

Jaap Korpel/Jelle van der Meer/
Fred van Zaalen*

De voorgeschiedenis van de problemen bij OGEM

1 Inleiding

In 1978 leek de *Overzeesche Gas- en Electriciteits Maatschappij OGEM* een succesvol en gezond bedrijf. In 1979 is daar abrupt een eind aan gekomen. Het beeld van een expanderende multinational maakte plaats voor dat van een noodgedwongen inkrimpend concern. Het is nu 1982 en OGEM BV fungeert alleen nog als sterfhuis voor een aantal bedrijven in moeilijkheden, de rendabele bedrijven zijn ondergebracht in een nieuw concern.

In de pers werd veel aandacht besteed aan personen in de top en de blunders die zij maakten, zoals de aankoop van het bijna failliete Duitse bedrijf *Beton- und Monierbau*. Waren dergelijke missers niet begaan dan zou er met OGEM niets aan de hand zijn, zo luidde de gangbare analyse.

In 1981 hebben wij een onderzoek afgerond naar de problemen bij OGEM.¹ Dit leidde tot een andere konklusie. OGEM heeft haar optimistische expansie gefinancierd met vreemd vermogen. In de goede jaren leidde dat tot een bevredigende winstvoet over het eigen vermogen. Maar bij een teruglopend rendement over het totale vermogen en hoge rentelasten is deze financieringswijze zeer riskant. Dat is door de concernleiding ernstig onderschat.²

In dit artikel ligt de nadruk op analyse van de financiële structuur. Het onderbouwt de konstatering dat vooral de scheve verhouding tussen eigen en vreemd vermogen — die al een jaar of tien geleden ontstond — kan verklaren waarom OGEM in de problemen is geraakt.

Met behulp van het begrip 'financiële hefboomwerking van de vermogensstructuur' wordt in *paragraaf 3* de financiële politiek van

* Doktoraalstudenten aan de Economische Fakulteit van de Rijksuniversiteit Groningen.

1. *OGEM en het BuM-denken*, Groningen, 1981. Een onderzoek in het kader van de cursus externe organisatie aan de Economische Fakulteit RU Groningen.

2. Zie ook prof. dr. P. Kuin; de gepubliceerde samenvatting van zijn rapport *Beleid en bestuur van OGEM in de jaren zeventig* verscheen in december 1980. In het rapport, op verzoek van de Raad van Commissarissen van OGEM opgesteld, komt hij tot dezelfde konklusie.

het concern in de jaren 1965-1980 doorgelicht. Daarop aansluitend wordt in *paragraaf 4* een verband gelegd tussen de financiële problemen van OGEM in 1979 en de steeds verdergaande sanering die de afgelopen twee jaar op gang is gekomen. Bij deze korte beschrijving staat de rol van het bankenkonsortium centraal. Eerst wordt in *paragraaf 2* in het kort de geschiedenis van het OGEM-concern beschreven.

2 Een schets van OGEM

2.1 Groei

OGEM was in 1979 een concern dat ruim 200 bedrijven telde. Grote bedrijven, want in totaal waren bij OGEM ruim 20.000 mensen in dienst. Amper twintig jaar geleden was dat heel anders. Aan het begin van de zestiger jaren bestond OGEM uit slechts 30 bedrijven met in totaal 2.500 mensen. In deze paragraaf wordt een beeld gegeven van de geschiedenis van het OGEM-concern, dat zich vooral in de jaren 1966-1976 als een zeer snelle groeier ontpopte. In tabel 1 zijn enkele cijfers over het OGEM-concern ondergebracht.

Enkele kerncijfers OGEM

	aantal bedrijven	personeel	omzet	winst*
1965	32	4.000	f 150 mln	f 13 mln
1970	90	11.900	840 mln	24 mln
1975	209	22.000	2980 mln	18 mln
1976	229	21.100	3270 mln	24 mln
1977	200	22.100	3510 mln	32 mln
1978	201	22.500	3590 mln	37 mln
1979	213	20.300	4990 mln	-22 mln
1980	196	19.500	3940 mln	-120 mln

* Na aftrek van incidentele lasten, rente en belastingen, inclusief resultaten uit deelnemingen.

Bron:
jaarverslagen OGEM.

De opvallende groei die OGEM in de jaren 1966-'76 doormaakt wordt in deze cijfers duidelijk weerspiegeld. Na 1976 komt de expansie tot stilstand. De omzet van 1979 springt eruit omdat in dat jaar eenmalig internationale projecten (f 1322 mln) zijn uitgevoerd. De winst groeit tot 1974 traag, wordt in 1975

tabel 1

138

gehalveerd en herstelt zich daarna weer langzaam.

In 1979 komt de grote ommekeer. Zowel met de groei als met de winst – en de 'turnkey'-projekten in het Midden-Oosten – is het definitief afgelopen. OGEM zit diep in de problemen. Een ingrijpende reorganisatie gericht op de vermindering van de schuldenlast wordt in uitvoering genomen. Om hun vorderingen op OGEM veilig te stellen vormen de banken een consortium.

2.2 Werkterrein

De geschiedenis van OGEM is, naast die van de groei in omvang, tegelijkertijd de geschiedenis van het verschuiven van het werkterrein: van energie via elektrotechnische installatie naar handel en bouw. Aanvankelijk is OGEM een *energiebedrijf*, opgericht in 1863 voor de exploitatie van gas- en elektriciteitsbedrijven in overzeese gebiedsdelen. Bijna honderd jaar lang zal dat zo blijven. In die tijd groeit OGEM uit tot een concern met ruim 40 vestigingen in Indonesië en het Caribisch gebied. In de vijftiger jaren blijkt dat de verschillende overheden de energievoorziening in eigen hand wensen te hebben. Na omvangrijke nationalisaties zijn alle vestigingen in Indonesië aan de Indonesische overheid verkocht. In 1957 telt OGEM nog maar tien bedrijven. In de daaropvolgende twintig jaar worden er in Peru en Venezuela enkele nieuwe bedrijven opgezet, maar ook worden er in het Caribische gebied enkele genationaliseerd. De energiedivisie blijft zodoende tussen 1957 en 1977 zo'n vijftien bedrijven groot. De afgelopen paar jaar zijn ook de meeste van deze vijftien overgedragen aan de betreffende overheden.

Uit deze nationalisaties komt heel wat kapitaal vrij. OGEM neemt in 1959 de elektrotechnische *installatiebedrijven Croon&Co* over en betreedt daarmee een heel nieuw werkterrein. Door deze overname doet K. Fibbe, afkomstig uit de directie van Croon&Co, zijn entree. Het totale aantal bedrijven is nu 30 en dat zal zo blijven tot 1966. In de jaren 1966-1976 maakt OGEM een explosieve groei door, die alleen in 1973 en 1974 even stukt. In elf jaar tijd worden maar liefst 250 bedrijven overgenomen (en 50 afgestoten). In de eerste helft van deze groeiperiode wordt de *industriedivisie* op poten gezet, die uiteindelijk ruim 30 bedrijven telt. In 1963 is met de overname van *THV* een begin gemaakt met de *handelsdivisie*. Gedurende de gehele groeiperiode wordt aan de uitbreiding hiervan hard gewerkt; elk jaar vijf bedrijven erbij en bovendien twee monster-overnames: in 1972 *Stokvis* (25 bedrijven) en in 1975 *Lindeteves-Jacoberg* (45 bedrijven). Hierdoor wordt de handelsdivisie veruit de grootste, zij maakt in 1979 meer dan de helft van het hele concern uit.

De veel bekendere *bouwdivisie* is niet zo groot. Opgezet in 1971

groeit deze uit tot 25 bedrijven in 1979.³

tabel 2

Omvang van de divisies in 1979

divisie	aantal bedrijven	omzet*	personeel
energie	4 (2%)	f 991 mln (20%)	9700 (48%)
installatie	40 (19%)		
industrie	33 (15%)		
handel	111 (52%)	1999 mln (40%)	6800 (33%)
bouw	25 (12%)	678 mln (14%)	3800 (19%)
 totaal OGEM	 213 (100%)	 3668 mln (74%)	 20300 (100%)

* Omzet internationale projecten (f 1322 mln = 26%) is niet verwerkt; dit komt waarschijnlijk ten goede van installatie, industrie en bouw.

Bron:
OGEM Jaarverslag 1979.

Op het eerste gezicht lijkt OGEM zich op vijf zeer verschillende terreinen te bewegen: energie, installatie, industrie, handel en bouw. Als men echter de werkterreinen van de ruim 200 bedrijven wat nauwkeuriger bekijkt blijkt dat de bedrijven elkaar aanvullen. Het hele pakket van bedrijven is geschikt om 'turnkey'-projecten uit te voeren. OGEM kan inschrijven op projecten die bestaan uit, bijvoorbeeld, het bouwen van een gehele stadswijk plus inrichting. Men richt zich daarbij vooral op het Midden-Oosten.

2.3 Problemen

In de praktijk bleek het pakket van aanvullende bedrijven niet zo soepel te functioneren als OGEM zelf veronderstelde. Ten eerste was de groep van 200 bedrijven slecht geïntegreerd. Dat is niet verwonderlijk als in elf jaar tijd meer dan 250 bedrijven worden opgekocht. In dit verband is het van belang in te gaan op de filosofie die achter het aankoopbeleid van OGEM zit. Deze filosofie, afkomstig van de heer Fibbe, houdt in dat onder de globale leiding van de koncern top een groep elkaar aanvullende maar zelfstandige bedrijven funktioneert. Bij overname blijft het management van de bedrijven gehandhaafd. Omdat een overname

3. De affaire Nederhorst speelde wat OGEM betreft van 1976 tot 1979. Gezien de invalshoek van dit artikel en omdat de zaak al uitvoerig is beschreven gaan wij er hier niet op in. We verwijzen geïnteresseerden naar het artikel van Stemerding en

Verbeek in TPE jrg. 1 nr. 1, en naar het boek (grotendeels gebaseerd op onderzoek en materiaal van de vorige twee schrijvers) *De uitvaart van Nederhorst*, door D.J. Haank en R. de Lange, Gorinchem 1979.

hierdoor betrekkelijk weinig organisatorische veranderingen voor het concern met zich meebrengt, kan in korte tijd vrijwel probleemloos een groot aantal bedrijven aangetrokken worden.⁴ Van enige integratie is dan geen sprake. De OGEM-bedrijven vullen elkaar aan maar van een samenwerkingsverband kan men niet spreken. Wil men echter gezamenlijk opdrachten gaan uitvoeren, dan is juist een heel andere concernstructuur gewenst. Zeker voor de door de Raad van Bestuur zo fel begeerde 'turnkey'-projecten is het nodig dat de bedrijven niet zelfstandig maar juist ondergeschikt zijn en dat er goede informatiekanalen zijn. Juist op dergelijke punten ontstaan problemen bij OGEM: slechte integratie en onvoldoende coördinatie van beslissingen, in enkele gevallen zelfs concurrentie tussen zusterbedrijven. Een bijkomend probleem was het kweken van een eigen managementkader.

Ten tweede zijn lang niet alle overgenomen bedrijven gezond. Teveel bedrijven bewegen zich op markten met weinig groeiperspektief en kleine winstmarges.⁵ Sommige overnames betroffen zelfs grote bedrijven in moeilijkheden; bijvoorbeeld Lindeteves-Jacoberg en Beton- und Monierbau. Lindeteves-Jacoberg heeft OGEM ruim f 40 mln verlies opgeleverd, BuM eenzelfde bedrag. Los van de problemen die uit de overnamepolitiek voortkwamen zijn er ook andere fouten door de concerttop gemaakt die tot grote problemen hebben geleid. De sektor onroerend goed is een van de grootste verliesbronnen van OGEM. Vooral via de projectontwikkelingsmaatschappijen *Dynamo International* en *Omega Projekt* worden grote verliezen geleden. Gebrek aan controle van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van OGEM op deze bedrijven heeft hiertoe bijgedragen. Het turnkey-avontuur in het Midden-Oosten is evenmin erg fortuinlijk verlopen. In de jaren 1976-'78 heeft OGEM daar voor enkele miljarden aan orders in de wacht gesleept. De grootste opdracht was de bouw van een luxe woonstad in Damman, voor een totaalbedrag van f 1,35 miljard. Bij de start van het project voorspelde Udink een netto winstmarge van 10%. Uiteindelijk is het project met hangen en wurgen net zonder verlies afgesloten. De overige kleinere projecten zijn deels met verlies en deels met een kleiner dan verwachte winst afgesloten.

3 Hefboomwerking

Toen duidelijk werd dat over het jaar 1979 verlies geleden was, leek dat een onverwachte verslechtering. De winstvoet is afgezien van een inzinking in 1975 altijd hoog geweest. In feite blijkt het met

4. *Het Financieele Dagblad*, 7-3-1980.

5. Zie o.a. het reeds aangehaalde rapport van P. Kuin.

OGEM echter al sinds 1965 bergafwaarts te gaan: sindsdien is het rendement op het totale vermogen consequent gedaald en de omvang van de rentelasten telkens toegenomen. Dat desondanks de winstvoet, die door de buitenwereld vaak als informatiebron gebruikt wordt, op een hoog peil kon blijven is te verklaren aan de hand van de zogenaamde hefboomwerking van de financiële structuur. Zoals hieronder wordt toegelicht brengt het door middel van de hefboom opkrikken van de winstvoet steeds grotere risico's met zich mee. De winstvoet kan plotseling sterk dalen of zelfs negatief worden.

Voor een goed begrip van de rest van het artikel zullen we de principes van de hefboomwerking kort toelichten. Daarbij moeten twee begrippen goed uit elkaar gehouden worden: enerzijds de winstvoet en anderzijds het rendement (allebei in procenten). De winstvoet w_{ev} is de netto winst na rente, gedeeld door het eigen vermogen. Het rendement r_{tv} is het bedrijfsresultaat vóór rente, gedeeld door het totaal (eigen plus vreemd) vermogen.⁶ De winstvoet kan nu geschreven worden als:⁷

$$w_{ev} = r_{tv} + (r_{tv} - k_{vv}) \cdot \frac{VV}{EV}$$

Daarin is k_{vv} de gemiddelde rentevoet over het vreemde vermogen en is $\frac{VV}{EV}$ de vermogensverhouding. In de formule is samengevat hoe de winstvoet afhangt van het rendement, van het verschil tussen rendement en rentevoet, en van de vermogensverhouding. De winstvoet is gebaseerd op het rendement r_{tv} . Maar er is een voordeel te behalen door het inzetten van vreemd vermogen, zolang dat minder kost (rentevoet k_{vv}) dan het opbrengt (rendement r_{tv}). De winstvoet wordt hiermee opgekrikt, er komt een hefboomopslag bovenop het rendement. De omvang van die opslag hangt af

6. Als bedrijfsresultaat nemen we nettowinst plus rentelasten. Belastingen en alle andere bedrijfskosten zijn dus al afgetrokken.

7. De afleiding van deze formule verloopt als volgt:

$$\text{winstvoet } w_{ev} = \frac{\text{netto winst} - \text{bedrijfsresultaat} - \text{rentelasten}}{EV}$$

$$\text{rendement } r_{tv} = \frac{\text{bedrijfsresultaat}}{TV}$$

$$\text{rentevoet } k_{vv} = \frac{\text{rentelasten}}{VV}$$

De laatste twee definities kan men herschrijven als:

$$\text{bedrijfsresultaat} = r_{tv} \cdot TV$$

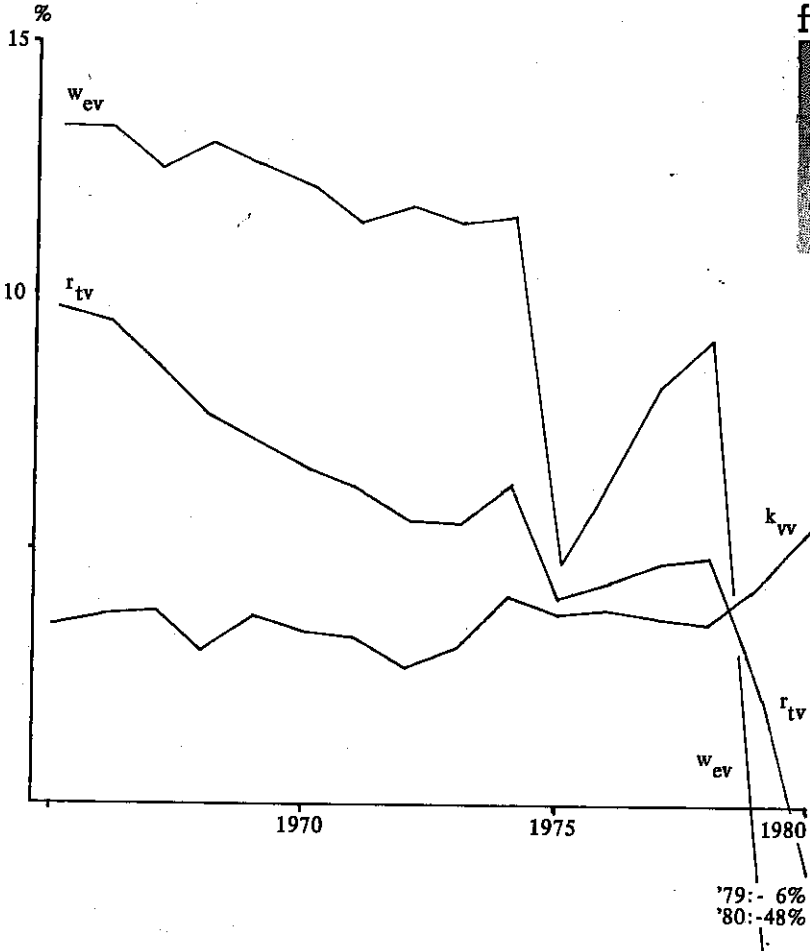
$$\text{rentelasten} = k_{vv} \cdot VV$$

Vullen we dit in de formule voor de winstvoet in, dan volgt:

$$w_{ev} = \frac{r_{tv} \cdot TV - k_{vv} \cdot VV}{EV} = r_{tv} \cdot \frac{TV}{EV} - k_{vv} \cdot \frac{VV}{EV} = r_{tv} \cdot \frac{EV}{EV} + r_{tv} \cdot \frac{VV}{EV} - k_{vv} \cdot \frac{VV}{EV}$$

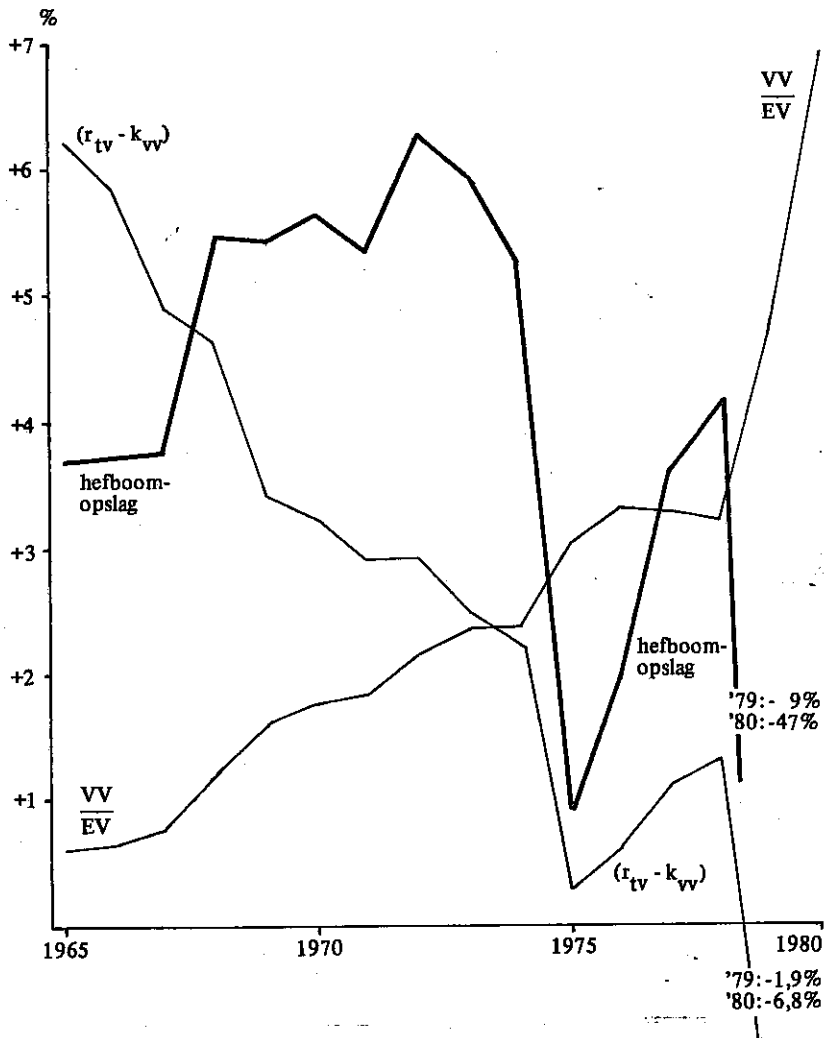
En daaruit volgt de in de tekst gegeven formule.

figuur 1



van het verschil $r_{tv} - k_{vv}$ en van de relatieve omvang van het vreemd vermogen $\frac{VV}{EV}$. Men zou de omvang van de hefboomopslag de *kracht* van de hefboom kunnen noemen. Daarnaast is er namelijk ook nog de *richting* van de hefboomwerking. Die is positief zolang het rendement hoger is dan de rentevoet: de winstvoet wordt opgekrikt. Wanneer echter het rendement lager wordt dan de rentevoet, krikt dezelfde krachtige hefboom de winstvoet *omlaag*: de extra kosten van het vreemd vermogen gaan ten koste van de winst. Zolang het rendement nog hoger is dan de rentevoet is het lukratief om relatief veel vreemd vermogen te hebben. De hoge winstvoet

figuur 2



geeft het bedrijf een welvend 'uiterlijk'. Het is echter niet mogelijk om onbeperkt door te gaan met het vervangen van eigen door vreemd vermogen. De verstrekkers van vreemd vermogen zullen daar bezwaar tegen maken en een hogere rentevoet eisen. Meer vreemd vermogen betekent namelijk een lagere solvabiliteit (de mate waarin bij liquidatie de leningen nog terugbetaald kunnen worden). Bovendien neemt de kans op illiquiditeit toe: de vaste periodieke verplichtingen nemen toe terwijl de winsten even

onzeker blijven.

Bij dit laatste speelt de hefboomwerking een negatieve rol. Wanneer de resultaten tegenvallen en het rendement zakt onder de rentevoet, werkt een krachtige hefboom in negatieve richting. Meer vreemd vermogen betekent dus niet alleen meer winst in goede jaren, maar ook eerder verlies in tegenvallender jaren. Het is moeilijk om in zo'n situatie de vermogensstructuur terug te draaien, zoals duidelijk blijkt in het geval van OGEM (zie hierover paragraaf 4).

3.1 De hefboom bij OGEM

In de figuren 1 en 2 zijn voor OGEM voor de periode 1965-'80 de grootheden samengebracht die voor de hefboomwerking van belang zijn. In figuur 1 is te zien, dat voor wie alleen op de winstvoet w_{ev} let het verlies in 1979 nogal uit de lucht komt vallen en de verliezen ook onverwacht groot zijn. De winstvoet blijft lang op een hoog niveau en herstelt zich na de inzinking in 1975 weer snel. De daling in de laatste twee jaar is katastrofaal: van +9% via -6% naar maar liefst -48%. Aan de ontwikkeling van het rendement r_{tv} was echter al lang van tevoren te zien, dat er problemen in de lucht hingen. Het rendement vertoont al sinds 1965 een dalende tendens. In de laatste twee jaar zet die daling zich versneld voort. Bovendien stijgt dan de rentevoet.

Het verschil in de ontwikkeling van winstvoet en rendement kunnen we nu, met de hefboom in de hand, verklaren. De winstvoet is hoger dankzij de hefboomopslag. In figuur 2 is te zien dat die opslag in de jaren vóór 1975 toeneemt van +4% naar +6%. Dit is toe te schrijven aan het toenemen van de verhouding vreemd/eigen vermogen, die het afnemen van het verschil $r_{tv} - k_{vv}$ in de meeste jaren meer dan goed maakt. In 1975 wordt dat verschil echter zó klein, dat de vermogensverhouding daar niet veel voordeel meer uit kan 'krikken'. De winstvoet daalt nu extra snel omdat niet alleen het rendement daalt maar bovendien de hefboomopslag wegvalt.

Het herstel in de volgende drie jaren is ook extra snel. Het rendement stijgt slechts van 4 naar 5%, de winstvoet verdubbelt bijna. De hoge vermogensverhouding zet de geringe toename van het verschil $r_{tv} - k_{vv}$ om in een flinke hefboomopslag.

In 1979 gebeurt, waar OGEM in 1975 nog net aan ontsnapte: het rendement zakt onder de rentevoet. De hoge vermogensverhouding vermenigvuldigd met het tamelijk grote, maar nu negatieve, verschil $r_{tv} - k_{vv}$ levert een hefboomaf trek op van -9%. De winstvoet wordt daardoor negatief: OGEM lijdt ruim f 22 mln verlies. In 1980 is zelfs het rendement al negatief (-1%) en daar komt dan een hefboomaf trek van -47% bovenop: verlies f 120 mln.

Meer dan tien jaar heeft (de winstvoet van) OGEM kunnen profiteren van de positieve hefboomwerking die ontstond door het toenemen van het vreemd vermogen. Dat daarmee ook het risico toenam was te voorzien. In 1965 was het bedrijfsresultaat f 15 mln, de rentelasten waren 2 mln en de winst was dus 13 mln. OGEM zou pas verlies geleden hebben als het bedrijfsresultaat en/of de rentelasten meer dan 13 mln tegengevallen waren. In 1975 was het bedrijfsresultaat f 61 mln, de rentelasten waren 43 mln en de winst dus 18 mln. Een tegenvaller van 18 mln op 61 en/of 43 mln is al een stuk waarschijnlijker, zeker als je in aanmerking neemt dat de omzet in 1975 bijna f 3000 mln is (tegen f 150 mln omzet in 1965).

Het risico was aanmerkelijk kleiner geweest als OGEM de verhouding vreemd/eigen vermogen niet onbeperkt had vergroot. In 1980 was het bedrijfsresultaat - f 25 mln. Daar gingen nog eens 95 mln rentelasten van af. Minder vreemd vermogen zou evenredig minder rentelasten betekend hebben.

3.2 Nadere uitwerking

De belangrijkste veranderingen die zich in de financiële positie van OGEM hebben voltrokken zijn de daling van het rendement r_{TV} en het voortdurend toenemen van de verhouding vreemd/eigen vermogen. We willen beide ontwikkelingen nog wat uitvoeriger behandelen en in verband proberen te brengen met de politiek die OGEM de afgelopen vijftien jaar gevoerd heeft. Allereerst echter behoeft een derde grootheid, namelijk de rentevoet k_{VV} , nog enige toelichting.

De rentevoet wordt berekend als rentelasten gedeeld door vreemd vermogen. Dat vreemd vermogen valt uiteen in vier componenten: lange schuld, bankkrediet, en twee componenten waarvoor geen rente hoeft te worden betaald, namelijk voorzieningen en korte schuld. Voorzieningen worden gereserveerd uit de winst, er is dus geen rente over verschuldigd.⁸ De korte schuld bestaat voor een groot deel uit leverancierskrediet. De kosten daarvan zijn impliciet: wie op tijd betaalt krijgt korting, wie van het krediet gebruik maakt derft dus die korting. Voor de korte schuld worden zodoende weinig of geen rentelasten opgevoerd. De kosten worden tegelijk met de materiaalkosten van de omzet afgetrokken en zijn dus al

8. Bij het (ten laste van het eigen vermogen) reserveren van een voorziening moet worden vastgelegd aan welk verlies het besteed zal worden. Op deze manier verwerkt men nu alvast een verlies dat in de toekomst zal optreden. Verliezen

komen ten laste van het eigen vermogen dus ook voorzieningen moeten van het eigen vermogen worden afgetrokken. Daarom worden ze in de tussentijd tot het vreemd vermogen gerekend.

verwerkt vóór het bedrijfsresultaat.

Voorzieningen en korte schuld maken samen meer dan de helft van het vreemd vermogen uit. Dit verklaart het lage percentage voor k_{VV} , dat tot 1978 gemiddeld 3,5% was.

De rentelasten 'boven de streep' bestaan alleen uit kosten voor lange schuld (de afgelopen tien jaar geleidelijk gestegen van 7 naar 9%) en voor bankkrediet (aanzienlijk duurder, schommelde rond de 11%). De stijging van k_{VV} in de laatste twee jaren is enerzijds het gevolg van hogere percentages voor beide componenten, anderzijds heeft een omzetting van een deel van de lange schuld in (duurder) bankkrediet plaatsgevonden.

3.3 Stijging vreemd vermogen

De verhouding vreemd/eigen vermogen is in 1965 nog in het voordeel van het eigen vermogen: 0,59 (f 56 mln vreemd: f 96 mln eigen vermogen). In 1978 ligt de verhouding allang andersom: 3,21 (f 1289 mln vreemd: f 401 mln eigen). Het jaar daarop neemt het vreemd vermogen met maar liefst 430 mln toe en het eigen vermogen neemt juist af met 35 mln (grotendeels door het afboeken van het verlies). Hierdoor springt de vermogensverhouding naar 4,70.

In 1980 neemt het vreemd vermogen amper toe, maar nu neemt juist het eigen vermogen drastisch af van f 366 tot 252 mln (weer door het afboeken van het verlies). De verhouding vreemd/eigen vermogen is daarmee op 6,86 gekomen. In de tijd vóór de verliesjaren valt vooral de toename van het vreemd vermogen op, in de verliesjaren zelf ook het afbrokkelen van het eigen vermogen.

Voor de groei van het vreemd vermogen lijken drie verklaringen mogelijk.

1. Een overname kan op verschillende manieren gefinancierd worden. Bij aandelenruil (financiering met eigen vermogen) krijgen de aandeelhouders van het overgenomen bedrijf nieuwe OGEM-aandelen in ruil voor hun aandelen. Het eigen en het vreemd vermogen van OGEM na de overname zijn respectievelijk gelijk aan de som der eigen vermogens en de som der vreemde vermogens van van beide bedrijven vóór de overname.

Een overname kan ook gefinancierd worden met vreemd vermogen, bijvoorbeeld als OGEM geld leent om aandelen op te kopen. Het nieuwe eigen vermogen na overname is dan gelijk aan het oude OGEM-eigen vermogen. Het nieuwe vreemd vermogen is de som van beide vreemde vermogens plus nieuw vreemd vermogen ten bedrage van de overgenomen aandelen. Minder eigen vermogen dan de som der eigen vermogens vóór overname dus, en méér vreemd vermogen.

OGEM heeft er kennelijk van afgezien het eigen vermogen mee te laten groeien met het concern. Het vermogen bestond in 1965 voor 63% uit eigen vermogen, in 1980 is dat nog maar 13%. Een aandelenemissie was, gezien de vrij hoge winst per aandeel en hoge intrinsieke waarde (gemeten als: eigen vermogen) per aandeel, waarschijnlijk best gelukt. De aandeelhouders zullen daar echter weinig zin in gehad hebben. Bij een intrinsieke waarde die hoger was dan de beurskoers, zou een emissie die intrinsieke waarde per aandeel doen dalen. Dat kan leiden tot een lagere koers en een lager dividend.

OGEM vermeldt niet hoe de talloze overnames werden gefinancierd. Het aandelenkapitaal is echter in vijftien jaar amper toegenomen. Het steeg van f 31 mln naar f 61 mln (vrijwel geheel door aandelenruil bij overnames), terwijl het totale vermogen in dezelfde tijd verdertienvoudigd is. De 250 overnames zijn kennelijk slechts voor een klein deel met eigen vermogen gefinancierd. Versterking van de hefboom en daarmee van de winstvoet zal in de groeiperiode zeker een overweging geweest zijn. Het imago van het bedrijf vaart daar wel bij.

2. De vermogensverhouding kan bij overnames veranderen door de wijze van financiering, maar ook doordat bedrijven worden overgenomen die zelf met relatief veel vreemd vermogen werken. In 1972 en 1975 (overname van respectievelijk Stokvis en Lindeteves) neemt de handelspoot van OGEM enorm toe. Omdat de handel een bedrijfstak is waarin relatief veel met vreemd vermogen gewerkt wordt, is de gemiddelde vermogensverhouding van het hele concern hierdoor toegenomen.

3. Los van de overnames kan de vermogensverhouding verslechteren als gevolg van de bedrijfsvoering. In 1978 bijvoorbeeld blijken de leverancierskredieten erg hoog opgelopen te zijn en dat vergroot het vreemd vermogen natuurlijk ook.

Om er achter te komen in hoeverre de drie genoemde verklaringen van toepassing zijn, bekijken we de ontwikkeling in elk van de vier componenten van het vreemd vermogen.

Tussen 1965 en 1978 wisselt de relatieve omvang van de *bankkredieten* nogal. De *voorzieningen* nemen gedurende deze periode relatief duidelijk af. De *lange schuld* neemt (relatief) vooral toe in jaren met veel of grote overnames (1968, 1971, 1972 en 1975). Hier is een verband te leggen met de financiering van die overnames, terwijl ook de lange schuld van de overgenomen bedrijven zelf een rol speelt. Daarmee blijft echter nog onverklaard, dat de lange schuld ook toeneemt tussen 1975 en 1978. Belangrijke overnames vonden toen namelijk niet plaats, zodat de oorzaak gezocht moet worden in de bedrijfsvoering.

De *korte schuld* bestaat voor een groot deel uit leverancierskredieten. Zij neemt, juist door dat leverancierskrediet, in 1972 ineens toe en ook in de jaren daarna is er sprake van enige stijging. Met Stokvis werd in 1972 kennelijk flink wat leverancierskrediet overgenomen. Voor de jaren daarna lijkt de invloed van overgenomen korte schuld niet te scheiden van het toenemen tengevolge van de bedrijfsvoering.

In de beide verliesjaren wordt het beeld overheerst door de invloed van de problemen. Het eigen vermogen neemt af, de schulden lopen op. Van de korte schuld die in 1978 inmiddels hoog was opgelopen wordt in deze jaren een deel omgezet in *bankkrediet*. In 1980 wordt bovendien een deel van de *lange* schuld in bankkrediet omgezet. De voorzieningen nemen verder af, en overnames zijn in deze jaren niet aan de orde.

3.4 Daling rendement

OGEM heeft grote risico's genomen: het toenemen van de last van vreemd vermogen werd niet gecompenseerd door een hoger rendement dat die last zou kunnen dragen.

Hoewel het rendement in 1974 enigszins verbetert (het jaar daarop daalt het overigens extra hard) en zich ook in de jaren 1976-'78 een beetje herstelt, blijkt uit figuur 1 toch dat de dalende tendens overheerst. Het bedrijfsresultaat is in absolute zin wel toegenomen, maar veel langzamer dan het totale vermogen. In 1979 daalt het bedrijfsresultaat ook absoluut en in 1980 wordt het zelfs negatief.

De enorme daling van het rendement in de verliesjaren is mede terug te voeren op de incidentele lasten (f 40 respectievelijk 72 mln). Die komen voort uit de problemen in de sektor onroerend goed en uit de reorganisatiekosten voor de rest van het concern.

Daarnaast blijkt over de gehele periode 1965-'80 het resultaat niet mee te groeien met het totale vermogen. Mogelijk speelt hier het karakter van de bedrijfstakken die OGEM langzamerhand ging betreden een rol. Het feit dat in de handel meer met vreemd vermogen wordt gewerkt vergrootte de vermogensverhouding van OGEM. Op dezelfde manier kan het gemiddelde rendement gedaald zijn als in de handel in de regel een kleinere marge behaald wordt.

Voor de handel in het algemeen geldt echter, dat die marge voldoende (zeker) moet zijn om de lasten van het vreemd vermogen te dragen. Overname van een goed draaiend handelsbedrijf vergroot het vreemd vermogen en verlaagt het rendement, maar die blijven in een veilige (maar andere) verhouding tot elkaar. Omdat het rendement bij OGEM de rentelasten niet blijkt te kunnen dragen, moet er meer aan de hand zijn.

Niet alleen in de afgelopen jaren maar al sinds het eind van de zestiger jaren heeft het overnamebeleid verliesposten veroorzaakt,

die ten koste gingen van de resultaten. Er werden slecht draaiende bedrijven overgenomen en bedrijven in sectoren die weinig perspectief boden. Voorbeelden hiervan zijn de *Braat-groep* (industrie), *Landustrie* (waterbehandeling), *Schokbeton* (bouw), Beton- und Monierbau (bouw) en Lindeteves-Jacoberg (handel). De laatste twee overnames kunnen gerust blunders genoemd worden. Verder zijn de verliezen in de sektor onroerend goed aanzienlijk. Het eind daarvan is nog lang niet in zicht. De verliesposten hebben vijftien jaar lang de resultaten gedrukt, de afgelopen vijf jaar zijn de verliezen erg groot geworden. In 1980 blijft er niet eens een positief bedrijfsresultaat over om de rentelasten uit te betalen.

Samenvattend: OGEM heeft ten onrechte nagelaten het eigen vermogen te vergroten. Overnames zijn voor een groot deel met leningen gefinancierd. De vermogensverhouding is enorm toegenomen, mede door het vreemd vermogen dat de overgenomen bedrijven inbrachten.

Daar had een voldoende bijdrage aan de resultaten tegenover moeten staan. Het rendement is echter voortdurend gedaald. Bij de hoge verhouding vreemd/eigen vermogen betekende dat een groot risico: tegenvallende resultaten leiden dan snel tot grote verliezen. Die resultaten vielen inderdaad tegen, want voor veel overgenomen bedrijven moesten reorganisatie- en andere verliezen afgeboekt worden.

Gezien de ontwikkeling van de vermogensverhouding en van het rendement had het in 1975 al fout kunnen gaan. De klap valt echter in 1979. In 1980 is zelfs het bedrijfsresultaat negatief, de rentelasten moeten betaald worden door het eigen vermogen (namelijk de algemene reserve) aan te spreken. De banken grijpen dan in.

4 Het ingrijpen van de banken

Midden 1980 is het slecht gesteld met OGEM. Gezien de omvang van de door hen aan OGEM verstrekte leningen zitten de banken op hete kolen. Stopzetting van de kredieten zou (uiteraard) het einde van OGEM betekenen. De banken wensen inzicht in de stand van zaken en verlangen zekerheden over de uitstaande kredieten. Half augustus vindt er overleg plaats. De uitkomst is voor de tot een consortium verenigde banken zeer voordelig. Zij beloven voortzetting, geen vergroting, van de kredieten tot augustus 1982. OGEM mag maximaal voor f 630 mln rood staan. Hiervoor verwerven de banken aanzienlijke zekerheden. Zij kunnen aanspraak maken op de vorderingen op debiteuren en op het geld

dat vast zit in voorraden, machines, fabrieken etcetera van alle 100% dochters van OGEM. Verder krijgt het consortium de aandelen in pand van de tot het concern behorende ondernemingen, met slechts enkele uitzonderingen. Kortom, het bestuur van OGEM levert het hele bedrijf in bij de banken.

OGEM heeft voorts een herstrukturierungsplan (of desinvesteringsplan) aan de banken voorgelegd, die hiermee akkoord zijn gegaan. Later zal blijken dat de banken de uitvoering hiervan als voorwaarde stellen voor de voorzetting van de kredieten. Het plan is gericht op het verbeteren van de vermogensstructuur (vergroting van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen) en het verbeteren van het rendement. Konkreet betekent dat het vrijmaken van ongeveer f 400 mln in twee jaar, 150 mln in 1980 en 250 mln in 1981. Hierbij moet vooral gedacht worden aan het afstoten van de projektontwikkelingsportefeuille (170-180 mln), van de energiebelangen in de West (60-70 mln) en van onrendabele en zogenaamde niet-strategische deelnemingen.

Het jaar 1980 wordt een ramp voor OGEM: 120 mln verlies. Nu beginnen de leveranciers hem te knijpen. Per 31 december 1980 is het totaal aan leverancierskrediet 461 mln. Zij hebben niet zoals de banken zekerheden op hun kredieten. Midden 1981 als de resultaten over 1980 bekend worden dreigen de leveranciers niet meer op krediet te leveren. Dit zou het einde betekenen van OGEM. Die reageert direkt. Na nieuw overleg belooft het bankenconsortium de kredietverlening voort te zetten tot 1 januari 1984. Bovendien verlenen de banken een rentekorting van 1,5% ingaande op 1 juli 1981. Hiermee is op dat moment de dreiging van een faillissement op korte termijn opgeheven.

Maar dit is nog niet alles. Tegelijkertijd maakt OGEM bekend dat de overheid met een lening van 75 mln over de brug komt. Deze lening wordt verstrekt in de vorm van 50 mln achtergestelde lening van de Nationale Investeringsbank en 25 mln bijzondere steun rechtstreeks van de staat. Voor deze 25 mln verwerft de staat rechten op een deel van de winst die OGEM zou gaan halen in de jaren 1984 t/m 1993. (De staat is deze 25 mln dus kwijt, OGEM bestaat in 1984 niet meer. De banken die voor de rentekorting eenzelfde winstdelingsregeling als de staat hebben verkregen zijn dat geld, zo'n 10 à 15 mln, ook kwijt. De 50 mln achtergestelde lening is uiteraard ook verloren, maar we lopen vooruit op ons verhaal.)

Twee maanden na deze vrijgevigheid van de overheid en de banken worden de resultaten over de eerste helft van 1981 bekend: 36,6 mln verlies. OGEM trekt daar de 25 mln staatssteun vanaf en komt op 11,6 mln verlies. De vooruitzichten voor de tweede helft zijn zeer somber.

Met het desinvesteringsplan wil het ook niet vlotten. Er waren twee overwegingen om door middel van dit plan over te gaan tot verbetering van de vermogensverhouding.

Ten eerste het verlagen van het vreemd vermogen om de rentelast te verminderen. Dit is niet gelukt. Het vreemd vermogen is in 1980 weliswaar nauwelijks toegenomen, de rentelast is dat door de gestegen rente wel. De eerste helft van 1981 is de rentelast vergeleken met dezelfde periode van 1980 ongeveer gelijk gebleven. Ten tweede het vergroten van het eigen vermogen om de solvabiliteit en de liquiditeit te verbeteren en om over voldoende financiële draagkracht te beschikken om na afstoten van de onrendabele en de niet-strategische belangen met de overgebleven bedrijven een gezonde OGEM Holding voort te zetten. Met het verschijnen van de laatste cijfers, het halfjaarbericht over 1981, kunnen we constateren dat het geheel mislukt is. Fors verlies over 1980 en het verwachte verlies over 1981 tasten het eigen vermogen zwaar aan. Per 31 december 1981 zal het tot onder de 200 mln gedaald zijn. Ook het afstoten van belangen is niet gelukt. Is in 1980 nog voor 133 mln gedesinvesteerd, in 1981 is het succes aanmerkelijk geringer. Schokbeton en enkele kleinere deelnemingen zijn verkocht maar het afstoten van Stokvis en NAHV⁹ (zeer verliesgevend; over de eerste helft van 1981: 17 mln) wil niet lukken. Net zoals de projektontwikkeling, waarop al grote verliezen zijn geleden. Het in het herstrukturingsplan genoemde cijfer van 400 mln desinvesteren in twee jaar zal lang niet gehaald worden. Naar in januari 1982 zal blijken trekken de Raad van Bestuur en de banken op dat moment hun konklusies. Het kan zo niet verder, er wordt een noodplan uitgewerkt dat begin dit jaar bekend gemaakt en uitgevoerd wordt.

Het plan – voor een gedeelte al gerealiseerd – bestaat uit de splitsing van het oorspronkelijke OGEM-koncern in *TBI Holding BV* (techniek, bouw en industrie) en *OGEM BV* (ook wel Sterfhuis BV genoemd). De gezonde bedrijven worden door het OGEM-koncern verkocht aan *TBI Holding BV* welke is ondergebracht in *Vijverbos TBI Holding BV*. In overleg met de banken wordt bepaald welke bedrijven dat zijn. De bedrijven die achterblijven in *OGEM BV* zullen worden verkocht of geliquideerd.

De *leveranciers* van de bedrijven die geliquideerd worden zien hun vorderingen de mist in gaan. De *groep institutionele beleggers* die

9. NAHV bestaat grotendeels uit het in 1975 overgenomen handelsbedrijf Lindeteves-Jacoberg, dat alleen nog maar verliezen heeft opgeleverd.

voor circa 130 mln aan langlopende leningen aan OGEM heeft verstrekt zien daar slechts 25 mln van terug.¹⁰ De *aandeelhouders* blijven met een stapel waardeloos papier zitten en de *werknemers* van de resterende bedrijven komen op straat te staan. De *overheid* en de *Nederlandse Investeringsbank* schieten er respectievelijk 25 en 50 mln bij in.

Wat de *banken* verliezen is een verhaal apart. OGEM (exklusief *OTRA*) stond voor de splitsing voor 560 mln bij de *banken* in het krijt. De verkoop van bedrijven aan Vijverbos TBI Holding BV brengt 140 mln op, waarmee de schuld voor een deel wordt afgelost. Verkoop in de toekomst van het bedrijfsgebonden onroerend goed, dat voorlopig in bezit van OGEM blijft en aan TBI Holding BV wordt verhuurd, kan 80 mln opleveren. De opbrengst uit verkoop van *OTI* (Stokvis en NAHV) zal ergens liggen tussen de beurswaarde van circa 20 mln en de intrinsieke waarde van 65 mln. De opbrengst door verkoop van de ontwikkelingsprojecten zal een gedeelte zijn van de 161 mln waarvoor zij eind 1980 op de balans stonden. Al deze bedragen zullen worden gebruikt om de bankschuld af te lossen. Voorts kunnen de *banken* van de in OGEM BV achterblijvende bedrijven de zekerheden, pandrechten en cessies welke zij verworven hebben te gelde maken. De *banken* verklaarden op een verlies van 100 mln te rekenen, hetgeen nog geen 20% is van het totale aan OGEM verstrekte krediet. Vergeleken met de hiervoor genoemde betrokkenen en met de situatie vóórdát de *banken* vrijwel het gehele concern in onderpand kregen een aanzienlijke beperking van de schade.

5 Besluit

We zullen niet in dit artikel het saneringsproces bij OGEM nader analyseren. Hier willen we tot slot wat ideeën naar voren brengen die het geval OGEM in een breder kader plaatsen.

In de eerste plaats willen we opmerken dat al geruime tijd¹¹ wordt gesteld dat het Nederlandse bedrijfsleven te veel vreemd vermogen heeft, en te weinig eigen vermogen. Rentebetalingen zijn (in tegenstelling tot dividenden) niet uit te stellen of in te krimpen in moeilijke tijden. Dat levert soms akute noodgevallen op, waarvan er in het recente verleden een aantal spektakulair in het nieuws zijn gekomen, als we denken aan *Nederhorst*, *KSH*, *Avebe* en dergelijke;

10. Zij hebben nl. voor 25 mln hypothekaire zekerheden. Dat betekent dat ze de resterende 105 mln (ruim 80%) kwijt zijn.

11. Bijvoorbeeld in de *Nota Selectieve Groei* (1976) van Lubbers en ook in CBS, *Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-NV's*.

het ziet er naar uit dat *De Bijenkorf* in een vergelijkbare situatie is gekomen.

Tegenover de toenemende problemen van de bedrijvensektor met veel vreemd vermogen staat een verbeterde positie van de verschaffers van vreemd vermogen. Dat zijn overwegend pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en vooral banken. Een gevolg van de toename van het vreemde vermogen is een aanzienlijke winstoverdracht. Een steeds groter deel van de behaalde bedrijfsresultaten gaat in de vorm van rente naar de verschaffers van vreemd vermogen. Opvallend is, dat de banken de risico's die zitten in het overmatig gebruik van vreemd vermogen tamelijk goed kunnen beheersen. Het wordt inmiddels een vertrouwd gegeven dat de banken hun belangen veilig kunnen stellen vlak voordat een onderneming definitief ten onder gaat. Van de miljardensteun aan individuele bedrijven die sinds 1975 door de overheid is verleend is een groot deel bedoeld geweest voor 'sanering van de vermogensverhoudingen'. Vaak kwam dat er gewoon op neer dat de schulden bij de bank werden afgelost. Ook de 75 miljoen steun die OGEM vlak voor het einde nog aanvraag en kreeg kan als zodanig worden beschouwd.

Het is duidelijk, dat de banken een machtspositie innemen. Eén van de redenen daarvoor is, dat ze een informatievoorsprong hebben op alle andere partijen. Verder kunnen ze kennelijk op grond van hun positie als geldschietter afdwingen dat hun belangen op de eerste plaats komen. Tekenend is dat het bestuur van OGEM eind 1981 een oplossing heeft uitgedokterd in overleg met alléén de banken. Het gevolg was, dat de belangen van de andere betrokken partijen op de tweede plaats komen. Als je dan nog kan spreken van een plaats. De overige partijen kunnen eigenlijk weinig anders dan hun goedkeuring verlenen, "met de rug tegen de muur", aldus een vakbondsvertegenwoordiger.

Tenslotte nog enige opmerkingen over de achtergronden van de toename van het vreemde vermogen in het totale vermogen. Het verhaal van OGEM laat wel zien dat in dit geval niet de overtrokken looneisen van de arbeiders de vermogenspositie van de onderneming hebben uitgehold. Zo op het eerste gezicht is de vermogensontwikkeling bij OGEM een gevolg van besluiten van het management. Het geval van *De Bijenkorf* is wat dat betreft ook duidelijk: de rentelasten van het investeringsprogramma stijgen sterk bij teruglopende omzetten en winstmarges.

Tegelijkertijd moet bedacht worden dat de verschaffers van vreemd vermogen belang hebben bij een zo groot mogelijk gebruik van vreemd vermogen. In dit verband is wel eens opgemerkt, dat de banken alleen maar geschaad zouden worden, als zij ten behoeve

van bedrijven aandelenemissies zouden verzorgen. Dat zou een reden kunnen zijn waarom in de achter ons liggende jaren zo weinig is gedaan aan het binnenhalen van eigen vermogen door ondernemingen. Misschien hebben de banken ook wel, gegeven hun belang daarbij, een bijdrage geleverd aan het bevorderen van financiering met vreemd vermogen. Misschien hebben daarbij ook de partikuliere vermogensverschaffers een rol gespeeld, door hun geld liever uit te zetten tegen een vaste rente bij een bank. De financieringsstroom gaat dan noodgedwongen meer via banken lopen. Ook kan het financieren met vreemd vermogen in het belang van bepaalde aandeelhouders zijn.

Al deze redenen geven aan dat hoognodig eens empirisch onderzoek gedaan zou moeten worden naar de achtergronden van de toename van het vreemde vermogen in het totale vermogen. In ieder geval lijkt het a priori uitgaan van het beeld als zouden de hoge lonen de vermogenspositie van veel bedrijven uitgehold hebben niet gerechtvaardigd.

Literatuur

- Jaarverslagen OGEM Holding NV*, 1920 tot en met 1980.
Het Financieele Dagblad, de artikelen die sinds 1976 zijn verschenen.
De Groene Amsterdammer, diverse artikelen.
De Volkskrant, de artikelen die sinds 1976 zijn verschenen.
Vrij Nederland, diverse artikelen.
'Balansanalyse schiet vaak te kort', in: *Financieel Economisch Magazine*, 1974 nr. 21.
H. Beckman, 'Consolidatiecriteria en jaarverslaggeving', in: *Economisch-Statistische Berichten*, 2-3-1977.
J.L. Bouma, *Leerboek der bedrijfseconomie deel II*, Delwel, Wassenaar 1971.
P. Kuin, *Beleid en bestuur van OGEM in de jaren zeventig*, december 1980.
C. Weijers, 'De internationalisatie-politiek van het Ogem-koncern', in: *Tijdschrift voor Politieke Economie*, jrg. 1 nr. 4, 1978.

Ontwikkelingen bij OGEM kwamen in TPE eerder aan de orde in:
Arend Stermerding en Herman Verbeek, *De Nederhorst-affaire*.
TPE 1/1.
Cees Weijers, *De internationalisatie-politiek van het Ogem-koncern*.
TPE 1/4.