op door het bestuur van een onderneming gemaakte beslissingen in de periode voorafgaand aan het faillissement, en moet vervolgens ook een oordeel worden geveld. Was hier sprake van onrechtmatig handelen van voormalig bestuurders? En zo ja, dienen hier consequenties aan te worden verbonden, in termen van bestuurdersaansprakelijkheid? Deze afweging is enerzijds problematisch omdat i) de specifieke context van de dagen, maanden, jaren voorafgaand aan het faillissement ontbreekt (er wordt immers teruggekeken), anderzijds omdat ii) de onderzoekers zelf niet aanwezig zijn geweest destijds noch iii) zelf dilemma's hebben moeten afwegen laat staan iv) zelf beslissingen hebben moeten nemen in het krachtenveld waarin de onderneming in zwaar weer zich bevond. Daarnaast wordt v) teruggekeken met de wetenschap dat iets is misgegaan, wat de geneigdheid kan oproepen om de vervelende uitkomst (lees: faillissement) louter in direct, lineair verband te brengen met eerder gemaakte beslissingen, waarbij dan mogelijk op voorhand te weinig rekening wordt gehouden met contextuele factoren als niet-beïnvloedbaar gedrag van stakeholders (bijvoorbeeld banken, klanten, leveranciers) en/of simpelweg pech en toevallige gebeurtenissen.² Deze neiging wordt in de sociale wetenschappen 'outcome bias' genoemd, die nog kan worden verstrekt door vi) 'confirmation bias', ofwel de neiging om bij een onderzoek onbewust op zoek te gaan naar informatie die reeds eerder gevormde indrukken en assumpties bevestigen, ten koste van informatie die juist het tegendeel bevestigt of op zijn minst een nuance aanbrengt. En, om het nog complexer te maken, kan daarbovenop nog zogenoemde vii) 'ruis' optreden, ofwel (wederom) onbewust gedrag waarbij oordelen worden geveld op basis van willekeurige waarnemingen, en minder of geheel niet op basis van objectieve informatie.³

De levensvatbaarheidsvraag bij oorzakenonderzoek

In deze bijdrage richten we ons niet op beantwoording van al deze complexe vragen, maar vragen we binnen de bovengenoemde complexiteit aandacht voor een belangrijk bedrijfseconomisch thema. Te weten, de vraag in hoeverre een onderneming op een bepaald moment nog levensvatbaar is of niet (of anders gezegd: feitelijk failliet is of niet). In oorzakenonderzoeken en bestuurlijke aansprake-

lijkheidskwesties komt deze vraag namelijk geregeld op, naast bijvoorbeeld de vraag of de jaarrekeningen⁴ op tijd zijn gedeponeerd en/of de administratie op orde was. De conclusie c.q. het verwijt is dan meestal dat het bestuur eerder had moeten stoppen omdat – in de ogen van de onderzoeker/curator – al in een (veel) eerder stadium duidelijk was dat de onderneming in bedrijfseconomische zin en daarmee

1. Jan Adriaanse is als hoogleraar turnaround management verbonden aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden en directeur bij Kroll te Amsterdam. Marc Broekema is als universitair docent verbonden aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden en managing director bij Kroll te Amsterdam. Broekema is daarnaast raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam. Voor volledige overzichten van (neven)werkzaamheden van auteurs wordt verwezen naar de website van de Universiteit Leiden (www.leidenuniv.nl).
2. Voor meer achtergrondinformatie over biases in de context van faillissementen verwijzen we naar enkele recente empirische onderzoeken uit Leiden: Strohmaier N., Pluut H., Bos K. van den, Adriaanse J.A.A. & Vriesendorp R.D. (2021), Hindsight bias and outcome bias in judging directors' liability and the role of free will beliefs, *Journal of Applied Social Psychology* 51(3): 141-158 en Broekema M.J.R., Strohmaier N., Adriaanse J.A.A. & Rest J.I. van der (2024), Are Insolvency Practitioners Human?: On the Role of Similarity, Outcome and Gender Bias in Insolvency Situations, *Erasmus Law Review* : 1-14. Over de im-

pact van toevallige gebeurtenissen op de maatschappij en ondernemingen zie bijvoorbeeld Klaas, B. (2024). *Fluke*, London: John Murray (Publishers).

3. Zie over ruis in de context van faillissementen: Adriaanse J.A.A., Strohmaier N., Pool J.M.W. & Broekema M.J.R. (2023), De maatschappelijke taak van de curator in sociaalpsychologisch perspectief: een empirisch onderzoek naar 'ruis' bij belangenafwegingen in faillissementen. In: Oppedijk van Veen E.J., Brunninkhuis R.W.A., Hooff J.E.P.A. van, Loon A. van & Wiel J.H.M. van de (red.), *De taak van de curator: Insolad jaarboek 2023*. Insolad Jaarboek. Deventer: Wolters Kluwer. 3-27.
4. In de accountancy wordt onderscheid gemaakt tussen het jaarverslag en de jaarrekening. De jaarrekening betreft de financiële overzichten in een verslagjaar, terwijl een jaarverslag ook meer kwalitatieve informatie bevat zoals bijvoorbeeld letterlijk het verslag van de directie over de strategie, vooruitzichten en duurzaamheidsbeleid. De jaarrekening is dan ook onderdeel van het jaarverslag. In dit artikel spreken we alleen over de jaarrekening.

feitelijk failliet was. De onderbouwing van deze stelling dient dan – met in het achterhoofd de hierboven genoemde complexiteiten – zo zuiver mogelijk plaats te vinden, althans dat is ons uitgangspunt. En hier gaat het vaak mis. Wij observeren in de praktijk regelmatig dat basale bedrijfseconomische begrippen door elkaar heen worden gehaald, dan wel dat conclusies ten aanzien van levensvatbaarheid worden getrokken op grond van onjuiste c.q. onzuivere toepassing van bedrijfseconomische begrippen als winst, verlies, solvabiliteit en liquiditeit, evenals hiermee verbonden interpretaties van balansen en winst- en verliesrekeningen in de jaarrekening.

Complexiteit van gebruik van bedrijfseconomische begrippen

Onderstaand volgt een niet-limitatieve opsomming van enkele conclusies rondom levensvatbaarheid die in de praktijk door ons zijn waargenomen en die gebaseerd zijn op toepassing van de hierboven genoemde bedrijfseconomische begrippen.⁵

1. De verdien capaciteit van de onderneming in jaar X was onvoldoende om aan de kosten en stijgende schulden te kunnen voldoen.
2. Tegenover een klein nettoresultaat in jaar X, en verliezen in de jaren ervoor, stond een verhoging van de schuldenlast. Het is dan ook een feit dat de onderneming al jaren verlieslatend was.
3. Er werden jarenlang verliezen geleden die ervoor zorgden dat de reserves oprakten en dat de schuldenlast opliep. De onderneming was dus al lang niet meer solvabel en liquide.
4. De onderneming had een negatief werkkapitaal [blijkend uit de jaarrekening in jaar X, achteraf gezien ongeveer een halfjaar voor faillissement] en dus ook onvoldoende liquide middelen om alle kortlopende schulden te voldoen (...). Het bestuur had dan ook op een veel eerder moment de onderneming moeten staken en het faillissement moeten aanvragen.

Bij een eerste, snelle lezing kan zomaar de indruk ontstaan dat inderdaad sprake was van een al langer slecht lopende zo niet bijna failliete onderneming, en dat deze eigenlijk al veel eerder niet meer levensvatbaar was. Immers, de onderneming is alles bij elkaar kennelijk al jaren verlieslatend, heeft een oplopende schuldenlast en de solvabiliteit is naar verluidt ondermaats, dit alles ook nog met een slechte liquiditeit op balansdatum, blijkend uit de laatst beschikbare jaarrekening. Het werkkapitaal is immers negatief wat duidt, zo luidt de conclusie, op onvoldoende liquide middelen om op korte termijn aan de verplichtingen te voldoen (we gaan ervanuit dat hier met werkkapitaal de equatie 'vlottende activa minus kortlopende schulden' wordt bedoeld). Kortom, alle kenmerken van een niet of amper nog levensvat-

bare onderneming, waarbij de conclusie snel voor de hand ligt, namelijk dat te lang is doorgegaan. Dit alles wordt mogelijk ook nog versterkt door de wetenschap dat de onderneming niet lang na publicatie van de jaarrekening waaruit een en ander zou blijken failliet is gegaan. De vraag is echter of we een en ander op basis van de bovenstaand gebruikte bedrijfseconomische begrippen en redeneringen zomaar mogen concluderen. Wij denken van niet.

Terug naar de basis van enkele bedrijfseconomische begrippen

Om onze mening te onderbouwen is het goed om eerst naar de kern terug te gaan van enkele basale bedrijfseconomische begrippen als i) de balans, ii) de winst- en verliesrekening en iii) het kasstroomoverzicht, zoals te vinden in de jaarrekening van een willekeurige onderneming. We beschrijven deze onderstaand op hoofdlijnen, vereenvoudigd, in onderling verband en voor zover relevant voor dit artikel.

De *balans* betreft het overzicht van voorraadgrootheden op een bepaald tijdsmoment van de stand van de bezittingen van een onderneming (uitgesplitst in vaste en vlottende activa), de schulden van een onderneming (uitgesplitst naar kortlopende en langlopende schulden) en het eigen vermogen. Wij leren onze studenten daarbij altijd dat het eigen vermogen een saldo betreft, namelijk het resultaat van de aftreksom 'bezittingen -/- schulden', en dat deze dan ook simpelweg op die manier kan worden berekend. Ook stellen we vast dat het eigen vermogen van een onderneming in beginsel⁶ slechts door drie factoren kan toe- of afnemen, namelijk 1) winst/verlies, 2) onttrekkingen (lees: dividend)⁷ en 3) stortingen door aandeelhouders. De optelsom van 'winst/verlies + stortingen -/- onttrekkingen' verklaart dan ook in een bepaald jaar de toe- of afname van het eigen vermogen van de onderneming (en deze is als vanzelfsprekend gelijk aan de uitkomst van de hiervoor genoemde aftreksom). Het eigen vermogen in de balans wordt in de berekening van de solvabiliteit op een bepaald tijdsmoment veelal als basis genomen en afgezet tegenover de totale activa, waarbij de uitkomst dan gezien wordt als de mate waarin een onderneming op de lange termijn aan haar schulden kan voldoen, en in hoeverre de onderneming met schuld is gefinancierd. Van "solvabel zijn" wordt vervolgens in de spreektaal gesproken als er een gezonde balans is tussen eigen en vreemd vermogen, en vice versa. Wat precies gezond of ongezond is hangt hierbij veelal af van de normen die gelden voor een bepaalde bedrijfstak. In het algemeen wordt door financiers een ondergrens van 25% gehanteerd (ofwel minimaal 25% eigen vermogen ten opzichte

5. Dit artikel heeft als doel om in het algemeen te beschrijven wat soms niet goed gaat in de praktijk in dit kader. Er wordt dan ook bewust niet gerefereerd aan specifieke rechtspraak of casuïstiek. De conclusies zijn omwille van leesbaarheid soms bewerkt.

6. Wij abstraheren hierbij van andersoortig verlies zoals waardevermindering als gevolg van een goodwill impairment test.
7. Bij een eenmanszaak spreekt men niet van dividend maar louter van 'onttrekkingen'. In dit artikel gaan we echter uit van een BV of NV.

van 75% vreemd vermogen).⁸

Hiervoor werd het saldo winst/verlies al genoemd. Dit betreft de uitkomst van de equatie ‘opbrengsten -/- kosten’, zoals te vinden in de *winst- en verliesrekening* in de jaarrekening. Het betreft verantwoorde omzet minus bijvoorbeeld loonkosten, de inkoopwaarde van de omzet en afschrijvingen in een bepaalde periode, de zogenoemde stroomgrootheden. Belangrijk hierbij is de constatering dat opbrengsten en kosten niet gelijk hoeven te zijn aan de ontvangsten en uitgaven in een bepaalde periode. Sterker, de winst- en verliesrekening geeft geen enkele directe informatie over ontvangsten en uitgaven, i.e. kasstromen (cash flow). Afschrijvingen zijn bijvoorbeeld wel kosten maar vormen geen uitgaven, en ook opbrengsten zijn vaak niet gelijk aan ontvangsten, bijvoorbeeld omdat de onderneming op rekening verkoopt en klanten daardoor later betalen (om daarmee als ‘debiteur’ op de balans te verschijnen). Dit betekent vervolgens dan ook dat het saldo winst/verlies niet direct gekoppeld kan worden, laat staan een-op-een gelijkgesteld kan worden, aan het begrip verdien capaciteit. Verdien capaciteit impliceert immers het vermogen om geld te verdienen, i.e. positieve cash flows te genereren. De hoogte van bijvoorbeeld reserveringen ten laste van het resultaat en van afschrijvingen zijn daarnaast mede afhankelijk van door de onderneming binnen wettelijke kaders gemaakte keuzes. Ook wordt de hoogte van de nettowinst dan wel het verlies in de jaarrekening bepaald door belastingverplichtingen en rentekosten, die mede een gevolg zijn van financieringskeuzes van de onderneming. Gevolg is, met andere woorden, dat winst/verlies als uitkomst deels bepaald wordt door afwegingen, financieringskeuzes en wettelijke grondslagen. In feite zegt de uitkomst van de winst- en verliesrekening - ‘nettowinst/verlies’ - dan ook niets meer dan hoeveel boekhoudkundige winst is gemaakt, en wat de impact daarvan is geweest op het eigen vermogen zoals te vinden in de balans. Nettowinst/verlies zegt als zodanig derhalve weinig tot niets over het daadwerkelijke vermogen van de onderneming om geld te verdienen, laat staan dat het een objectief criterium biedt om iets over het beleid van het bestuur te zeggen (de winst- en verliesrekening kan overigens wel als basis dienen voor een berekening van het verdienvermogen, bijvoorbeeld in het kader van een waardering, maar vervolgens zijn diverse stappen nodig om daar te komen). We realiseren ons dat een en ander verwarrend kan zijn omdat ‘winst’ en ‘verlies’ in de dagelijkse praktijk ingeburgerde begrippen zijn en deze vaak geassocieerd worden met geld verdienen of geld verliezen. Het gaat hier echter over de zuiverheid van redenering in het licht van de bedrijfseconomische levensvatbaarheidsvraag.

Als laatste, het *kasstroomoverzicht* in een jaarrekening brengt de ontvangsten en uitgaven van een onderneming in beeld. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen i) operationele kasstromen, ii) kasstro-

men uit financieringsactiviteiten en iii) kasstromen uit investeringsactiviteiten. Opgeteld leiden deze kasstromen in een jaarrekening tot een totaaluitkomst, te weten de netto kastroom (of: netto cash-flow). Dit saldobedrag is gelijk aan c.q. verklaart het verschil tussen de liquide middelen op de balans per begin verslagjaar en per einde van het verslagjaar. Ofwel, het laat zien hoe de post liquide middelen is toe- of afgenomen in de betreffende achterliggende periode, en het fungeert daarmee tevens als een toelichting op de balanspost liquide middelen.

Samengevat impliceert het bovenstaande dat wanneer bedrijfseconomische begrippen in de praktijk van oorzakenonderzoek worden gebruikt het van belang is om deze goed uit elkaar te houden en deze vooral niet te “verhaspelen”, omdat anders onzuivere c.q. oneigenlijke conclusies worden getrokken.

Bepaling van de levensvatbaarheid aan de hand van bedrijfseconomische begrippen

Terug naar het voorbeeld. Hierin worden diverse conclusies getrokken, waarbij bezien met een bedrijfseconomische blik naar onze mening groten-deels onzuiver wordt geredeneerd. Onderstaand worden de conclusies wederom opgesomd, en vervolgens op basis van bovenstaande uiteenzetting van bedrijfseconomische begrippen van commentaar voorzien.

Conclusie 1: De verdien capaciteit van de onderneming in jaar X was onvoldoende om aan de kosten en stijgende schulden te kunnen voldoen. De onzuiverheid van de redenering ligt allereerst in het feit dat verdien capaciteit direct gekoppeld wordt aan de kosten van de onderneming. Ofwel, een bedrijfseconomisch begrip dat duidt op cash flow generatie en daarmee het kasstroomoverzicht wordt ten onrechte gekoppeld aan een bedrijfseconomisch begrip uit de winst- en verliesrekening. Daarbij worden stijgende schulden ook direct aan de verdien capaciteit en kosten gekoppeld, terwijl schulden in de balans zijn te vinden. Als wordt bedoeld dat stijgende schulden tot hogere rente- en aflossingsverplichtingen leiden, en daarmee tot hogere uitgaven, dan zou vervolgens de impact ervan op de cash flow in beeld moeten worden gebracht. Echter, om vervolgens iets over de levensvatbaarheid te zeggen gaat het dan eerder om de verwachtingen ten aanzien van *toekomstige* cash flow, naar beste weten van het bestuur op dat moment, te weten het moment waarop de jaarrekening wordt vastgesteld. Het gaat, met andere woorden, niet om de cash flow, kosten en stijgende schuld in de afgelopen periode.

Conclusie 2: Tegenover een klein nettoresultaat in jaar X, en verliezen in de jaren ervoor, stond een verhoging van de schuldenlast. Het is dan ook een feit dat de onderneming al jaren verlieslatend was. In deze redenering wordt de schuldenlast in de balans direct gekoppeld aan het nettoresultaat zoals te vinden in de winst-

8. Zie bijvoorbeeld de website van Rabobank in het bijzonder het artikel ‘Solvabiliteit, wat is het en hoe bereken je het?’ (laatst bezocht op 7 juli 2024).

en verliesrekening en de verliezen in de jaren ervoor, hoewel deze op zichzelf geen direct verband hebben. Deze conclusie zegt verder niets over de vraag waarom de schuld is gestegen, dit kan bijvoorbeeld het gevolg zijn van een tijdelijke additionele werkkapitaalbehoefte vanwege inkoopverplichtingen of bijvoorbeeld een overbruggingskrediet. Hoe dan ook, een vraag met betrekking tot de levensvatbaarheid van de onderneming kan hiermee niet zondermeer worden beantwoord, terwijl de suggestie wel wordt gewekt dat hiervan geen sprake is door de constatering van jarenlange verliezen in combinatie met een verhoging van de schuldenlast. Er wordt immers geen koppeling gemaakt naar de verwachtingen van het bestuur op dat moment ten aanzien van de toekomstige cash flows, en daarmee het vermogen van de onderneming om aan haar verplichtingen op korte en middellange termijn te voldoen.

Conclusie 3: Er werden jarenlang verliezen geleden die ervoor zorgden dat de reserves opraakten en dat de schuldenlast opliep. De onderneming was dus al lang niet meer solvabel en liquide. Ook hier worden bedrijfseconomische begrippen door elkaar gehaald. Zo heeft het boekhoudkundig lijden van verlies weliswaar impact op het eigen vermogen (we gaan ervan uit dat hier de reserves worden bedoeld die onderdeel uitmaken van het eigen vermogen) maar staat het maken van verlies op zichzelf los van oplopende schulden. Natuurlijk kan een slechte gang van zaken ertoe leiden dat een onderneming extra financiering moet aantrekken, dit is dan echter een gevolg van negatieve cash flow, dat los staat van de boekhoudkundige winst dan wel verlies. Kortom, de directe causaliteit ontbreekt. Dit geldt dan vervolgens ook voor de solvabiliteit en liquiditeit. Zo zegt een verslechtering van het solvabiliteitspercentage mogelijk iets over verliezen in de winst- en verliesrekening (waardoor het boekhoudkundige eigen vermogen op de balans afneemt en als gevolg het solvabiliteitspercentage) en over toenemende schulden (waardoor de verhouding eigen vermogen ten opzichte van de schulden toeneemt) maar zegt dit niets over de liquiditeit. Liquiditeit gaat simpelweg over de vraag hoeveel cash op korte termijn beschikbaar is om aan verplichtingen te voldoen en heeft in die zin niks met afnemende reserves te maken of een oplopende schuldenlast. Anders gezegd, als er voldoende cash aanwezig is om aan de huidige verplichtingen te voldoen, en er in alle redelijkheid op kan worden vertrouwd dat er op korte en middellange termijn voldoende cash kan worden gegenereerd, dan kan niet worden geconcludeerd dat de onderneming niet levensvatbaar is op dat moment, ongeacht de stand van de boekhoudkundige reserves of schulden per einde boekjaar (wat in deze conclusie wel de suggestie is).

Conclusie 4: De onderneming had een negatief werkkapitaal [blijkend uit de jaarrekening in jaar X] en dus ook onvoldoende liquide middelen om alle kortlopende schulden te voldoen (...) Men had dan ook op een veel eerder moment de onderneming moeten staken en het faillissement moeten aanvragen. Ook deze conclusie is bedrijfseconomisch niet zuiver. Immers, er

wordt op basis van één tijdsmoment (einde van het verslagjaar) geconcludeerd dat de onderneming een negatief werkkapitaal heeft, *dus* niet voldoende liquide middelen heeft en daarmee niet levensvatbaar meer is. Waar echter aan voorbij wordt gegaan is dat deze bedrijfseconomische indicator letterlijk de volgende dag al anders, i.e. positief kan zijn, derhalve dat voorzichtig moet worden omgegaan met conclusies op basis van een dergelijke berekening. Een eenvoudig voorbeeld laat dit zien. Stel dat een onderneming op 31 december voor EUR 2.000 aan liquide middelen heeft, voor EUR 2.000 aan voorraad, en voor EUR 2.000 aan debiteuren. Totaal derhalve EUR 6.000 aan vlottende activa. Daartegenover staat voor EUR 7.000 aan (korte termijn) verplichtingen bij crediteuren. Dit betekent dat het netto werkkapitaal EUR 6.000 (vlottende activa) minus EUR 7.000 (crediteuren) = -/- EUR 1.000 bedraagt, derhalve is het netto werkkapitaal “negatief”. Echter één dag later, op 1 januari daaropvolgend, wordt voor EUR 1.000 aan voorraad verkocht en geleverd, middels constante verkoop (“boter bij de vis”), voor een bedrag van EUR 3.000 (derhalve met EUR 2.000 winstmarge). Het gevolg is dan dat de liquide middelen toenemen tot EUR 5.000 en de voorraad afneemt tot EUR 1.000, de post debiteuren blijft gelijk, te weten EUR 2.000. Totaal is er dus na deze transactie sprake van EUR 8.000 aan vlottende activa. De korte termijn verplichtingen aan crediteuren zijn evenwel gelijk gebleven, derhalve EUR 7.000, waardoor het werkkapitaal slechts één dag later EUR 8.000 -/- EUR 7.000 = EUR 1.000 positief is geworden. Met andere woorden, het gebruik van netto werkkapitaal als enige instrument, en ook nog op één moment, om de levensvatbaarheid van een onderneming te bepalen is te beperkt, laat staan dat het een conclusie in een oorzakenonderzoek kan onderbouwen dat de onderneming ‘feitelijk failliet is’ en ‘gestaakt’ zou moeten worden. Ook hier dient slechts gekeken te worden naar één vraag, namelijk wat de verwachtingen voor de nabije toekomst waren met betrekking tot cash flow generatie, en of dat in alle redelijkheid, rekening houdend met de dynamiek van dat moment en alle complexiteit daaromtrent, door het bestuur en haar adviseurs had mogen worden geconcludeerd.

Afsluitend

In deze bijdrage is beoogd een kritische blik te werpen op het gebruik van algemene bedrijfseconomische begrippen bij oorzakenonderzoeken. Onze conclusie is dat daar buitengewoon voorzichtig mee moet worden omgegaan. En als al conclusies worden getrokken op basis van begrippen als (boekhoudkundige) winst, verlies, solvabiliteit en liquiditeit, dat deze allereerst zuiver moeten worden gebruikt, vervolgens niet moeten worden verhaspeld, maar dat vooral gekeken moet worden naar de verwachtingen van het bestuur, op bepaalde momenten in de tijd, rondom toekomstige cash flow generatie. Uiteindelijk draait het bij levensvatbaarheidsvragen van on-

dernemingen toch om het adagium '*cash is king, profit an opinion*'. Ofwel, mocht het bestuur in alle redelijkheid en rekening houdend met de context van het moment erop vertrouwen dat de onderneming op korte en middellange termijn in staat zou zijn om voldoende cash te genereren om aan haar verplichtingen te voldoen? Het is in die zin dan ook beter om

op zoek te gaan naar op de toekomstgerichte cash-flow begrotingen en toenmalige discussies daaromtrent dan louter naar jaarrekeningen te kijken. Er mag daarbij ook niet worden vergeten dat bestuurders in onzekerheid moeten beslissen en soms verrast kunnen worden door snel veranderende positieve of negatieve omstandigheden.