OPENBARE LES

Maaike P. Lycklama à Nijeholt

De financiële omdenker

Van crisis naar kansen

De financiële omdenker

Van crisis naar kansen

Rotterdam University Press

De financiële omdenker

Van crisis naar kansen

Openbare les

dr. Maaike P. Lycklama à Nijeholt
Lector Finance & Business Innovation

29 januari 2014

Colofon

ISBN: 9789051798463
1e druk, 2014
© Maaike P. Lycklama à Nijeholt

Dit boek is een uitgave van Rotterdam University Press van Hogeschool Rotterdam
Postbus 25035
3001 HA Rotterdam

Publicaties zijn te bestellen via
www.hr.nl/onderzoek/publicaties

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen, in een geautomatiseerd gegevensbestand en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke manier dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de auteur en de uitgever.

This book may not be reproduced by print, photoprint, microfilm or any other means, without written permission from the author and the publisher.

Een pessimist ziet een probleem in elke kans.
Een optimist ziet een kans in elk probleem

Winston Churchill

INHOUDSOPGAVE

Inleiding 7

Hoofdstuk 1. Van economische bloei naar economische teruggang **9**
1.1 Economische bloei 9
1.2 Fusiegolven 11
1.3 Nederland: een gezonde economie in 2008 12
1.4 Kredietcrisis 12
1.5 Stagnatie huizenmarkt 13
1.6 Slechte beleggingsproducten en waardevernietigende overnames 14
1.7 Stijgende begrotingstekorten en staatsschuld 14
1.8 Bonuscultuur 15
1.9 Aanscherping regelgeving bankwezen 16
1.10 Economische modellen en de crisis 16
1.11 Betekenis en relevantie lectoraat Finance & Business Innovation 18

Hoofdstuk 2. Soft controls in organisaties: een harde noodzaak **19**
2.1 Redenen voor soft controls 19
2.2 Soft controls en hard controls: definities en reikwijdte 19
2.3 Bankwezen: regelgeving en soft controls 22
2.4 Soft controls en het lectoraat 25

Hoofdstuk 3. Fusies en overnames: verantwoord kopen en verkopen **29**
3.1 Fusies en overnames in de belangstelling 29
3.2 Overnames en overnametheorieën vooraf 30
3.3 Overnames en faalfactoren achteraf 33
3.4 Soft duediligencetest 35
3.5 Fusies en overnames en het lectoraat 36

Hoofdstuk 4. Alternatieve financieringsvormen: innovatief financieren **39**
4.1 Beperkte beschikbaarheid van bedrijfsfinanciering door strenger toezicht 39
4.2 Maatregelen overheid 40
4.3 Beperkte bekendheid ondernemingen met alternatieve financieringsvormen 41
4.4 Toekomstbeeld alternatieve financieringsvormen 41
4.5 Bijzondere vorm van alternatieve financiering: publiek private samenwerking 42
4.6 Alternatieve financieringsvormen en het lectoraat 42

Hoofdstuk 5. Tot slot: het lectoraat **45**

Literatuur 47
Met dank aan 50
Eerdere uitgaven van Rotterdam University Press 52

Inleiding

"Omdenken is denken in termen van kansen en niet van problemen. Het is een manier van denken waarbij men kijkt naar de werkelijkheid zoals die is, en wat men daarmee zou kunnen. Men gebruikt in feite de energie van het probleem voor iets nieuws."[1] Geïnspireerd door deze naamgeving en probleembenadering[2] kwam ik tot de titel van de Openbare Les: De Financiële Omdenker.

Toen ik op 1 juni 2012 werd benoemd als lector Finance & Business Innovation, bevond Nederland zich midden in een economische recessie. Inmiddels zijn de eerste tekenen van herstel van de economie zichtbaar, maar nog steeds heeft Nederland deze hardnekkige recessie niet achter zich gelaten. De oorzaak van deze crisis ligt voor een deel in ontoelaatbaar gedrag en handelen in organisaties. Een voorbeeld hiervan is de verkoop van "subprime mortgages" en andere ongewenste financiële producten. Tijdens de recessie kwam bovendien de bonuscultuur aan het licht. Een andere waarneming was dat bedrijfsovernames lang niet altijd effectief bleken te zijn: veel bedrijfsovernames bleken waarde te vernietigen in plaats van te creëren. Tenslotte werden als gevolg van de kredietcrisis de banken de duimschroeven aangedraaid. Hierdoor konden en kunnen met name ondernemingen uit het midden- en kleinbedrijf moeilijk aan financiering komen.

1. Omdenken.nl
2. zie ook Gunster, 2010.

In hoofdstuk 1 van mijn Openbare Les neem ik u mee langs de periode van economische groei die Nederland gekend heeft en de daaropvolgende economische recessie en de oorzaken ervan. Ik pleit ervoor dat uitsluitend regels en hardere controles niet voldoende zijn om het ongewenste gedrag en handelen in organisaties te keren en een nieuwe crisis af te wenden. Aandacht voor houding en gedrag in organisaties door soft controls is minstens zo belangrijk. In hoofdstuk 2 ga ik hier dieper op in. Verder laat ik in hoofdstuk 3 zien hoe door de toevoeging van een soft due diligence check faalfactoren van een overname inzichtelijk worden gemaakt en een waardevernietigende overname kan worden tegengegaan. Tenslotte bespreek ik in hoofdstuk 4 hoe alternatieve financieringsvormen een uitkomst kunnen bieden bij de financieringsproblematiek waar het midden- en kleinbedrijf mee kampt als gevolg van de meer restrictieve kredietverlening door het bankwezen.

Zo kom ik in hoofdstuk 5 op de onderzoeksthema's waar het lectoraat zich de komende periode samen met docenten en studenten mee gaat bezighouden: soft controls in organisaties (innovatief aansturen), fusies en overnames (verantwoord en duurzaam kopen en verkopen) en alternatieve financieringsvormen voor ondernemingen (innovatief financieren). In een tijd waarin economische groei niet meer vanzelfsprekend is en veel professionele functies en instituties in onrustig vaarwater verkeren, is het eens te meer de taak van Hogeschool Rotterdam om studenten in een uitstekende uitgangspositie te brengen voor een succesvolle loopbaan. Ik laat zien hoe het lectoraat op de genoemde thema's een bijdrage kan leveren aan de maatschappelijke opdracht van de hogeschool waarbij tevens de financiële beroepspraktijk wordt versterkt.

HOOFDSTUK 1

Van economische bloei naar economische teruggang

1.1 Economische bloei

De jaren negentig van de vorige eeuw waren jaren van grote economische bloei in Nederland. Met uitzondering van een kleine economische terugval in 1993, groeide het bruto binnenlands product jaarlijks met enkele procenten. Achteraf gezien stelde het kleine dipje in 1993 niet zoveel voor; in dat jaar was er nog steeds sprake van een groei van het bruto binnenlands product van ruim één procent.[3] Hoogtepunt vormde het jaar 1999, waarin de economie groeide met bijna vijf procent.[4]

Na het begin van het nieuwe millennium zette de groei van het bruto binnenlands product in eerste instantie door. In 2002 en 2003 was er echter sprake van een terugval. Nog steeds waren de cijfers positief, maar met 0,1 procent (2002) en 0,3 procent (2003) kon er nauwelijks nog gesproken worden van economische groei. De internetzeepbel, de lage wisselkoers van de gulden voor de euro en een anticyclisch overheidsbeleid waren hieraan debet. Toch krabbelde de economie weer op.

3. Het bruto binnenlands product is een maatstaf voor de economische groei. In 1993 bedroeg de groei van het bruto binnenlands product 1,3% (bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Statline).
4. In 1999 kwam de groei van het bruto binnenland product uit op 4,7% (bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Statline).

Vanaf 2004 lag de economie weer op koers. In 2007 piekte de groei naar bijna vier procent.[5] In de periode 1991 – 2008 groeide het bruto binnenlands product met bijna zestig procent. In 2006 voorspelde het CPB nog een stabiele groei in de jaren 2008 – 2011 van bijna twee procent op jaarbasis.[6] Ook de aandelenmarkt bewoog zich voorspoedig, vooral in de periode 1990 – 2000. Effectenbezitters zagen de waarde van hun aandelen in die tien jaar tijd verzevenvoudigen.[7]

Aandelenleaseproducten, waarbij aandelen worden gekocht met geleend geld, vonden breed aftrek. Daarnaast waren lijfrenteproducten in trek. Het verwachte rendement op deze producten was zo hoog, dat de kosten die voor de producten in rekening werden gebracht, daarbij in het niet vielen; slechts een enkeling maakte zich zorgen over deze kosten (het was inmiddels wel al bekend dat de kosten die in rekening werden gebracht in sommige gevallen exorbitant waren).

De annuïtaire hypotheek maakte plaats voor andere hypotheekproducten. De beleggingshypotheek deed haar intrede en de aflossingsvrije hypotheek won terrein. Dikwijls werd een tophypotheek afgesloten; hierbij werd regelmatig tot boven de executiewaarde van het huis gefinancierd. De rentekosten van de hypotheek waren fiscaal aftrekbaar. Hypotheken mochten op twee inkomens worden afgesloten. Als gevolg van dit alles stegen de prijzen op de huizenmarkt sneller dan in de omringende landen. Er viel niet tegen de prijsstijging op te sparen. Beter op dat moment een huis kopen dan nog een jaar wachten.

In de jaren negentig werd in de economische literatuur gepleit voor variabele beloning (zie bijvoorbeeld Jensen & Murphy, 1990). Bonussen deden hun intrede. Het idee achter variabele beloning was dat de belangen van managers en werknemers meer in lijn zouden komen met de belangen van de aandeelhouders. Doordat een deel van hun beloning afhankelijk werd van de winst of werd uitgekeerd in aandelen of opties, zouden zij immers meer gericht zijn op winstmaximalisatie en waardecreatie. Bovendien werd verondersteld dat op deze wijze het ongunstige effect van de principaal-agentverhouding[8] zou worden verminderd. In sommige bedrijfstakken maakten winstuitkeringen en aandelenopties een aanzienlijk deel uit van het inkomen. Bijvoorbeeld in de financiële sector, waar de variabele beloning vaak enkele malen het vaste salaris overschreed. Veel ondernemingen toonden in de tijden van hoogconjunctuur hoge winsten en geweldige koersstijgingen en wezen dit toe aan de kwaliteit van het management. Men kan zich echter afvragen of deze hoge winsten en geweldige koersstijgingen (uitsluitend) waren toe te kennen aan de variabele beloningssfeer.

1.2 Fusiegolven

De jaren negentig van de vorige eeuw en het begin van de eenentwintigste eeuw kenmerkten zich ook door het grote aantal fusies. Er was in die periode sprake van twee kort op elkaar volgende fusiegolven: respectievelijk de vijfde en de zesde fusiegolf.[9] Tot nu toe hebben alle fusiegolven als gemeenschappelijk kenmerk dat zij ontstaan in perioden van economische voorspoed en eindigen in een economische recessie (interview Hans Schenk door Willem Nijeboer in Twentevisie, januari 2001). Dit gold ook voor de vijfde en de zesde fusiegolf.

De vijfde fusiegolf ontstond in 1997 en duurde tot 2000. In die periode vonden er met name veel fusies en overnames plaats in de internetsector en de telecomsector. Er was een samenhang tussen de fusies en de in die tijd euforische aandelenmarkten. Het leek alsof oude economische wetmatigheden geen opgeld meer deden. Traditionele ondernemingsstructuren waarin omzet, verlies, winst en kapitaal in onderlinge samenhang worden bezien, maakten plaats voor marktaandeel. Er was nauwelijks aandacht voor netto-inkomsten. In 2000 werd het duidelijk dat er sprake was van een zeepbel: de internetbubble. De internetsector en de telecomsector bleken te zijn overgewaardeerd. De internetzeepbel barstte. De aandelenmarkt had een forse terugval. De terugval op de aandelenmarkt bracht de fusiebeweging een halt toe. De vijfde fusiegolf sloeg stuk in de branding en ebde weg.

5. De groei van het bruto binnenlands product was in 2007 3,9% (bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Statline).
6. In het voorzichtige scenario wordt een groei voorspeld van 1,75% op jaarbasis (bron: CPB document, Economische Verkenning 2008-2011, pagina 17).
7. In de periode 1990 – 2000 steeg de AEX-index van 104 naar 671.
8. De principaal-agenttheorie wordt ook wel de agency-theorie genoemd en wordt hier nader toegelicht. In veel ondernemingen zijn leiding en eigendom gescheiden. De eigenaren van de ondernemingen (de aandeelhouders) zijn dan de principalen (opdrachtgevers). Zij geven de managers de opdracht om leiding aan de onderneming te geven. De managers van de onderneming zijn dan de agenten (de opdrachtnemers of uitvoerders). Bij een te strikte scheiding tussen leiding en eigendom kan er sprake zijn van een belangentegenstelling tussen agent en principaal: waar de aandeelhouders waardemaximalisatie van de onderneming nastreven, kunnen de managers hun eigen belangen nastreven: grote auto, behoud van werk, veel personeel, grote directiekamer, hoog vast salaris, etc. (zie ook Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Door een deel van het inkomen van managers winstafhankelijk te maken, komen de belangen van managers en aandeelhouders meer op één lijn te liggen en wordt dit voor de aandeelhouders ongewenste gedrag van de managers verminderd.
9. De eerste fusiegolf was voor tussen 1895 en 1911. De tweede fusiegolf openbaarde zich in de jaren twintig van de vorige eeuw en kwam abrupt tot stilstand bij de beurskrach in 1929. De derde fusiegolf startte in de jaren vijftig en duurde voort tot in de jaren zeventig van de vorige eeuw. In de periode 1982 – 1989 vond de vierde fusiegolf plaats. Iedere fusiegolf heeft zijn eigen kenmerken (zie onder meer *http://wetenschap.infonu.nl/economie/33435-over-waardevernietigende-fusies-en-fusiegolven.html*).

Na enige tijd krabbelde de aandelenmarkt weer uit het dal. Langzaamaan kwamen ook de overnames weer op gang. In 2004 vond de zesde fusiegolf plaats. Deze keer vonden veel fusies en overnames plaats in stabiele sectoren, zoals de energiesector en de voedingsindustrie. Daarnaast waren er fusies in de financiële sector. Gedurende deze zesde fusiegolf lieten ook private-equity-ondernemingen van zich horen. De zesde fusiegolf duurde voort tot aan eind 2007.

1.3 Nederland: een gezonde economie in 2008

Er was veel werkgelegenheid in Nederland; op 1 januari 2008 was het werkloosheidspercentage drie procent: het laagste percentage van de Europese Unie. Er was in dat jaar een overheidsoverschot. Dit kwam uit op 0,7%. De inflatie was toen tweeënhalf procent.[10] Er was sprake van een groeiende en gezonde economie, een bloeiende huizenmarkt, een interessante aandelenmarkt en een goed functionerende arbeidsmarkt. Af en toe verscheen er een rimpeltje in het spiegelgladde oppervlak, maar dat was snel weer weggewerkt.

1.4 Kredietcrisis

Toen kwam de terugval. In de zomer van 2007 werden de eerste contouren van de kredietcrisis zichtbaar. Die crisis begon in de Verenigde Staten. De aanleiding hiertoe vormden de subprime mortgages. Subprime mortgages zijn hypotheken die aan minder kredietwaardige personen worden verstrekt. Het risico op betalingsachterstanden bij deze hypotheken is hoog. De verkopers van de hypotheken verdienden echter een aanzienlijke bonus. De geldverstrekker kon door de risico-opslag aan subprime mortgages meer verdienen dan aan gewone hypotheken. Zolang het goed ging. Die risico-opslag was er niet voor niets. Door de bonussen werden de lange termijn en het risico genegeerd. De hypotheeknemende instellingen hinderde het hoge risico niet: zij zetten het risico weg in special purpose vehicles (SPV's). Deze SPV's gaven obligaties uit aan beleggers. Aan de obligaties waren ratings van bekende rating agencies gekoppeld. De beleggers dachten solide waardepapieren te kopen. De banken verdienden een fee aan de uitgifte van de waardepapieren (Couwenberg, 2013). In de Verenigde Staten werden veel subprime mortgages verstrekt. De huishoudens konden de lage instaprente nog wel betalen, maar toen de renteverplichtingen in de daaropvolgende jaren stegen, ging het mis.

10. Centraal Bureau voor de Statistiek, Statline.

Eerst leek de crisis aan Nederland voorbij te gaan. Al snel bleek dat de subprime mortgages via de obligaties in pakketten aan verschillende banken en financiële instellingen (waaronder pensioenfondsen) waren doorverkocht, ook aan Nederlandse banken en financiële instellingen. De gehele financiële sector was besmet.

Het debacle met de subprime mortgages vormde de aanleiding om andere financiële producten te onderzoeken. Niet alleen de hypotheekleningen maar ook andere leningen waren flink in omvang toegenomen. Nederlandse ondernemingen hadden ook andere complexe financiële producten gekocht, die waardeloos bleken te zijn. Banken vertrouwden elkaar niet meer. Het interbancaire leenverkeer droogde op. De kredietcrisis was het gevolg.

Nederland werd relatief zwaar getroffen door de kredietcrisis. De relatief grote financiële sector die zoveel welvaart had gebracht, bracht Nederland in een recessie die hardnekkiger is dan in de ons omringende landen.

Ook de aandelenmarkt reageerde op de onzekerheid op de Amerikaanse hypothekenmarkt. De AEX-index daalde. Deze daling zette zich voort toen bleek dat de Nederlandse economie in een recessie was beland. In 2008 daalde de AEX-index met 52 procent ten opzichte van het jaar ervoor. In 2009 zette de daling nog even door. Op 9 maart 2009 werd een historisch dieptepunt bereikt, toen de AEX-index op 195 uitkwam; daarmee was de stand gelijk aan die van 1995. De kredietcrisis ging over in een economische recessie. Op de economische recessie volgde de eurocrisis.

1.5 Stagnatie huizenmarkt

Door de kredietcrisis en de recessie liep de woningmarkt vast. De huizenmarkt leek op slot. Banken werden noodgedwongen restrictiever met het verstrekken van hypotheken en tophypotheken waarbij leningen werden afgegeven hoger dan de aanschafwaarde van het huis, waren niet langer mogelijk. Het aantal verkochte huizen daalde aanzienlijk. Vanaf het derde kwartaal van 2008 begonnen de huizenprijzen te dalen. In september 2013 was het prijsniveau gelijk aan dat van 2003, tien jaar eerder. Veel gezinnen die hun huizen wilden verkopen, werden geconfronteerd met het feit dat hun huis onder water stond.[11] Starters kregen nog maar moeilijk een hypotheek.

11. Een huis staat onder water als de hypotheek op dat huis niet meer kan worden afbetaald met de opbrengst uit de verkoop van dat huis: de omvang van de hypotheek is groter dan de verkoopwaarde van het huis.

Ook de terugval van de economie had een negatieve invloed op de ontwikkelingen op de huizenmarkt. Er waren immers minder banen en er was sprake van een hogere werkloosheid. Met name huiseigenaren die een beleggingshypotheek waren aangegaan (een hypotheek gekoppeld aan beleggingen op effecten), kwamen bedrogen uit: het in aandelen belegde spaarvermogen waarmee zij in de toekomst hun hypotheek hadden willen aflossen, bleek sterk in waarde te zijn gedaald.

1.6 Slechte beleggingsproducten en waardevernietigende overnames

Eerder was al aan het licht gekomen dat de aandelenleaseconstructies (een uitzetting in aandelen met geleend geld) tot restschulden van de eigenaren leidden: ook bij een tegenvallend rendement op de aandelen moeten de renteverplichtingen worden voldaan en de schuld worden afgelost.
Het was in deze tijd van dalende aandelenkoersen dat ook de hoge kosten die voor lijfrenteproducten in rekening werden gebracht, voelbaar werden. Deze kosten waren niet langer verwaarloosbaar ten opzichte van de aandelenkoerswinsten, toen deze laatste niet meer behaald werden. Er wordt gesproken van woekerpolissen.

Toen de aandelenkoersen niet meer vanzelfsprekend stegen en gedurende enige tijd zelfs een neerwaartse trend vertoonden, werd niet langer door de aandelenkoersontwikkeling gecamoufleerd dat een relatief hoog percentage fusies en overnames geen waarde creëerde en in feite was mislukt. Slechte overnames kwamen duidelijker aan het licht. De overnamemarkt stagneerde.

1.7 Stijgende begrotingstekorten en staatsschuld

De terugval in de economie werd ook gevoeld in de staatskas. In 2011 bedroeg het begrotingstekort 4,6 procent. In 2012 bedroeg het tekort 4,2 procent.[12] Nederland, hard in de lijn tegen andere EU-landen als het ging om maximaal toegelaten omvangen van het begrotingstekort (niet hoger dan drie procent), werd zelf door de EU op het matje geroepen. In september 2013 bedroeg de werkloosheid 8,6 procent van de beroepsbevolking.[13]

12. Centraal Bureau voor de Statistiek, Statline.
13. Centraal Bureau voor de Statistiek, persbericht 17 oktober 2013.

De overheid heeft om omvallende banken te kunnen redden, schulden moeten maken. Hiermee werd de crisis afgevlakt, maar het probleem voor een deel doorgeschoven naar de volgende generatie. Deze generatie wordt straks geconfronteerd met een hoge staatsschuld, waar zij zelf niet debet aan is geweest.

1.8 Bonuscultuur

Het variabele-beloningsbeleid staat tegenwoordig op een andere wijze in de belangstelling dan in de jaren negentig van de vorige eeuw. Nu blijkt dat topmanagers in de financiële sector ook tijdens de kredietcrisis nog veel bonussen ontvangen, die soms meerdere malen het vaste salaris overstijgen, is de publieke opinie genadeloos. Bonussen lijken in deze context meer te maken te hebben met zelfverrijking dan met het op een lijn brengen van de belangen van aandeelhouders en directie. Men spreekt van een bonuscultuur in negatieve zin. De financiële sector lijkt hierbij niet op zichzelf te staan. Ook in andere sectoren zijn buitenproportionele bonusregelingen en salariëringen aan het licht gekomen. Nog vers in het geheugen ligt de bekendmaking van de buitenproportionele vergoedingen voor directeuren van woningcorporaties. In het oog sprong Vestia: het salaris van Vestia-directeur Erik Staal liep geleidelijk op en bedroeg in 2011 € 500.000 per jaar. Bij zijn vertrek kreeg hij € 3,5 miljoen mee (NRC.nl, 6 december 2012). Ook bij onderwijsgroepen lijkt het bestuur soms meer aan de eigen belangen dan aan die van de maatschappij te denken. Bij Amarantis beschikte bestuurder Jan van Setten bij bekendmaking van de problemen over twee leaseauto's en een OV-jaarkaart. En de aannemers die voor Amarantis werkten, knapten ook zijn huis op (Volkskrant.nl, 14 februari 2013).
Het lijkt soms of deze semioverheidsinstellingen kwijt zijn dat zij met publieke gelden een maatschappelijk belang moeten dienen. Vestia begon door de handel in derivaten op een gegeven moment kenmerken van een speculatieve beleggingsinstelling te vertonen.[14] Overigens speelde het bankwezen hierbij een dubieuze rol. Verdienen leek voorop te staan, of de transactie gedekt was en een doel diende, leek van ondergeschikt belang. Juridisch blijkt het heel moeilijk te zijn om de betrokkenen te vervolgen, want wettelijk gezien hebben zij niets fout gedaan.

14. Voor verschillende semipublieke sectoren is of wordt vanuit de ministeries inmiddels regelgeving opgesteld om inadequaat gebruik van rentederivaten in de toekomst te voorkomen (bron Autoriteit Financiële Markten, september 2013, p 3). Zo zijn door het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties "Beleidsregels gebruik derivaten door toegelaten instellingen volkshuisvesting" gepubliceerd. Deze regels gelden vanaf 1 oktober 2012 en dienen ertoe dat woningcorporaties derivaten uitsluitend op juiste wijze en in verantwoorde mate inzetten.

1.9 Aanscherping regelgeving bankwezen

Bij banken zijn door de regelgevende instanties de duimschroeven aangedraaid. De eisen waaraan zij moeten voldoen, zijn verder aangescherpt. Hun solvabiliteit[15] moet omhoog, hun fundingratio[16] moet worden verbeterd en zij moeten in control[17] zijn. Ook zijn er hogere eisen gesteld aan ethisch handelen: zo hebben alle directeuren en commissarissen van banken onlangs de bankierseed moeten afleggen. Door de strengere toezichteisen is het aantal en de omvang van de kredieten die de banken kunnen verstrekken, drastisch teruggelopen.

Het is bijna een geluk dat er sprake is van een crisis. Hierdoor is de vraag naar financiering immers teruggelopen. Banken zijn naar binnen gericht en proberen de zaken op orde te brengen.

Hoe moet het als het bedrijfsleven in Nederland straks uit het dal omhoog krabbelt? Kan er dan voldoende krediet worden verstrekt om het land in zijn groei te ondersteunen? Nu al komen bedrijven met financieringsbehoefte bedrogen uit. In het bijzonder jonge startende bedrijven hebben het moeilijk om financiering te vinden. Zoals al eerder gemeld hebben ook particulieren – en vooral starters - met een financieringsbehoefte een probleem: voor hen is het moeilijker om een hypotheek te krijgen en zij hebben daardoor beperkt toegang tot de woningmarkt.

1.10 Economische modellen en de crisis

De economische wetenschap wankelt op haar fundamenten. Economische modellen en theorieën komen in een ander daglicht te staan: het kapitaalstructuurmodel van Modigliani en Miller, de efficiënte-markthypothese van Fama[18], het capital asset pricing model van Sharpe dat voortborduurt op de theorie van Markowitz: het zijn theorieën die iedere econoom heeft moeten leren. De

15. Onder solvabiliteit wordt verstaan de mate waarin de onderneming in staat is om aan haar langetermijnverplichtingen te voldoen. Hierbij wordt de hoeveelheid eigen vermogen afgezet tegen de hoeveelheid lang vreemd vermogen in de onderneming.
16. Bazel III (zie hoofdstuk 2) introduceert de fundingratio, de net stable funding ratio (NSFR). De NSFR geeft aan hoeveel aangetrokken middelen (funding) de bank moet aanhouden ten opzichte van haar uitgezette middelen, rekening houdend met het risico dat de bank op haar uitgezette middelen loopt (stress-scenario's): hoe hoger het risico op de uitgezette middelen, hoe hoger de NSFR moet zijn.
17. In control zijn houdt in dat de onderneming haar risico's goed beheerst en een verantwoorde en gezonde bedrijfsvoering voert, die zij goed onder controle heeft.
18. Fama ontving in 2013 nog de Nobelprijs voor de Economie, samen met Lars Peter Hansen en Robert Shiller.

bedenkers van deze theorieën ontvingen de Nobelprijs in de Economie. Maar hoe dicht staan de theorieën bij de werkelijkheid? Het zijn tegen de bètawetenschap aanleunende theorieën die zijn opgesteld om de werkelijkheid beter te kunnen begrijpen. Deze theorieën veronderstellen rationeel handelende subjecten en perfect werkende kapitaalmarkten. Hoe realistisch is dit? Vaak hebben de bedenkers van de theorieën een wiskundige of natuurwetenschappelijke achtergrond. Econoom Deirdre McClosky nam dit fenomeen al vroeg waar. Van haar komt de uitspraak: "Statistical significance is not the same thing as scientific importance or economic sense" (zie onder meer Ziliak & McCloskey, 2009, p. 2302). Men moet niet vergeten dat economie een gedragswetenschap is. Op 14 oktober 2013 heeft Robert Schiller de Nobelprijs in de Economie ontvangen; hij is gedragseconoom. Laat dit een eerste stap in de richting zijn.[19]

In de financieringstheorie staat de aandeelhouder centraal. De aandeelhouder wordt beschouwd als 'residual claimant' van de onderneming, wat wil zeggen dat de aandeelhouder de eigenaar van de onderneming is en stemrecht heeft in de onderneming. Hij krijgt wat over is als de andere partners in de onderneming (bijvoorbeeld de werknemers, de verschaffers van vreemd vermogen en de overheid) een vergoeding hebben ontvangen. Volgens de financieringstheorie moet het doel van de onderneming het maximaliseren van aandeelhoudersvaarde zijn. Door dit na te streven worden ook de belangen van de andere participanten behartigd (zie bijvoorbeeld Fama & Jensen, 1983). Ontvangen de werknemers bijvoorbeeld een te lage vergoeding, dan zullen de goede werknemers vertrekken. Hierdoor zullen de productiviteit, de kwaliteit van de producten en diensten en de winstgevendheid van de onderneming afnemen, waardoor de aandeelhouderswaarde zal afnemen. Om dit te voorkomen, moet de vergoeding voor de werknemers op een correct niveau liggen.[20] In theorie is dit een prachtig model, maar hoe goed werkt dit in de praktijk? Overziet de aandeelhouder de onderneming? Beschikt hij over alle informatie die nodig is om de juiste

19. Schiller ontving de Nobelprijs voor de Economie voor zijn empirische analyse van activaprijzen. Hij doet veel onderzoek op het terrein van behavioural finance. Bij behavioural finance wordt kennis uit de sociologie en psychologie gebruikt om financiële markten en financieel handelen te begrijpen. De efficiënte markttheorie is bij behavioural finance niet een vanzelfsprekend uitgangspunt. Eerder (in 2002) ontving Daniel Kahneman al de Nobelprijs in Economie voor de introductie van de menselijke psyche in de economie. Hij nam daarmee afstand van het standpunt van de rationeel calculerende mens (homo economicus) dat als uitgangspunt van veel economische theorieën dient.
20. Een ander voorbeeld betreft het verlagen van de kwaliteit van een product of dienst om zo kosten te besparen en de winst te verhogen. Als de onderneming hiertoe overgaat, zal de waarde van het product of de dienst voor de klant afnemen. De klantwaarde neemt dus af. Klanten zullen dan minder producten of diensten afnemen. De winst en de aandeelhouderswaarde zullen dan dalen. Een aandeelhouder heeft dus belang bij kwalitatief goede producten met een hoge klantwaarde.

beslissingen te nemen? En neemt de onderneming de juiste beslissingen als zij zich uitsluitend richt op de aandeelhouders van de onderneming?

Het is de vraag of de huidige economische modellen in staat zijn om de economie uit het moeras te trekken.

Een krimpende economie, een neergaande huizenmarkt, een instabiele aandelenmarkt, een moeizame arbeidsmarkt, terughoudende kredietverlening en economische modellen die wankelen: er is sprake van zwaar weer. Het moet anders.

1.11 Betekenis en relevantie lectoraat Finance & Business Innovation

Het is in deze verwarrende en onduidelijke tijd dat ik aantreed als lector Finance & Business Innovation. De betekenis en relevantie van business innovation wordt in deze context duidelijk: vernieuwend denken en werken in organisaties is noodzakelijk, en wel op een manier die de ontstane problematiek tegengaat of voorkomt. Het kan en moet anders. In het lectoraat wordt business innovation gecombineerd met finance: het vernieuwend denken en werken in organisaties spitst zich dan toe op financiële en controlvraagstukken. Dit indachtig, wordt binnen het lectoraat Finance & Business Innovation gekozen voor onderzoek binnen de volgende thema's:

(1) soft controls in organisaties (innovatief aansturen);

(2) fusies en overnames (verantwoord kopen en verkopen); en

(3) alternatieve financieringsvormen voor ondernemingen (innovatief financieren).

In de volgende hoofdstukken worden deze thema's nader uitgewerkt en toegelicht.

HOOFDSTUK 2

Soft controls in organisaties: een harde noodzaak

2.1 Redenen voor soft controls

Veel problemen die in het voorgaande hoofdstuk aan de orde zijn gekomen, worden veroorzaakt door menselijk gedrag. In een organisatie gelden regels. Werknemers houden zich aan deze regels en toch gaat het mis. Regels bepalen dus maar ten dele de koers van organisaties. Het persoonlijk functioneren van medewerkers in die organisaties is namelijk van minstens even groot belang. Begrippen als integriteit en normen en waarden zijn belangrijk en medebepalend voor het succes van een onderneming en de economie als geheel. Naast de gebruikelijke harde beheersingsmaatregelen zijn ook zachte beheersingsmaatregelen relevant. Een van de thema's waarnaar het lectoraat onderzoek doet, betreft de zachte beheersingsmaatregelen, de soft controls.

2.2 Soft controls en hard controls: definities en reikwijdte

Wat zijn soft controls? Wat is het verschil tussen soft controls en hard controls? En wat is de reikwijdte van deze controls? In onderstaande subparagrafen wordt hierop ingegaan.

2.2.1 Definitie soft controls

Soft controls zijn beheersingsmaatregelen die ingrijpen op of appelleren aan het persoonlijk functioneren van medewerkers. Bij soft controls gaat het om maatregelen die van invloed zijn op bijvoorbeeld de motivatie, loyaliteit, integriteit, inspiratie en normen en waarden van medewerkers (De Heus & Stremmelaar, 2000, p. 22). Het gaat om gedragsbeïnvloeding van mensen in organisaties om organisatiedoelen te bereiken. Soft controls zijn moeilijk meetbaar, er kan hierbij immers geen sprake zijn van procedures of van controlelijstjes.

Kaptein en Wallage (2010) geven een aantal voorbeelden van begrippen met betrekking tot soft controls:

- tone at the top;
- mogelijkheid om incidenten te rapporteren;
- integriteit van bestuur;
- openheid om issues te bespreken;
- leiderschap;
- verantwoordelijkheidsbesef;
- voorbeeldgedrag van het middenmanagement;
- bewustzijn;
- vertrouwen;
- betrokkenheid;
- loyaliteit.

2.2.2 Definitie hard controls

Tegenover soft controls staan hard controls. Hard controls zijn formele maatregelen om gewenst gedrag af te dwingen. Bij hard controls gaat het om concrete en duidelijk waarneembare maatregelen. Het effect van deze maatregelen is daarom goed te toetsen (De Heus & Stremmelaar, 2000, pp. 20-21). Bovendien leiden hard controls dikwijls direct tot zichtbaar ander gedrag.

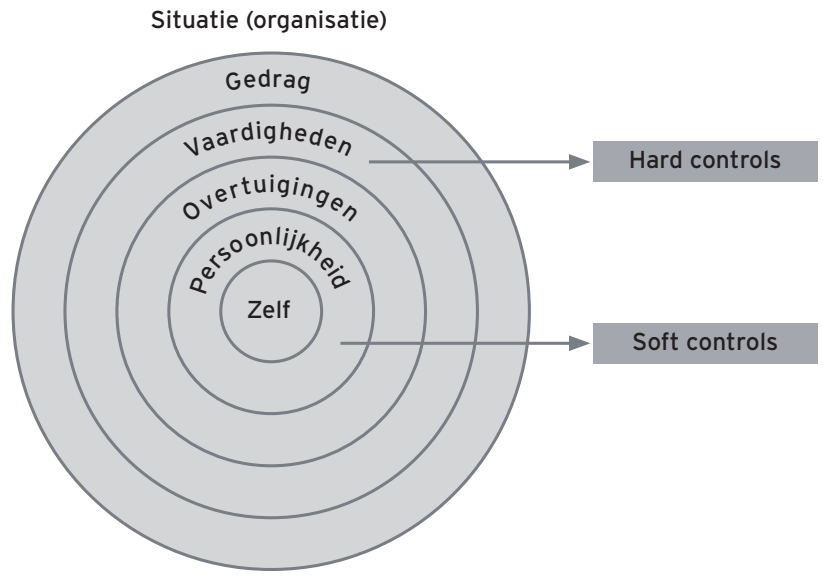
Voorbeelden van dergelijke formele maatregelen zijn:

- aanpassingen in de organisatiestructuur;
- planning-en-control-cyclus;
- toewijzing van taken;
- bevoegdheden en verantwoordelijkheden;
- bonusbeleid;
- humanresourcesbeleid.

Met duidelijke regels omtrent functiescheidingen, procedures en administratieve systemen probeert het management het gewenste gedrag te bereiken. Regels in een organisatie zijn heel belangrijk en vormen de basis voor een goede structuur. Zij helpen een onderneming om haar doelstellingen te behalen, maar vormen hiervoor geen garantie. Het is niet voldoende om een organisatie aan te sturen met alleen regels en procedures. Een te groot aantal regels kan zelfs tot onwerkbare situaties leiden. Ook kan het zijn dat in het nastreven van regels en met het afvinken van lijstjes het eigen verantwoordelijkheidsbesef en initiatief van medewerkers naar de achtergrond raken: als de regels maar worden behaald.

2.2.3 Reikwijdte soft controls en hard controls

De Heus en Stremmelaar (2000, pp. 21-22) verwijzen naar een model van Nathans (1992), waarin verschillende niveaus van het persoonlijk functioneren staan weergegeven. Deze niveaus lopen van het meest eigenlijke deel van de mens naar het meest uiterlijke gedrag. Naarmate het functioneren meer vanuit de binnenste schil komt, wordt een verandering steeds moeilijker. De Heus en Stremmelaar leggen de reikwijdte van soft controls en hard controls uit aan de hand van dit model. Zij stellen dat hard controls de organisatorische context, het gedrag en de vaardigheden van de werknemers kunnen beïnvloeden: dit zijn de buitenste twee lagen van de schil. De werking van de soft controls is in hun visie groter: soft controls beïnvloeden naast gedrag en vaardigheden ook de overtuiging en persoonlijkheidskenmerken van de werknemers.



Figuur 1: Niveaus van persoonlijk functioneren (bron: Nathans, 1992)

Topinkomens voor directievoorzitters en (interim)bestuurders van publieke en humanitaire organisaties (zoals Vestia, Amarantis en Humanitas), hoge declaraties bij publieke organisaties en goede doelen (zoals Vestia, Amarantis en Alpe d'HuZes), zonnekoninggedrag van topbestuurders (zoals bij ABN-Amro en Ahold) en hoge bonussen voor topwerknemers (bij verkoop Robeco) zijn voorbeelden van niet goed werkende soft controls. Vanuit het oogpunt van hard controls doen de betrokkenen niets verkeerd, ze hebben geen regels overtreden. De bedrijven en managers gaan formeel niet buiten hun boekje. Op de terreinen integriteit, verantwoordelijkheidsbesef en bewustzijn gaat er echter veel mis.

2.3 Bankwezen: regelgeving en soft controls

De kredietcrisis zou zich mogelijk bij een goede werking van soft controls in de bankensector niet of in minder ernstige mate hebben voorgedaan. Veel uitwassen die hebben geleid tot de wereldwijde financiële crisis, zijn terug te voeren op een gebrekkige organisatiecultuur en bijbehorend gedrag (Piena & Christensen, 2013, p. 241). In de volgende subparagrafen wordt ingegaan op de Bazel-regelgeving, de ongewenste organisatiecultuur die in bepaalde gelederen van het bankwezen ontstond en de recente aandacht voor soft controls bij toezichthoudende instanties als middel om ongewenst gedrag tegen te gaan.

2.3.1 Regelgeving: Bazel I, II en III

In het toezicht op het bankwezen volgt regelgeving op gebeurtenissen en ontwikkelingen. Op Bazel I (1988) waarin internationale afspraken over minimale kapitaalseisen voor banken zijn gemaakt, volgt het meer uitgebreide Bazel II (2004), waarin meer marktconforme en risicogevoelige kapitaalseisen worden nagestreefd. Op grond van Bazel II mogen banken hun interne ratingmethoden gebruiken voor de bepaling van de hoeveelheid kapitaal die zij moeten aanhouden. Verder is sprake van een meer verfijnd systeem van risicogewichten, waarin het is toegestaan om op basis van door erkende rating agencies afgegeven ratings, kapitaalseisen te bereiken. Inmiddels is bekend waartoe dit kan leiden: beleggingen in hypotheekportefeuilles van dubieuze kwaliteit, die door rating agencies als uitstekend beoordeeld worden, met alle gevolgen van dien.

Met ingang van 2013 treedt Bazel III stapsgewijs in werking. De inwerkingtreding vindt gefaseerd plaats, tot in 2019. Bazel III werkt aan een verhoging van de kwaliteit van kapitaal, een verbetering van de risicodekking van de kapitaals-

eisen en een vermindering van de procycliciteit.[21] Verder introduceert Bazel III een maximum voor de leverage-ratio en pakt de regeling het systeemrisico aan, door grote banken extra kapitaaleisen op te leggen.

De Bazel-raamwerken worden neergelegd in de Europese Capital Requirements Directive en in Nederland geïmplementeerd in de Wet op het Financieel Toezicht (Wft) (De Nederlandsche Bank, 2007 en www.baseliii.com).

2.3.2 Ongewenste organisatiecultuur

In het toezicht op de financiële sector zijn met de regelgeving stappen in de goede richting gezet, maar het is de vraag of deze effect hebben zolang niet ook de organisatiecultuur verandert. Piena en Christensen beschrijven het verhoor van David Viniar, topman van Goldman Sachs. De aanleiding voor het verhoor was dat Goldman Sachs in die tijd veel subprime-producten verkocht en gelijktijdig speculeerde op het ineenstorten van de hypotheekmarkt. Een citaat uit de beschrijving door Piena en Christensen: "Senator Levin citeert in het verhoor e-mails van medewerkers van Goldman Sachs die over de producten van de bank schrijven dat het 'crap' is en een 'shitty deal', refererend aan het feit dat het eigenlijk waardeloos papier is. Viniar verdedigt zich door te zeggen dat als klanten het twintig cent waard vinden, het dat blijkbaar ook is. Levin houdt aan en vraagt hem wat het hem eigenlijk voor gevoel geeft dat zijn bank enorme hoeveelheden papier heeft verkocht die volgens de medewerkers crap waren of een shitty deal. Het antwoord van Viniar? 'Het is jammer dat dat in een e-mail is gezet'. De schok die door de senaatszaal gaat na dat antwoord kunnen we invoelen, maar eigenlijk is het een eerlijk antwoord van iemand die klaarblijkelijk geen enkele afstand heeft genomen van het gedrag en de cultuur binnen zijn bank" (Piena & Christensen, 2013, p. 241).[22]

> Ook Gerrit Zalm (2013, p. 7) geeft aan dat aandacht voor gedrag in organisaties van groot belang is, met name in de top: "Als je kijkt naar grote bedrijven binnen en buiten de financiële wereld die bijna of geheel ten onder zijn gegaan, lijken ze één ding gemeen te hebben. Hun CEO's liepen over van zelfvertrouwen; zij hadden vaak na jaren van boekhoudkundig succes de wijsheid in pacht. Kritische vragen van medewerkers werden niet op prijs gesteld. Kritiek werd beschouwd

21. Procycliciteit kan worden omschreven als de neiging van het financiële systeem om fluctuaties in de economie te versterken (DNB, Kwartaalbericht september 2009).
22. Piena en Christensen verwijzen verder naar: <www.youtube.com/watch?v=1_NtV6Rptd4>

als gebrek aan loyaliteit. De beloning voor eerlijkheid was ontslag. De CEO's meenden over water te kunnen lopen. Gedragsverandering begint bovenin het bedrijf. Daar wordt de toon gezet."

2.3.3 Soft controls bij De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten

De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM)[23] hebben geleerd van de financiële crisis. Zij "zijn tot de conclusie gekomen dat een verschuiving van toezicht nodig is van reageren op geconstateerde problemen naar het voorkomen van problemen" (Piena & Christensen, 2013, p. 242). In reactie op de gebeurtenissen geven zij nu naast het reguliere toezicht ook het toezicht op gedrag en cultuur vorm. Het doel van dit toezicht is om het verband te kunnen leggen tussen gedrag en cultuur enerzijds en (het effect van) risicovolle besluiten anderzijds. Zo kan bij toezicht naar aanleiding van grote incidenten het gedrag dat daaraan ten grondslag ligt, worden onderzocht. Een recent voorbeeld waarbij dit gedaan kan worden, is de Libor-affaire.

De AFM stelt in haar toezicht op cultuur en gedrag het klantbelang centraal. Daartoe heeft zij ondermeer het project "integrale verandering" uitgezet. Dit project richt zich op de cultuurverandering van financiële ondernemingen zodanig dat het klantbelang meer centraal komt te staan. Voor het centraal stellen van het klantbelang en voor integrale verandering is immers een duurzame cultuurverandering noodzakelijk. Cultuur en gedrag zijn hiervoor dus belangrijke pijlers. De AFM gaat na of er heldere key-performance-indicatoren zijn benoemd, zodat de onderneming goed kan sturen op het centraal stellen van het klantbelang. Klantbelang moet ook centraal in de doelstellingen van de onderneming komen te staan. Daarnaast moeten de werknemers goed worden aangestuurd, door voorbeeldgedrag en door werving, ontwikkeling en behoud van het juiste type werknemers (Piena & Christensen, 2013, pp. 246-248).

In haar rapport Visie Toezicht 2010-2014 benoemt DNB nadrukkelijk integriteit (waaronder cultuur en gedrag) als een van haar onderzoeksthema's (pp. 22-24).

23. De Nederlandsche Bank houdt toezicht op de banken en financiële instellingen die in Nederland gevestigd zijn. Zij gaat bij deze instellingen onder meer na of er sprake is van financiële stabiliteit en of er sprake is van financiële stabiliteit in de financiële sector. De Autoriteit Financiële Markten ziet erop toe dat financiële ondernemingen hun klanten goede informatie geven over financiële producten en dat zij hun afspraken nakomen. Zij is verantwoordelijk voor een zorgvuldige financiële dienstverlening en een eerlijke werking van de kapitaalmarkt (zie onder meer www.afm.nl, www.dnb.nl).

DNB voert in organisaties het onderzoek naar cultuur op drie lagen uit: gedrag, groepsdynamiek en mindset. Een voorbeeld van gedrag waar het onderzoek van AFM en DNB zich op richt, is leiderschap: zij willen voorbeeldgedrag van mensen in de top van de financiële instellingen zien. DNB gaat bovendien na of deze topbestuurders voldoende tegenwicht geboden krijgen. Zij onderzoekt of de besluiten en handelingen van de Raad van Bestuur voldoende ter discussie worden gesteld, bijvoorbeeld in de bijeenkomst met de Raad van Commissarissen. Besluitvorming en communicatie zijn twee andere voorbeelden van gedrag waar het onderzoek van DNB zich op richt (Piena & Christensen, 2013, p. 249-250).

2.4 Soft controls en het lectoraat

Dat naast hard controls ook soft controls nodig zijn om een organisatie goed en verantwoord te laten functioneren, wordt, met de kredietcrisis en de andere debacles nog vers in het geheugen, algemeen erkend. Er is in de praktijk veel interesse voor en behoefte aan het implementeren van soft-control-methodieken in de eigen organisatie. Veel bedrijven zijn zich ervan bewust dat zij hiermee aan de slag moeten. De vraag is alleen hoe. Het moeilijk meetbaar zijn van soft controls is een obstakel. Ook het niet-weten waar te beginnen vormt een hindernis. Naast bedrijven, tonen ook toezichthoudende en controlerende instanties interesse. Zij zijn op zoek naar een methodiek om na te gaan of de ondernemingen die zij controleren voor wat betreft de zachte signalen in control zijn.

Het lectoraat Finance & Business Innovation biedt ondernemingen en instanties een handreiking. Het wil ondernemingen op een heldere manier informeren over de stand van zaken van de soft controls in de organisatie. Om dit goed te kunnen doen, ontwikkelt het lectoraat een model voor een softcontrolscan. Na gebruik daarvan heeft een organisatie in grote lijnen inzicht in de vraag of zij op basis van een aantal relevante zachte beheersingsmaatregelen in control is: een zogenoemde heat map. De onderneming kan deze scan zelf uitvoeren. Door dit model in de praktijk te laten toetsen, verzamelt het lectoraat informatie over faalfactoren bij het al dan niet in control zijn op basis van zachte signalen. Bovendien kan op basis van ervaringen van de gebruikers het model verder worden verbeterd. Met het model voert de gebruiker checks uit op drie onderdelen: cultuur, organisatie en beleid. In opdracht van en in samenwerking met instanties en ondernemingen stelt het lectoraat bovendien modellen op maat op. Op het moment vindt samenwerking plaats met een toezichthoudende instantie en een afdeling bij een financiële instelling. In opdracht van het lectoraat doen enkele studenten van het Instituut voor Financieel Management (IFM) onder leiding van hoofddocent-onderzoeker Anne-Loek Stubbe onderzoek naar soft controls.

Het model voor de softcontrolscan wordt opgesteld volgens de operational-auditmethode.

> De operational-auditmethode is een beproefde methodiek waarbij allereerst een nauwkeurige bepaling plaatsvindt van de soft-control-aspecten die worden onderzocht. Vervolgens wordt per soft-control-aspect aangegeven hoe de gebruiker deze moet meten. Ten slotte stelt de gebruiker in overleg met de opdrachtgever een norm vast, die per soft-control-aspect aangeeft op welk niveau het zich minimaal moet bevinden om voldoende te zijn: dit is het normenkader.[24]

Als op basis van de uitkomst van de operational audit (de softcontrolscan) een of meer sof-control-aspecten onvoldoende scoren, dan kan een meer diepgaand onderzoek naar het probleem worden gedaan. Hieruit voortvloeiend kunnen dan aanbevelingen worden gegeven op het gebied van cultuur, organisatie en beleid. Ook zou een vervolgonderzoek volgens de alignment-auditmethode kunnen plaatsvinden.

> De alignment-auditmethode is een systematisch uitgevoerd onderzoek naar de afwegingen die individuele medewerkers maken, veelal in conflicterende of lastige werksituaties, om zo te kunnen bepalen of het feitelijk handelen in lijn is met de doelen die door het management zijn gesteld.

Vaak worden bij deze methode in workshops of interviews realistische dilemma's besproken waarbij verschillende handelingsalternatieven en de motivaties daarbij worden gegeven.
Een eventueel vervolgonderzoek kan ook volgens de learning-historymethode plaatsvinden.

> De learning-historymethode betreft onderzoek naar de onderliggende mentale modellen en diepgewortelde overtuigingen van mensen die maken dat ze op een bepaalde manier handelen in een organisatie.

Het learning-historyonderzoek vindt plaats aan de hand van diepte-interviews.[25]

---

24. Dat wordt gedaan door op basis van interviews en gesprekken een risicoanalyse op te stellen en kritische succesfactoren te definiëren. Vervolgens wordt in overleg met de opdrachtgever een normenkader geformuleerd.
25. Het onderwerp soft controls is een relevant onderwerp dat bovendien raakvlakken heeft met de lectoraten gedragseconomie en arbeidsmarktvraagstukken. Er zijn hierbinnen projecten waarin samen kan worden opgetrokken.

Aangezien het onderwerp soft controls leeft bij verschillende instanties, organisaties en onderzoekers, wil het lectoraat Finance & Business Innovation netwerkbijeenkomsten organiseren, om onderzoekers en bedrijfsleven samen te brengen en tot verdere kennisontwikkeling te komen.
Het ultieme doel is dat soft controls als vanzelfsprekend in iedere organisatie aanwezig zijn en daar hun werk doen.

HOOFDSTUK 3

Fusies en overnames: verantwoord kopen en verkopen

3.1 Fusies en overnames in de belangstelling

In de media is grote aandacht voor fusies en overnames. Een belangrijke reden voor deze aandacht is het grote aantal fusies en overnames dat op jaarbasis plaatsvindt. In 2012 waren er in Nederland 4.600 bedrijfsovernames. Dit aantal was bijna tweemaal zo groot als in 2009. Er lijkt zich in 2010 een overnamegolf te hebben ingezet, die in de daaropvolgende jaren een vervolg heeft gekregen. De verwachting is dat deze golf nog enige tijd zal aanhouden. De overnames hebben grotendeels betrekking op bedrijven in het midden- en kleinbedrijf. Een belangrijke reden voor de overnames in deze golf lijkt het afwenden van een faillissement van de doelwitonderneming (dit is de over te nemen onderneming) te zijn (CBS, 26 september 2013). Daarnaast vinden overnames in het midden- en kleinbedrijf plaats omdat veel ondernemers met pensioen gaan en hun bedrijf verkopen.

Een andere reden voor de aandacht voor fusies en overnames is dat veel overnames mislukken. Van Teeffelen (2012) heeft in samenwerking met de Kamer van Koophandel de gevolgen van deze mislukte overnames onderzocht. Conclusie: de opheffing van gezonde bedrijven en mislukte overnames kostte de Nederlandse economie in 2011 80.000 banen, een omzetderving tot vier miljard euro en een kapitaalverlies tot twee miljard euro.
Met name in een periode van economische teruggang komen de gevolgen scherper aan het licht. Wat zijn de oorzaken van deze mislukkingen? Kunnen

de mislukkingen worden voorzien en voorkomen, zodat er verantwoord wordt overgenomen?

3.2 Overnames en overnametheorieën vooraf

In de literatuur worden meerdere overnametheorieën genoemd, die allemaal een andere uitleg geven over de redenen voor een overname. Daarbij worden redenen onderscheiden die vanuit economisch perspectief wenselijk of minder wenselijk zijn. De vanuit economisch perspectief[26] wenselijke redenen schaar ik onder wenselijke overnamemotieven. De vanuit economisch perspectief minder wenselijke redenen categoriseer ik als onwenselijke overnamemotieven.[27]

3.2.1 Wenselijke overnamemotieven

De wenselijke motieven volgend, moeten managers handelen in het belang van de aandeelhouders van de onderneming. Fusies en overnames mogen daarom alleen plaatsvinden als zij aandeelhouderswaarde creëren.

Een theorie die hierover gaat en daarmee uitgaat van goede overnamemotieven, is de efficiëntietheorie (zie onder meer Rappaport, 1998; Gaughan, 1991). De efficiëntietheorie stelt dat overnames plaatsvinden om aandeelhouderswaarde te creëren. De nieuw te vormen bedrijfscombinatie zal productiever zijn dan de afzonderlijke ondernemingen bij elkaar opgeteld als gevolg van synergievoordelen en verbeterde aansturing van de doelwitonderneming.

De efficiëntietheorie maakt onderscheid tussen operationele synergieën, financiële synergieën en fiscale synergieën. Bij operationele synergieën kan men denken aan schaalvoordelen, economies of scope en overdracht van technische kennis en managementvaardigheden. Financiële synergieën doen zich voor als de vermogenskosten na de overname lager worden door de relatief lagere uitgifte- en transactiekosten als gevolg van de grotere omvang van de combinatie van overnemer en doelwit. Ook kunnen de lagere vermogenskosten

26. Een belangrijke theorie die hieraan ten grondslag ligt is de financieringstheorie (zie ook paragraaf 1.9). Volgens deze theorie moet het doel van de onderneming het maximaliseren van aandeelhouderswaarde zijn. Als de overname geen waarde creëert voor de aandeelhouders van de overnemende onderneming, is de overname ongewenst. Maar ook andere economische aspecten zijn van belang. Zo kan een overname die leidt tot een monopoliepositie wellicht gunstig zijn voor de aandeelhouders, maar voor de economie als geheel ongewenst zijn.
27. De genoemde overnamemotieven zijn niet limitatief.

veroorzaakt worden doordat het financieel risico voor investeerders lager wordt, doordat de kasstromen van de twee ondernemingen imperfect aan elkaar gecorreleerd zijn; hierdoor is er sprake van een soort onderlinge schuldverzekering. Verder kan door de overname ongebruikte ruimte om vreemd vermogen aan te trekken bij de ene partij worden benut door de andere partij. Fiscale synergieën doen zich voor als een van beide ondernemingen in het verleden fiscale verliezen had, die na de overname fiscaal voorwaards kunnen worden verrekend (carry forward) met de winsten van de gecombineerde onderneming. De nieuwe combinatie hoeft hierdoor minder belasting te betalen.

3.2.2 Onwenselijke overnamemotieven

Er zijn ook overnametheorieën die uitgaan van overnamemotieven die voor de aandeelhouders van de overnemende onderneming ongewenst zijn, omdat zij leiden tot een lagere waarde van de aandelen. Ik bespreek de empire-building-theorie en de hubris-theorie.

3.2.2.1 Empire-buildingtheorie

Een van deze theorieën over overnames op ongewenste gronden, is de empire-buildingtheorie. Dit is een gedragstheorie die psychologische in plaats van economische argumenten noemt om overnames te verklaren. De empire-buildingtheorie stelt dat overnames worden gepland en uitgevoerd door het management van de overnemende onderneming om daarmee zijn eigen belang in plaats van het belang van zijn aandeelhouders te dienen. Hiervan kan sprake zijn bij een scheiding tussen leiding en eigendom. De belangen van het management kunnen in dat geval immers verschillen van de belangen van de aandeelhouders van de onderneming en de aandeelhouders zijn niet in staat om perfect toezicht te houden op de activiteiten van het management (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

Een eerste voorbeeld van een overname die mogelijk voortvloeit uit empire building van het management van de overnemende onderneming, is de overname van een onderneming die in een andere bedrijfstak actief is dan de overnemende onderneming. Met deze overname zorgt het management van de overnemende onderneming ervoor dat zijn persoonlijke portfolio van activiteiten is gediversifieerd en zijn persoonlijke risico afneemt. Voor de aandeelhouders van de overnemende onderneming is een dergelijke overname echter niet nodig. Zij kunnen namelijk makkelijk zelf diversifiëren, door aandelen te kopen van meerdere, onderling verschillende ondernemingen. Het management kan vanwege het grote eigen belang bij de overname geneigd zijn om een te hoge

prijs voor de overname te betalen (Morck e.a., 1990, p. 31). Dit leidt tot een lagere aandeelhouderswaarde voor de aandeelhouders van de overnemende onderneming.

Een tweede voorbeeld van empire building is een overname met het oog op het kopen van groei. Door een andere bij voorkeur hard groeiende onderneming te kopen, neemt de omvang van de combinatie toe. Het management heeft een hoger aanzien, een beter salaris, betere voorwaarden en meer macht. Ook verbetert de overname de carrièreperspectieven voor het management dat zich wat lager in de organisatie bevindt (Morck e.a., 1990, p. 33). De groei van de doelwitonderneming vindt echter ook plaats zonder de overname. Er wordt dan geen aandeelhouderswaarde gecreëerd door de overname.

Ten derde kan er sprake zijn van empire building als managers hun eigen positie versterken (management entrenchment) door overnames te doen op terreinen waarin zij sterker zijn dan andere directiekandidaten. Op deze wijze worden deze managers onmisbaar en moeilijk vervangbaar voor de organisatie (Shleifer & Vishny, 1989, p. 123). Het is de vraag of de ingeslagen richting een richting is die in het belang van (de aandeelhouders van) de onderneming is.

Een vierde signaal van empire building is dat het management een grote vrije kasstroom heeft, die het besteedt aan de overname. Jensen (1986, p. 323) geeft aan dat ondernemingen met een relatief grote vrije kasstroom eventueel in combinatie met nog niet gebruikte leencapaciteiten overnames kunnen doen die niet waardecreërend zijn voor zijn aandeelhouders. Een vrije kasstroom representeert de geldmiddelen die over zijn nadat de onderneming alle investeringen met een positieve netto contante waarde (gegeven de relevante vermogenskostenvoet) heeft gedaan. Als het management geen goede besteding heeft voor deze geldmiddelen, moet het deze uitkeren aan de aandeelhouders. Management dat zijn eigen belang nastreeft, zal dit bedrag liever besteden aan een onrendabele overname dan het uit te keren aan de aandeelhouders. Zo houdt het meer geldmiddelen onder zich en heeft het meer macht en aanzien. Een uit overnamekas gefinancierde acquisitie kan dus op empire building duiden.

Een vijfde motief voor empire building kan zijn het feit dat het management liever bieder dan doelwit is. Als bieder zit het management in de drivers seat, terwijl het als doelwit een meer ondergeschikte positie inneemt. Het management wil dus liever eten dan zelf gegeten worden. Harris (1994, p. 263) geeft aan dat hoewel de aandeelhouders van de onderneming dikwijls beter af zijn als hun onderneming doelwitonderneming is (zij ontvangen dan een overnamepremie), het management van een onderneming gebaat is bij een overnemerspositie, omdat het management van de overnemende onderneming zijn positie in het algemeen behoudt terwijl het management van de doelwitonderneming meestal zijn positie verliest.

3.2.2.2 Hubris-theorie

Een andere theorie die een verklaring voor een overname representeert die voor de aandeelhouders ongewenst is en leidt tot een lagere waarde van hun aandelen, is de hubris-theorie. De hubris-theorie is geïntroduceerd door Roll (1986). Die stelt dat overmoed over het eigen functioneren kan leiden tot een overwaardering van de doelwitonderneming. Als gevolg hiervan betaalt het management van de overnemende onderneming een te hoog bedrag voor de overname. De aandeelhouders van de overnemende onderneming gaan erop achteruit.

3.2.3 Meerdere overnametheorieën naast elkaar

Bij overnames spelen vaak meerdere motieven door elkaar een rol. Een uitkomst van mijn proefschriftonderzoek naar goodwill als maatstaf voor waardecreatie van een acquisitie was dat goodwill informatie over verwachte waardecreatie bevat, maar dat ook andere factoren, zoals onder meer empire building, van invloed zijn op de omvang van de in een overname betaalde goodwill (Lycklama à Nijeholt, 2010, 228).

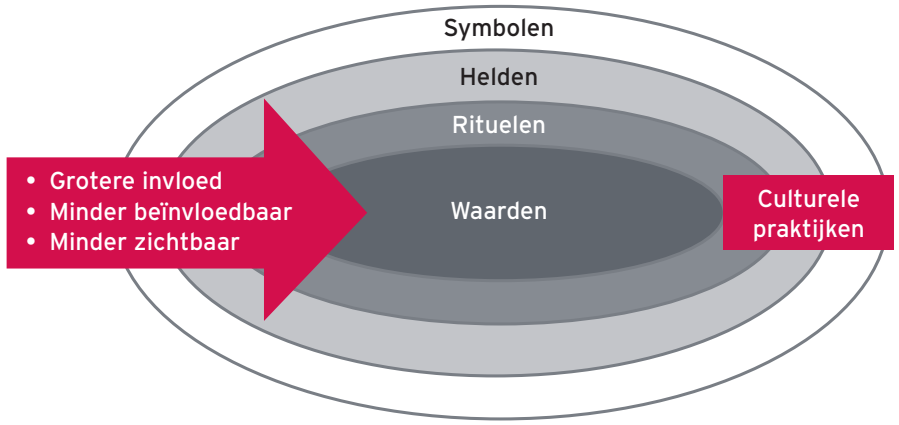
3.3 Overnames en faalfactoren achteraf

Ongeveer zeventig procent van alle overnames mislukt (Schenk, 2002, p. 12). In tijden van hoogconjunctuur is het mislukken van overnames door stijgende aandelenkoersen en groeiende winsten niet heel zichtbaar. In tijden van laagconjunctuur komen de mislukkingen aan het licht. De mislukkingen kunnen een gevolg zijn van verkeerde overnamemotieven voorafgaande aan de overname, zoals beschreven in de empire-buildingtheorie en de hubris-theorie. Maar ook na de overname kunnen zich factoren voordoen die maken dat een overname mislukt. Drie belangrijke faalfactoren achteraf zijn cultuurverschillen, weerstand bij de werknemers en gebrekkige communicatie.

3.3.1 Cultuurverschillen

Schein (1986) omschrijft de cultuur van een organisatie als het geheel aan normen, waarden, opinies en manier van denken, dat gedeeld wordt door de

leden van een organisatie. De organisatiecultuur omvat verschillende lagen. Figuur 2 van Boekholt (2007) geeft deze lagen in een eclips weer. De buitenste laag representeert symbolen, zoals merknamen, logo's en slogans. De volgende laag betreft de helden van de organisatie; dit zijn de personen die de organisatie groot hebben gemaakt en daarmee voorbeelden zijn voor de werknemers. De derde laag omvat de rituelen; die gaan over omgangsvormen en gedrag. De kern van de eclips gaat over de waarden, normen en grondbeginselen van de organisatie. Men kan hier denken aan ontplooiing, eerlijkheid, betrouwbaarheid en het vigerende mens- en wereldbeeld (Van Raes e.a., 2009; Boekholt, 2007).



Figuur 2: Organisatiecultuur (Boekholt, 2007, p. 9)

Als de twee ondernemingen die samengaan sterk uiteenlopende organisatieculturen hebben, kan dit een remmend effect op het succes van de overname hebben (Duncan & Mtar, 2006; Epstein, 2004). Het samenvoegen van twee uiteenlopende organisatieculturen vergt een cultuurverandering die weloverwogen moet plaatsvinden en veel tijd zal kosten.

3.3.2 Weerstand bij de werknemers

Naast de organisatiecultuur is de rol van de werknemers van belang voor het slagen van de overname. Er is een wisselwerking tussen de organisatiecultuur en de werknemers. Zo presteren werknemers slechter als de organisatiecultuur van de overnemer en de organisatiecultuur van de doelwitonderneming sterk van elkaar verschillen. Er kunnen dan bovendien conflictsituaties ontstaan (Weber & Camerer, 2003). Werknemers ervaren de overname als het einde van het bestaan van hun eigen onderneming. Het risico bestaat dat werknemers weerstand tegen de overname vertonen. Dat heeft een negatieve invloed op de waardecreatie van de overname.

De volgende factoren bepalen hoe een werknemer zich bij een overname gedraagt (Schravendeel, 2013, p 36 e.v.):

(1) de continuïteit: voelt de nieuwe organisatie als een voortzetting van de oude situatie?

(2) de angst van de werknemer om zijn baan te verliezen: is de kans op baanverlies groot of beperkt?

(3) de relatieve status van de overnemer en de doelwitonderneming voorafgaande aan de fusie: komt deze overeen met het beeld dat de werknemers hier zelf van hebben?

(4) de leiderschapscapaciteiten van de directie: is de directie in staat om het integratieproces succesvol te laten verlopen?

3.3.3 Gebrekkige communicatie

Ten derde kan een gebrekkige communicatie over de overname naar de medewerkers een negatief effect op het succes van de overname hebben. De directies van de overnemende onderneming en van de doelwitonderneming moeten naar de medewerkers en andere participanten transparant zijn bij de informatieverschaffing over de redenen voor de overname en de stappen die in het overnameproces genomen worden. Ook moeten zij goed aangeven wat voor de medewerkers de gevolgen van de overname zullen zijn (Waardenburg, 2010, p. 32). Openheid en transparantie bij de informatievoorziening over de stand van zaken en de achterliggende motieven zijn cruciaal om de overname een succesvol te doen zijn. Alleen als de twee partijen zich afhankelijk opstellen en vertrouwen in elkaar hebben, kan de overname slagen. De directies van de overnemende onderneming en van de doelwitonderneming moeten zich bewust zijn van de belangrijke rol die zij hierbij hebben.

3.4 Soft duediligencetest

Voordat de overnemende onderneming tot een overname overgaat, laat zij een uitgebreid duediligenceonderzoek doen, om er zeker van te zijn dat zij geen miskoop doet en dat de overname op basis van cijfers een succes kan worden. In dat onderzoek wordt vooral aandacht besteed aan financiële, juridische en

fiscale onderdelen. Opmerkelijk is dat in het duediligenceonderzoek de zachte faalfactoren (vooraf en achteraf) nauwelijks aan bod komen.
Het probleem bij zachte faalfactoren is dat zij vaak moeilijk meetbaar zijn. Waar de financiële, juridische en fiscale onderdelen goed meetbaar zijn, is er voor de zachte faalfactoren geen maatstaf voorhanden.

3.5 Fusies en overnames, soft duediligence en het lectoraat

Het lectoraat werkt aan een test om meetbaar inzichtelijk te maken hoe het bij de overnemende onderneming en de beoogde doelwitonderneming met de zachte factoren gesteld is. Onlangs hebben enkele studenten van de Hogeschool Rotterdam (IFM en RBS) onafhankelijk van elkaar onder mijn leiding voor het lectoraat Finance en Business Innovation onderzoek gedaan naar de behoefte en mogelijkheid om een soft duediligenceonderzoek toe te voegen aan het gebruikelijke harde duediligenceonderzoek. Er is een soft duediligenceparagraaf opgesteld waarmee het gebruikelijke harde duediligenceonderzoek kan worden uitgebreid.[28]

In dit ontwikkelde model voor een soft duediligencecheck beantwoordt het management van beide ondernemingen een aantal vragen over de stand van zaken van de zachte factoren bij de overname. De uitvoerder van het soft duediligenceonderzoek achterhaalt hiermee de motieven voor de overname. Daarnaast brengt zij hiermee de aspecten cultuur, werknemers en communicatie in beide organisaties in beeld. Op deze wijze brengt zij de (zachte) faalfactoren voorafgaand aan de overname en de faalfactoren na de overname in kaart. Aan de uitkomsten van de verschillende aspecten worden gewichten toegekend. Op basis hiervan kent zij aan de voorgenomen overname voor wat betreft de soft due diligence een kleur toe: rood, oranje of groen. Als de uitkomst over het gehele vragenpalet oranje of rood is, wordt de overname op basis van de soft duediligencetest afgeraden. Als de test op onderdelen de kleur oranje of rood geeft, geeft de uitvoerder van het soft duediligenceonderzoek aan wat de punten ter verbetering zijn, zodat overnemer en doelwitonderneming goed zijn voorbereid en weten op welke aspecten zij extra moeten aanpakken om de overname op basis van de zachte factoren een succes te doen zijn.

Het lectoraat Finance & Business Innovation zal de komende periode verder werken aan het soft duediligencemodel. Het zal het model verder verbeteren

28. Het lectoraat Finance & Business Innovation dankt in het bijzonder studente Michelle Schravendeel voor haar grote inzet bij de totstandkoming van dit model.

en testen. Het doel van de toevoeging van een soft duediligenceparagraaf aan de duediligencecheck is om de mislukking van een overname en de daaruit voortvloeiende waardevernietiging voor te zijn. Het soft duediligencemodel dat het lectoraat Finance & Business Innovation verder ontwikkelt, maakt inzichtelijk of de overname doorgang moet vinden en zo ja, waarop moet worden aangepakt om de overname een succes te doen zijn. De soft duediligencecheck moet in de toekomst net zo vanzelfsprekend zijn als de overige onderdelen van de duediligencecheck.[29]

29. Met name voor ondernemingen uit het MKB kan een soft duediligencemodel waarvan zij gebruik kunnen maken interessant zijn. Deze ondernemingen beschikken dikwijls over onvoldoende budget om dure onderzoeken te laten uitvoeren.

HOOFDSTUK 4

Alternatieve financieringsvormen: innovatief financieren

4.1 Beperkte beschikbaarheid van bedrijfsfinanciering door strenger toezicht

De strengere regelgeving (Bazel III) voor en het aangescherpte toezicht op de financiële sector in reactie op de kredietcrisis leiden tot een beperktere beschikbaarheid van geld voor bedrijfsfinanciering. Het is positief dat er gewerkt wordt aan het herstel van de bancaire sector. Het is gunstig dat deze sector straks naar verwachting stabieler is. Op de korte termijn kan de noodzaak van het bankwezen om buffers te versterken echter een dempend effect hebben op de groei van de kredietverstrekking (Kamerstuk no. 32.637 Tweede Kamer, 7 februari 2013), met alle gevolgen van dien. Met name het kleinbedrijf wordt hierdoor getroffen. Uit de EIM Financieringsmonitor 2013 (p. 22) komt naar voren dat in 2012 ruim een kwart van het bedrijfsleven er niet in geslaagd is de gewenste financiering te verkrijgen. Voor het kleinbedrijf is 42 procent van de kredietaanvragen niet door het bankwezen gehonoreerd. Het percentage bedrijven dat de gezochte financiering geheel of gedeeltelijk heeft verkregen, ligt daarmee in 2012 lager dan in de voorgaande jaren.

Het feit dat met name het kleinbedrijf zijn kredietaanvragen niet door het bankwezen gehonoreerd ziet, heeft te maken met de in het algemeen relatief lagere solvabiliteit van ondernemingen uit deze sector, wat een hoger risico geeft voor de bank. Aan de lagere solvabiliteit ligt echter vaak een hoge groei van de onderneming ten grondslag. Hard groeiende, jonge ondernemingen die

bovendien vaak innovatief zijn, worden dus extra hard getroffen door de strengere voorwaarden waar de banken aan moeten voldoen. Snelle groeiers hebben nu eenmaal meer behoefte aan financiering buiten hun bestaande kredietruimte dan andere bedrijven (Kamerstuk no. 32.637 Tweede Kamer, 17 dec 2012). DNB (2013) schat dat het aangescherpte kredietbeleid van banken het niveau van de bedrijfsinvesteringen in Nederland momenteel met 0,5 tot 1,5 procent drukt. Als de investeringsgroei jaarlijks lager uitvalt, zal dit op den duur ten koste gaan van de productiecapaciteit en het productievolume van de Nederlandse economie (Kamerstuk no. 32.637 Tweede Kamer, 25 juni 2013).

4.2 Maatregelen overheid

In reactie op de teruglopende financieringsfaciliteiten voor het bedrijfsleven nam minister Kamp van Economische Zaken als stimulans de volgende passage op in het regeerakkoord: "Nieuwe alternatieve financieringsvormen zoals kredietunies, crowdfunding en MKB-obligaties zullen worden ondersteund via promotie, het wegnemen van belemmeringen in de regelgeving en door de inzet van kennis en bestaande instrumenten" (Kamerstuk no. 32.637 Tweede Kamer, 7 februari 2013). De minister gaf aan dat het bovendien wenselijk is voor de schokbestendigheid van bedrijven om meerdere alternatieven voor de gebruikelijke bancaire financiering te hebben. Het MKB is immers altijd erg afhankelijk (geweest) van bankfinanciering. Alternatieve financieringsvormen vormen mogelijk een oplossing als knelpunten ontstaan op het gebied van de bedrijfsfinanciering. Dat is de reden dat het kabinet deze alternatieve financieringsvormen faciliteert.

Enkele maanden later gaf de minister aan daarnaast met een werkgroep onder leiding van de bestuursvoorzitter van Delta Lloyd, Niek Hoek, te onderzoeken of het mogelijk is om institutionele beleggers meer te betrekken bij het financieren van het midden- en kleinbedrijf. Bovendien is het ministerie van Economische Zaken gestart met een proef waarbij Qredits* kredieten gaat verlenen tot 100.000 euro en waarbij banken additionele funding verstrekken voor de kredieten van Qredits onder de 50.000 euro (Kamerstuk no. 32.637 Tweede Kamer, 25 juni 2013).

* Qredits is een kredietverstrekker die de onderneming naast kredietverstrekking ook coaching biedt. Qredits is de handelsnaam van de Stichting Microkrediet Nederland.

4.3 Beperkte bekendheid ondernemingen met alternatieve financieringsvormen

Het blijkt dat ondernemers uit het midden- en kleinbedrijf vaak maar heel beperkt op de hoogte zijn van beschikbare alternatieve financieringsvormen van waaruit mogelijk aan hun financieringsbehoefte kan worden voldaan. Ook in Rotterdam is dit het geval. Tijdens een gesprek met Maarten Ruyssenaers[30], programma manager Innovatieteams en Communities of Practice (CoP) van RDM Campus (een samenwerking tussen het Albeda College, Hogeschool Rotterdam en het Havenbedrijf Rotterdam) is naar voren gekomen dat er op de campus veel ondernemingen zijn met een financieringsbehoefte. Deze hard groeiende ondernemingen kunnen vanwege hun risicoprofiel en lage solvabiliteit vaak niet terecht bij de bank. Zij weten weinig van alternatieve financieringsvormen en ontvangen graag een financieringsadvies.

4.4 Toekomstbeeld alternatieve financieringsvormen

Korstiaan Zandvliet, eigenaar van het crowdfundingbedrijf Symbid, verwacht dat de rol van het bankwezen gaat veranderen. Zijn toekomstbeeld is een platform waar vraag naar en aanbod van financiering elkaar tegenkomen. De bankbedrijven nemen dan deel aan het platform als een van de aanbieders van geld, naast de crowdfundingbedrijven en andere verschaffers van alternatieve financiering. De onderneming met financieringsbehoefte wordt dan door een scan[31] gehaald en krijgt dan een financieringsadvies over welke mix van financieringsvormen het meest geschikt is: x% eigen vermogen, y% bankfinanciering, z% private equity, enzovoort.

Daarentegen geeft Zalm, CEO van ABN-Amro, aan niet te verwachten dat alternatieve financieringsvormen een hoge vlucht nemen. In zijn ogen zijn kredietverlening en het beoordelen van kredietrisico's een ambacht. Daarnaast vereist het kunnen voldoen aan de grote hoeveelheid regelgeving een bepaalde schaalgrootte van banken. In zijn ogen is het model van onafhankelijk functionerende alternatieve financieringsvormen minder waarschijnlijk. Wel ziet hij kansen voor initiatieven die gebruikmaken van de infrastructuur en de expertise van banken.

30. Bert Hooijer en Gabrielle Muris vormen de directie van de RDM Campus Hogeschool Rotterdam.

31. De scan blijft actief gedurende de gehele looptijd van de financiering van de onderneming. Op het moment van de financieringsaanvraag dient de scan als selectiemiddel. Daarna fungeert de scan als monitoringinstrument.

Hij geeft als voorbeeld het direct investeren door institutionele investeerders in de kredietportefeuille van een bank. De institutionele investeerders delen daarbij een op een mee in de rendementen en de risico's van een kredietportefeuille die is samengesteld en beoordeeld door de bank (Zalm, 2013, p. 4).

4.5 Bijzondere vorm van alternatieve financiering: publiek private samenwerking

Een vorm van samenwerken die de laatste jaren steeds meer in de aandacht staat is de publiek private samenwerking (PPS). Het gaat daarbij om een langdurige samenwerking tussen overheid en bedrijven bij projecten. Projecten waar men aan kan denken zijn de aanleg van wegen. sluizen en overheidsgebouwen zoals bijvoorbeeld sportcomplexen. Een veel voorkomende vorm van publiek-private samenwerking is DBFMO. Dit staat voor Design, Build, Finance, Maintain en Operate. De overheid draagt dan de verantwoordelijkheid voor het ontwerp, de uitvoering, de financiering, onderhoud en het gebruik van het eindproduct (de weg of het gebouw) over aan de in het project deelnemende bedrijven met als bedoeling dat meerwaarde wordt gerealiseerd: projecten zijn van dezelfde kwaliteit tegen een lagere prijs of zijn van betere kwaliteit tegen een gelijke prijs. Men verwacht een meerwaarde te creëren doordat de deelnemende bedrijven innovatief kunnen werken en ook voor het onderhoud verantwoordelijk zijn. Zij zullen daarmee gemotiveerd zijn kwalitatief goed werk af te leveren. De contracten hebben vaak een looptijd van twintig tot dertig jaar. De overheid start vaak pas met betalen als het project wordt opgeleverd. De voorfinanciering wordt gedaan door de deelnemende bedrijven zelf. Vaak wordt voor de gelegenheid een special purpose vehicle opgericht waarin de financiering samenkomt. Ook het bedrijfsleven kan gebruik maken van op publiek private samenwerkingsvormen gelijkende overeenkomsten. Men spreekt dan van een functioneel ontwerp. In de elektrotechniekbranche komt dit regelmatig voor. Voor de opdrachtgever is deze vorm van samenwerken een interessante alternatieve financieringsvorm: hij hoeft niet voor te financieren en betaalt pas als het product gereed is.

4.6 Alternatieve financieringsvormen en het lectoraat

Gezien de grote behoefte is het lectoraat Finance & Business Innovation met het onderwerp alternatieve financieringsvormen van start gegaan. Onlangs heeft een student van Hogeschool Rotterdam (IFM) onder mijn leiding voor het lectoraat Finance & Business Innovation onderzoek gedaan naar alternatieve financieringsvormen.[32] Er is een overzicht opgesteld van de verschillende alternatieve financieringsvormen. Per alternatieve financieringsvorm is onderzocht hoe deze werkt, onder welke voorwaarden deze wordt verstrekt en of er sprake is van bijzondere wet- en regelgeving. Ook is per financieringsvorm onderzocht wat de voordelen en de nadelen zijn. Daarna is een flow chart opgesteld aan de hand waarvan een onderneming met financieringsbehoefte via een quick scan kan vinden welke alternatieve financieringsvorm(en) voor haar geschikt is/zijn, gezien haar eigen situatie. Daarna heeft er een verdieping plaatsgevonden in de specifieke situatie van een aantal bedrijven op de RDM-campus. Op hun verzoek zijn interviews afgenomen en zijn deze ondernemingen geïnformeerd over de alternatieve financieringswijze die gegeven hun specifieke situatie en nadere details, geschikt is. Dit tot tevredenheid van de ondernemingen.

Het lectoraat blijft onderzoek doen naar alternatieve financieringsvormen. Het wil het bedrijfsleven, de docenten en studenten bekend en vertrouwd maken met de verschillende financieringsalternatieven die naast bankfinanciering voorhanden zijn en onderzoeken wat deze alternatieve financieringsvormen kunnen toevoegen. Het is voor de economie belangrijk dat juist kleine hard groeiende ondernemingen met innovatieve ideeën aan financiering komen.

Daarnaast doet het lectoraat onderzoek naar financieringsconstructies bij publiek private samenwerking en gaat het na onder welke voorwaarden publiek private samenwerking (tussen overheid en bedrijfsleven: DBFMO of tussen bedrijven onderling: functioneel ontwerp) gunstig is ten opzichte van traditioneel aanbesteden.[33]

32. Het lectoraat dankt hierbij in het bijzonder student Hassan Boulahian voor zijn grote inzet hierbij.

33. In opdracht van het lectoraat deden enkele studenten van het IFM onder leiding van docent-onderzoeker Tasneem Sadiq onderzoek naar PPS.

HOOFDSTUK 5

Tot slot: het lectoraat

Hogeschool Rotterdam heeft een belangrijke maatschappelijke opdracht: het opleiden van vakkundige, onderzoekende en weerbare professionals. Kortom: beginnende professionals die niet alleen qua gedrag en vaardigheden, maar ook qua overtuigingen en persoonlijkheid van grote waarde zijn voor het huidige en toekomstige werkveld. De opleidingen en de kenniscentra met daarbinnen de lectoraten spelen hierbij een belangrijke rol. De ontwikkeling en verspreiding van kennis naar onderwijs en praktijk staan centraal.

Ook het lectoraat Finance & Business Innovation levert een bijdrage aan deze maatschappelijke opdracht van de hogeschool. De onderzoeksthema's waarbinnen het lectoraat onderzoek doet, zijn:

(1) soft controls in organisaties (innovatief aansturen);

(2) fusies en overnames (verantwoord kopen en verkopen); en

(3) alternatieve financieringsvormen voor ondernemingen (innovatief financieren).

Deze onderzoeksthema's zijn ingegeven door behoefte aan kennis op deze terreinen vanuit het bedrijfsleven en de maatschappij. Zij zijn in de voorgaande hoofdstukken al uitgebreid toegelicht en verantwoord.

Het onderzoek van het lectoraat Finance & Business Innovation past goed in de driehoek onderzoek, onderwijs en praktijk.

Onderwijs
Hoofddocenten en docenten participeren in het onderzoek. Zij professionaliseren op het terrein van onderzoek en dragen de inhoudelijke kennis en de opgedane onderzoeksvaardigheden over naar het onderwijs. Het lectoraat verzorgt gastcolleges en lunchlezingen. De intentie is om een keuzevak te ontwikkelen en in een prettige samenwerking met een aantal onderwijsinstituten wordt er hard gewerkt aan de ontwikkeling van een minor+ over bedrijfsovernames speciaal gericht op excellente studenten die aan complexe multidisciplinaire vraagstukken willen leren werken. De onderzoeksthema's van het lectoraat worden op onderdelen in de onderzoeksleerlijn van een opleiding opgenomen. Jaarlijks schrijft een aantal studenten een afstudeerscriptie bij het lectoraat Finance & Business Innovation. Verder participeert het lectoraat in een beroepenveldcommissie. Door deze acties worden de opleidingen verrijkt met nieuwe kennis.

Praktijk
De met het onderzoek opgedane nieuwe kennis zal naar de praktijk vloeien. Enkele grote instellingen faciliteren in een aantal gevallen bij het ontwikkelen van die kennis. Kleine ondernemingen met een beperkt budget doen ook mee. Zij zijn gebaat bij de in het lectoraat ontwikkelde en vrij toegankelijke kennis. Het lectoraat Finance & Business Innovation wil ook partijen samenbrengen. Over onderzoeksterreinen waarmee meerdere personen zich bezighouden, wil het netwerkbijeenkomsten gaan organiseren. Zo leert men van elkaar en wordt kennis overgedragen. Het lectoraat zal op onderdelen van het onderzoek samenwerken met andere lectoraten, binnen en buiten de Hogeschool Rotterdam.

Wij bevinden ons in een crisis, de oude economie helpt ons er niet uit. Er is vernieuwing nodig. Nieuwe kennis voor het onderwijs en een versterking van de beroepspraktijk. Het lectoraat Finance & Business Innovation vraagt om aandacht voor gedrag en cultuur in organisaties door soft controls net zo vanzelfsprekend te maken als hard controls. Ook wil het lectoraat slechte fusies en overnames tegengaan door faalfactoren in een vroeg stadium in kaart te brengen. Tenslotte wil het lectoraat de vastgelopen financieringen nieuw leven inblazen door onderzoek te doen naar en ondernemingen bekendmaken met alternatieve financieringsvormen en een nieuwe manier van samenwerken.

Er ligt een mooie wereld voor ons!

LITERATUUR

Autoriteit Financiële Markten. *Rapportage rentederivaten: dienstverlening aan semipublieke instellingen en het professionele MKB.* Amsterdam. september 2013

Boekholt, A. van (2007). De bedrijfscultuur succesvol veranderen. *Management tools*, no. 6, 8-12.

Boulahian, H. (2013). *Alternatieve financieringsvormen voor het midden- en kleinbedrijf.* Bachelorscriptie. Accountancy, Instituut Financieel Management. Hogeschool Rotterdam.

Braaksma, R., W. Verhoeven, Smit, L. & Span, T. (2013). *Financieringsmonitor 2013-1: onderzoek naar de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven.* Zoetermeer: EIM.

Centraal Bureau voor de Statistiek (2013). *Aantal bedrijfsovernames in 3 jaar bijna verdubbeld.* Geraadpleegd op 26 september: http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/bedrijven/publicaties/artikelen/archief/2013/2013-3901-wm.htm.

Centraal Planbureau (2006). *Economische Verkenning 2008-2011.* Den Haag

Couwenberg, O. (2013). *Het zwarte schaap van de kredietcrisis: de bonus!.* Column Faculteit der Rechtsgeleerdheid. Rijksuniversiteit Groningen,

De Nederlandsche Bank (2006). *Visie DNB Toezicht 2006-2010.* Amsterdam-Apeldoorn: DNB.

De Nederlandsche Bank (2010). *Visie DNB Toezicht 2010-2014: Centrale Bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen.* Amsterdam: DNB.

Duncan, C. & Mtar, M. (2006). Determinants of Acquisition Success: Lessons from FirstGroup in North America. *European Management Journal, vol. 24,* no. 6, 396-410.

Epstein, M.J. (2004). The drivers of success in post-merger integration. *Organization dynamics, vol. 33,* no. 2, 174-189.

Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of finance, vol. 25,* no. 2, 383-417.

Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics, vol. 26,* no. 2, 301-325.

Gaughan, P.A. (1991). *Mergers & acquisitions.* New York: Addison-Wesley HarperCollins publishers.

Gunster, B. (2010) *Ja maar- omdenken*, A.W. Bruna LeV.

Harris, E.G. (1994), Why one firm is the target and the other the bidder in single-bidder, synergistic takeovers. *Journal of Business, vol. 67,* no. 2, 263-280.

Heus, R.S. de & Stremmelaar, M.T.L. (2000). Auditen van soft controls. *Auditing in de praktijk, nr. 8.* Deventer. Kluwer.

Jensen, M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American economic review, vol. 76,* no. 2, 323-330.

Jensen, M.C. & Meckling, M.C. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of financial economics , vol. 3,* no. 4, 305-360.

Jensen, M.C. & Murphy, K J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of political economy vol. 98,* no. 2, 225-264.

Jensen, M.C. & Murphy, K J. (2010). CEO incentives: It's not how much you pay but how. *Journal of Applied Corporate Finance, vol. 22,* no. 1, 64-76.

Kaptein M. & Wallage, Ph. (2010). Assurance over gedrag en de rol van soft controls: een lonkend perspectief. *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie,* nr. 12, 623-632.

Lycklama à Nijeholt, M.P. (2010). *Goodwill and value creation of acquisitions.* Proefschrift. Meijers Reeks MI-176. Universiteit Leiden.

Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of finance, vol. 7,* no. 1, 77–91.

Markowitz, H.M. (1959). *Portfolio selection: efficient diversification of investments.* New York: John Wiley & Sons.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review, vol. 48,* no. 3, 261–297.

Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review, vol. 53,* no. 3, 433–443.

Morck, R., Schleifer, A. & Vishny, R.W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The journal of finance, vol. 45,* no. 1, 31-48.

Nathans, H. (1992). *Adviseren als tweede beroep, resultaat bereiken als adviseur.* (Herziene uitgave in 2005). Kluwer Bedrijfswetenschappen.

Nijeboer, W. Interview Hans Schenk, Twentevisie, januari 2001.

NRC.nl, 6 december 2010: *Vestia wil 3,5 miljoen Euro Erik Staal terugvorderen*.

Piena, J. & Christensen, C. (2013). *Gedrag en Cultuurtoezicht: DNB en AFM boeken resultaat met toezicht op gedrag en cultuur.* In: C. Wielenga, J. de Bruin en P. Diekman (red.), Jaarboek Compliance 2013. Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut.

Raes, J. van, Vanbeseleare, N., Witte, H. de & Boen, F. (2009). *Het recept voor een succesvolle fusie – de cruciale rol van organisatiebinding.* Leuven: Acco.

Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value, second edition.* New York: Free Press.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business, vol. 59,* no. 2, 197-216.

Schein (1986). What you need to know about organizational culture. *Training and Development Journal, vol. 40,* no. 1, 30-34.

Schenk, E.J.J. (2002). Fusies: economisch verkwistend, strategisch (vaak) onontkoombaar, *Building Business,* 4(6), 12-15.

Schravendeel, M. (2013). *De deceptie van overnames.* Bachelorscriptie. Accountancy, Instituut Financieel Management, Hogeschool Rotterdam.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance, vol. 19,* no. 3, 425–442.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1989). Management entrenchment: the case of manager specific investments. *Journal of financial economics, vol. 25,* no. 1, 123-139.

Soft controls; een hype of iets om rekening mee te houden? (2011). Geraadpleegd op 25 augustus 2011: http://wetenschap.infonu.nl/economie/81078-soft-controls-een-hype-of-iets-om-rekening-mee-te-houden.html, 25-08-2011

Teeffelen, L. van (2012). *De effecten van opheffingen en bedrijfsoverdrachten op de Nederlandse economie. Schattingen voor het jaar 2011.* Rapport Kamer van Koophandel. Hogeschool Utrecht.

Tweede Kamer der Staten Generaal (2013). Kamerstuk nummer 32 637, Bedrijfslevenbeleid, brieven van de minister van Economische zaken, 7 februari 2013 en 25 juni 2013.

Volkskrant.nl, 14 februari 2013: *Top failliete scholenkoepel Amarantis leefde als zonnekoningen*.

Waardenburg, M. (2010). *Communiceren over fuseren.* Deventer: Kluwer.

Weber, R.A. & Camerer, C.F. (2003). Cultural conflict and merger failure: an experimental approach. *Management Science, vol. 49,* no. 4, 400-415.

Website *Omdenken.nl*

Zalm, G. (2013). *Naar een wereld zonder banken?* Speech bij uitreiking Sijthoff-prijs, 14 november 2013.

Ziliak, S.T. & McCloskey, D.N. (2009). The Cult of Statistical Significance. *Section on Statistical Education, JSM, proceedings pp.* 2302-2316.

MET DANK AAN

Graag wil ik van de gelegenheid gebruikmaken om een dankwoord uit te spreken. Allereerst dank ik het College van Bestuur van Hogeschool Rotterdam voor het vertrouwen dat zij in mij heeft uitgesproken met mijn benoeming tot lector Finance & Business Innovation. Ik voel mij zeer welkom in een inspirerende omgeving.

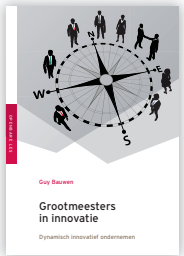
Ik dank mijn collega's van het Kenniscentrum Innovatief Ondernemerschap. Ik geniet van hun collegialiteit en van de fijne en inhoudelijk goede samenwerking in dit jonge Kenniscentrum. In het bijzonder dank ik Guy Bauwen, Anne van Delft, Peter Ester, Arne Maas, Pieter van Nispen tot Pannerden, Tasneem Sadiq, Anne-Loek Stubbe en Arie de Wild voor hun inhoudelijke steun en inspiratie bij de totstandkoming van deze Openbare Les. Tasneem Sadiq en Anne-Loek Stubbe dank ik bovendien voor de prettige samenwerking binnen het lectoraat. Ik zie uit naar voortzetting daarvan. Ook dank ik de studenten die in opdracht van het lectoraat hun afstudeerscripties schreven: zij brachten mij op nieuwe ideeën en leverden een waardevolle bijdrage aan de kenniscreatie. Ik denk dat het Kenniscentrum niet zou functioneren zonder het geweldige secretariaat. Het zou een chaotische toestand zijn. In het bijzonder dank ik Helen van Oosten voor haar ondersteuning bij de praktische zaken rondom de Openbare Les en voor haar tijdsmanagement.

Ik ben veel dank verschuldigd aan Josephine Lappia en Corinne Lamme van Rotterdam University Press en aan redactiebureau Charlotte van der Veen – Redactie & correctie voor hun technische en redactionele ondersteuning en hun geduldige reacties op mijn last minute acties. Verder dank ik Desiré de Jong voor haar nuttige advies en prettige ondersteuning bij de communicatie. Daarnaast gaat mijn dank uit naar de staf, medewerkers en studenten van de onderwijsinstituten. Ik ervaar een enthousiaste omgeving waar ik mij als lector welkom voel. Het is inspirerend om mee te mogen denken en werken aan kwalitatief goed onderwijs waarin het onderzoek verweven is. Ik verheug mij op een voortzetting van die inspirerende samenwerking, in het bijzonder met de Instituten Financieel Management, Bedrijfskunde en Commerciële Economie en met Rotterdam Business School.

Ik dank mijn collega's van de Universiteit Leiden voor hun interesse en hun komst naar Hogeschool Rotterdam. Ik hoop dat wij door mijn dubbele aanstelling een mooie synergie kunnen creëren tussen universiteit en hogeschool.
Ik dank mijn ouders, die mij mijn leven lang onvoorwaardelijk steunen en ongeacht wie ik ben of wat ik doe trots op mij zijn. Dat geeft veel kracht.
Tenslotte richt ik mij tot mijn gezin. Ik dank mijn kinderen Emma en Siebren: jullie zijn niet alleen de liefste kinderen die er zijn, maar zorgen er bovendien voor dat ik een goede balans houd in mijn leven. Ik dank mijn lieve echtgenoot Peter: mijn rots in de branding. Peter, zonder jouw onvoorwaardelijke steun op alle terreinen en zonder jouw vertrouwen zou dit allemaal niet mogelijk zijn. Jij zegt weleens: "Waar vind je zo'n man?" en dat is ook zo. Ik ben heel blij dat ik jou gevonden heb en ik laat je nooit meer los!

Eerdere uitgaven

van Rotterdam University Press



Grootmeesters in innovatie

Auteur	Guy Bauwen
ISBN	9789051798548
Verschijningsdatum	januari 2014
Aantal pagina's	57
Prijs	€ 14,95

Een kwestie van vertrouwen

Auteur	Mariëtte Lusse
ISBN	9789051798364
Verschijningsdatum	december 2013
Aantal pagina's	252
Prijs	€ 34,50

Disability studies en participatie

Auteur	Mieke Cardol
ISBN	9789051798524
Verschijningsdatum	november 2013
Aantal pagina's	38
Prijs	€ 14,95

Lokaal Energieneutraal

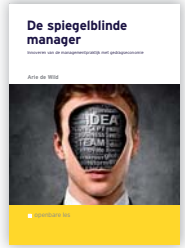
Auteur	Freek den Dulk
ISBN	9789051798586
Verschijningsdatum	november 2013
Aantal pagina's	84
Prijs	€ 14,95

Biomass as a feedstock for the industry

Auteur	Ad de Kok
ISBN	9789051798340
Verschijningsdatum	oktober 2013
Aantal pagina's	64
Prijs	€ 14,95

Hoogvliegers

Auteurs	Remco Coppoolse, Pierre van Eijl, Albert Pilot
ISBN	9789051798371
Verschijningsdatum	oktober 2013
Aantal pagina's	240
Prijs	€ 37,50

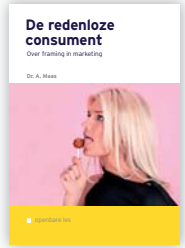


De spiegelblinde manager

Auteur	Arie de Wild
ISBN	9789051798487
Verschijningsdatum	september 2013
Aantal pagina's	48
Prijs	€ 14,95

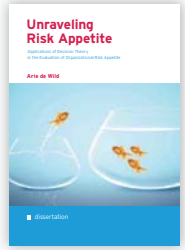
De brede school als leergemeenschap

Auteur	Anne van der Kooi
ISBN	9789051798326
Verschijningsdatum	juni 2013
Aantal pagina's	66
Prijs	€ 14,95



De redenloze consument

Auteur	Arne Maas
ISBN	9789051798265
Verschijningsdatum	maart 2013
Aantal pagina's	44
Prijs	€ 14,95



Unravelling risk appetite

Auteur	Arie de Wild
ISBN	9789051798029
Verschijningsdatum	januari 2013
Aantal pagina's	230
Prijs	€ 22,95

Exemplaren zijn bestelbaar via www.hr.nl/onderzoek/publicaties.
Hier zijn ook eerder verschenen uitgaven van Rotterdam University Press beschikbaar.

Maaike P. Lycklama à Nijeholt

De financiële omdenker

9 789051 798463

Nog steeds heeft Nederland de hardnekkige recessie niet achter zich gelaten: het herstel verloopt moeizaam. De oorzaak van de recessie lag voor een deel in ontoelaatbaar gedrag en handelen in organisaties. Een voorbeeld hiervan was de verkoop van "subprime mortgages" en andere ongewenste financiële producten. Tijdens de recessie kwam bovendien de bonuscultuur aan het licht. Een andere waarneming was dat bedrijfsovernames lang niet altijd effectief bleken te zijn: veel bedrijfsovernames bleken waarde te vernietigen in plaats van te creëren. Tenslotte werden als gevolg van de kredietcrisis de banken de duimschroeven aangedraaid. Hierdoor konden en kunnen met name ondernemingen uit het midden- en kleinbedrijf moeilijk aan financiering komen.

OPENBARE LES

Maaike Lycklama à Nijeholt neemt u mee langs de periode van economische groei die Nederland gekend heeft en de daaropvolgende economische recessie en de oorzaken ervan. Zij pleit ervoor dat uitsluitend regels en hardere controles niet voldoende zijn om het ongewenste gedrag en handelen in organisaties te keren en een nieuwe crisis af te wenden. Aandacht voor houding en gedrag in organisaties door soft controls is minstens zo belangrijk. Verder laat zij zien hoe door de toevoeging van een soft due diligence check faalfactoren van een overname inzichtelijk worden gemaakt en een waardevernietigende overname kan worden tegengegaan. Ook bespreekt zij hoe alternatieve financieringsvormen een uitkomst kunnen bieden bij de financieringsproblematiek waar het midden- en kleinbedrijf mee kampt als gevolg van de meer restrictieve kredietverlening door het bankwezen.

Lectoraat Finance & Business Innovation

Maaike Lycklama à Nijeholt is lector Finance & Business Innovation bij het Kenniscentrum Innovatief Ondernemerschap van Hogeschool Rotterdam. Daarnaast is zij als universitair docent verbonden aan de Universiteit Leiden. Het lectoraat houdt zich bezig met onderzoek naar soft controls (innovatief aansturen), fusies en overnames (verantwoord overnemen) en alternatieve financieringsvormen (innovatief financieren en samenwerken).

praktijkgericht **onderzoek**

Rotterdam University Press

HOGESCHOOL ROTTERDAM