

ONDERNEMERSCHAP

*een
bedrijfskundige benadering*

ISBN9036510929

ONDERNEMERSCHAP

*een
bedrijfskundige benadering*

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van
de graad van doctor aan de Universiteit Twente
op gezag van de rector magnificus
Prof. dr. F.A. van Vught
volgens besluit van het College voor Promoties
in het openbaar te verdedigen
op vrijdag 6 maart 1998 te 16.45 uur

door

Johan Mekkes
geboren op 5 maart 1950
te Groningen

Promotoren:

Prof. dr. J. Bilderbeek

Prof. dr. ir. W. E. During

Referent:

Drs. G.W.A. Vijge RA

VOORWOORD

Binnen het kader van de 'Executive Part-time MBA' opleiding aan de TSM Business School te Enschede, werd in 1989/1990 als afstudeeronderwerp door mij gekozen:

het doen van vooronderzoek ten behoeve van een mogelijke dissertatie op het terrein van venture capital, ondernemerschap en bedrijfseconomische prestatie; daartoe aangemoedigd door met name Prof.dr. J. Bilderbeek, Prof.dr.ir. W.E. During en Drs. G.W.A. Vijge RA. Mijn dank gaat dan ook uit naar deze drie kritische begeleiders die het uiteindelijke dissertatieproces mede richting en inhoud hebben gegeven.

Ook gaat mijn dank uit naar Ir. C. Weerkamp die met zijn afstudeerscriptie (Universiteit Twente, juli 1991) binnen het raamwerk van mijn promotie-onderzoek mede een basis legde onder het onderwerp betreffende bedrijfseconomische prestatie.

De beoogde tijdsbesparing als gevolg van zowel het als afstudeerproject door mij uitgevoerde vooronderzoek, als van de inspanning van Ir. C. Weerkamp, werd vervolgens echter tijdens het promotie-onderzoek meer dan volledig tenietgedaan door een aantal afdwalingen, met name op het terrein van de psychologie. Prof.dr. P. Koopman, verbonden aan de Vrije Universiteit van Amsterdam, wist mij in 1993 echter weer bij de les te brengen, waarvoor ik hem zeker dank verschuldigd ben. Een woord van dank is verder op zijn plaats voor de groep van investment managers van Nederlandse participatiemaatschappijen die hun medewerking gaven aan een enquête betreffende venture capital.

Mijn dank gaat tevens uit naar de directie van de N.V. Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij voor de ruimte die mij werd geboden tijdens mijn dissertatie-inspanning, en gaat uit naar collega's en diverse anderen voor opmerkingen naar aanleiding van een aantal concepten van mijn proefschrift.

Tenslotte dank ik in het bijzonder mijn echtgenote en beide kinderen voor de ondervonden steun bij het tot stand komen van dit proefschrift.

Johan Mekkes
Marum, maart, 1998

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD	iii
INHOUDSOPGAVE	v
STELLINGEN	xi

II INLEIDING, PROBLEEM-DEFINITIE, METHODE EN SAMENVATTING

1. Situatiekenmerken	1
2. Probleemstelling	
2.1 Inleiding	6
2.2 Probleemstelling van het onderzoek	11
2.3 Doelstelling van het onderzoek	13
2.4 Begrenzing van het onderzoek	13
2.5 Legitimering	13
3. Ontwerp en methodologie van het onderzoek	14
4. Samenvattende onderzoeksconclusies	
4.1 Inleiding	17
4.2 Conclusies	17
4.3 Bijdrage aan de theorie en de praktijk	20

III BEDRIJFSECONOMISCHE PRESTATIE

1. Inleiding	23
2. Financieel management proces	25
3. Prestatie meetsystemen	
3.1 Begripsverkenning	31
3.2 Prestatiemeting	32
3.3 ERIN	35
3.4 PIMS	36
3.5 DU PONT-analyse	39
4. Cash flow definities	
4.1 Inleiding	47
4.2 Operationele kasstroom	48
4.3 Financiële kasstroom	50
4.4 Investeringsstroom	52
4.5 Samenvatting	54
5. Kasstroom Analyse Systeem	
5.1 Systeembeschrijving	55
5.2 Prestatiemeting met KAS	57
5.3 Samenvatting	59

IIBEDRIJFSECONOMISCHE PRESTATIE - vervolg -

6. Case-onderzoek KAS	
6.1 Inleiding	61
6.2 Ontwerp en methode van onderzoek	61
6.3 Case selectie	61
6.4 Gegevensverzameling en -verwerking	63
6.5 Case study NV Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij	
6.5.1 Situatieschets	64
6.5.2 Bedrijfseconomische analyse	64
6.5.3 Conclusies	70
6.6 Case study N.V. Meppeler Machinefabriek	
6.6.1 Situatieschets	71
6.6.2 Bedrijfseconomische analyse	71
6.6.3 Conclusies	76
6.7 Cross-case conclusies en richtlijnen voor gebruik	76
7. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk II	79

IIKENMERKEN VAN ONDERNEMERSCHAP

1. Inleiding	81
2. Ondernemerschap, begrip en definitie	
2.1 Inleiding	83
2.2 Begripsverkenning	83
2.3 Definitie ondernemerschap	86
3. Economie en de Ondernemer	
3.1 Inleiding	87
3.2 Entrepreneur en economische groei	88
3.2.11755: Herstel van markt-evenwicht, dragen van risico, vooruitzien	89
3.2.21767: Financieel onafhankelijkheidsstreven middels uitvinding en vernieuwing	90
3.2.31815: Coördinatie en toezichthouding	91
3.2.41826: Innovatie en winstgeneratie	91
3.2.51848: Directievoering, beheer, supervisie en het dragen van risico	92
3.2.61907: Allocatie van middelen	92
3.2.71934: Innovatie en marktverstoring	93
3.2.81983: Evenwichtsherstel van toekomstige markten	93
3.3 Economische functie van ondernemerschap samengevat	94
4. Psychologie en de Ondernemer	
4.1 Inleiding	97
4.2 Motivatie theorieën	100
4.2.1 Prestatie-Motivatie theorieën	101
4.2.2 Attribution theorie	104
4.2.3 Locus-of-control theorie	105
4.2.4 Tolerance of ambiguity	107
4.2.5 Type A persoonlijkheid	108
4.2.6 Samenvatting motivatie-theorieën	108

IIKENMERKEN VAN ONDERNEMERSCHAP - vervolg -

4.3Persoonskenmerken.....	109
4.4Leiderschaps-aspecten.....	113
4.4.1Faal-factor van leiderschap	113
4.5Neiging tot het nemen van risico (Risk-taking propensity)	117
4.6Psychologisch model van ondernemerschap.....	119
4.7Psychologische aspecten van ondernemerschap samengevat.....	120
5.Belangrijkste conclusies Hoofdstuk III.....	123

IVKARAKTERISTIEKEN VAN VENTURE CAPITAL

1. Inleiding.....	125
2. Venture capital, achtergrond en definitie	
2.1 Inleiding	127
2.2 Begripsverkenning en redengevende definiëring.....	127
2.3 Pragmatische definiëring	130
2.4 Begripsdefinitie venture capital.....	136
3. Venture capital als vermogensvorm in theorie	
3.1 Inleiding	141
3.2 Venture capital als vermogensvorm.....	141
3.3 Risico en rendement.....	146
4. Venture capital als empirische vermogensvorm	
4.1 Financieringkeuze van ondernemers	151
4.2 Afstemmingsproblemen en venture capital netwerken	156
4.3 Syndicaatvorming	158
5. Procesmatige aspecten van venture capital	
5.1 Inleiding	161
5.2 Initieel transactie-proces	161
5.3 Beheer en tussentijdse transacties	165
5.4 Finaal transactie-proces	171
6. Enquête stuurmechanismen venture capital	
6.1 Inleiding	181
6.2 Onderzoeksopzet en -methodiek.....	181
6.3 Profiel van de respondenten.....	182
6.4 Onderscheid tussen 'goede' en 'slechte' bedrijven	182
6.5 Stuurmechanismen onderzoeksfase	184
6.6 Stuurmechanismen initiële transacties	184
6.7 Stuurmechanismen beheer	184
6.8 Stuurmechanismen tussentijdse beloning en des-investering.....	185
6.9 Betekenis formele stuurmechanismen versus informele stuurmechanismen.....	185
6.10 Enquête stuurmechanismen samengevat	186
7. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk IV	189

VMODEL VAN ONDERNEMERSCHAP

1. Inleiding.....	193
2. Psychologische en economische ondernemerschap-dimensies	195
3. Omgevingsinvloed en ondernemerschap	
3.1 Inleiding	201
3.2 Beïnvloeding van visie en innovatie	202
3.3 Beïnvloeding van risico en onzekerheid.....	205
3.4 Beïnvloeding van leidinggeven en rentmeesterschap.....	207
4. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk V	217

VICASE ONDERZOEK

1. Inleiding en case-selectie.....	219
2. Case onderzoek Apparatenfabriek Helpman N.V.	
2.1 Situatieschets	221
2.2 Formele betrokkenheid NPM	223
2.3 Formele betrokkenheid Atlas Venture.....	223
2.4 Bedrijfseconomische analyse.....	224
2.4.1 Investeringsstroom	224
2.4.1.1 Conclusies.....	228
2.4.2 Financiële kasstroom.....	228
2.4.2.1 Conclusies	231
2.4.3 Operationele kasstroom.....	231
2.4.3.1 Conclusies	235
2.5 Economische functie	236
2.5.1 Visie en innovatie	236
2.5.2 Hantering van risico's en onzekerheid	237
2.5.3 Leidinggeven en rentmeesterschap	238
2.5.4 Economische functie van ondernemerschap samengevat.....	238
2.6 Psychologische factoren	240
2.7 Conclusies.....	242
3. Case onderzoek Speciaaldrukkerij Lijnco N.V.	
3.1 Situatieschets	243
3.2 Formele betrokkenheid NPM 1984-1989	245
3.3 Formele betrokkenheid participatiemaatschappijen 1989-1994.....	246
3.4 Bedrijfseconomische analyse.....	246
3.4.1 Investeringsstroom	248
3.4.1.1 Conclusies	249
3.4.2 Financiële kasstroom.....	249
3.4.2.1 Conclusies	250
3.4.3 Operationele kasstroom.....	251
3.4.3.1 Conclusies	257

VICASE ONDERZOEK- vervolg -

3.5 Economische functie	257
3.5.1 Visie en innovatie	257
3.5.2 Hantering van risico's en onzekerheid	259
3.5.3 Leidinggeven en rentmeesterschap	259
3.5.4 Economische functie van ondernemerschap samengevat	260
3.6 Psychologische factoren	260
3.7 Conclusies	263
4. Cross-case vergelijking en invloed participatiemaatschappijen	
4.1 Cross-case vergelijking	264
4.2 Stuurmaatregelen participatiemaatschappijen	265
5. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk VI	266

VII ONDERZOEKSBEPERKINGEN EN -AANBEVELINGEN

1. Onderzoeksbependingen	267
2. Aanbevelingen voor vervolgonderzoek	270

BIBLIOGRAFISCHE REFERENTIELIJST

1. Referenties Hoofdstuk I	273
2. Referenties Hoofdstuk II	277
3. Referenties Hoofdstuk III	281
4. Referenties Hoofdstuk IV	287
5. Referenties Hoofdstuk V	293
6. Referenties Hoofdstuk VI	295
7. Referenties Hoofdstuk VII	297

BIJLAGEN

Bijlage I: Enquête Stuurmechanismen Venture Capital	299
---	-----

SUMMARY

Summary in English	323
--------------------------	-----

STELLINGEN

1. Bij bankfinancieringen in het Westerse zakenleven wordt weinig aandacht geschonken aan interest-vrije financieringsvormen zoals die door Islamitische banken zijn ontwikkeld.
(Zie Hoofdstuk IV van dit proefschrift)

Deze situatie draagt bij aan het bestaansrecht van participatiemaatschappijen.

2. Het is op zijn minst opmerkelijk te noemen dat noch in de Nederlandse taal, noch in het Nederlandstalige bedrijfseconomisch vakjargon een eenduidig synoniem bestaat voor het Anglo-Amerikaanse begrip 'venture capital'.

De uitdrukking: 'avontuur(lijk) vermogen', geeft echter de letterlijke betekenis van 'venture capital' accuraat weer. (Zie Hoofdstuk IV van dit proefschrift)

3. Gelet op financieringsvormen zoals o.a. toegepast bij zeilende goederen in Oud-Athene en bij coöperatieve arrangementen tussen reizende en investerende partners in de dertiende eeuw, kan de uitdrukking: "Er is niets nieuws onder de zon", van toepassing worden verklaard op het Anglo-Amerikaanse begrip 'venture capital'.

(Zie Hoofdstuk IV van dit proefschrift)

4. Participatiemaatschappijen kunnen worden beschouwd als gespecialiseerde bedrijven binnen de verzekeringsbranche. (Zie Hoofdstuk IV van dit proefschrift)

Participatiemaatschappijen kunnen lering trekken uit risico-beïnvloeding en -beperking zoals die op andere terreinen binnen de verzekeringsbranche worden toegepast.

De financiering van startende ondernemingen door participatiemaatschappijen lijkt bijvoorbeeld terzake van de risico-aspecten overeenkomsten te vertonen met het verzekeren van personen-auto's van jonge (startende) automobilisten door schade-assurantie maatschappijen.

5. Veel hedendaagse Nederlandstalige bedrijfseconomische en bedrijfskundige literatuur wordt gekenmerkt door een verwarrend gebruik van het begrip 'kapitaal' waarmee veelvuldig getracht wordt om het begrip 'vermogen' aan te duiden.

Dit is des te opmerkelijker wanneer wordt beseft dat Th. Limperg jr. aan het begin van deze eeuw reeds aangaf dat deze twee verschijnselen niet in één begrip zijn te omvatten, maar elkaars doelmatige en onontbeerlijke tegenhangers zijn.

Dit constaterende, kan worden geconcludeerd dat hedendaagse economen en bedrijfskundigen onvoldoende belangstelling hebben voor de historische grondslagen van door hen gebruikte economische begrippen.

6. Het gebruik van vage logica bij organisatievraagstukken zal bijdragen aan het efficiënter draaien van organisaties.

Een vergelijking kan hierbij worden getrokken met het ontwerp van wasmachines:

Terwijl bij conventionele regeloplossingen gebruik wordt gemaakt van beton om trillingen tegen te gaan als de belasting bij het centrifugeren instabiel is, wordt bij toepassingsgebruik van vage logica de instabiliteit geconstateerd en gaat men met de trommel manoeuvreren totdat het wasgoed goed is verdeeld (C. S. dos Santos, in: M. Legius: "Neurale netwerken + vage logica = ?", Polytechnisch Tijdschrift 12/1995).

7. De veelgeroemde sterke groei van de werkgelegenheid in het Nederlands particuliere bedrijfsleven in de afgelopen jaren laat zich niet cijfermatig onderbouwen.

Beter is het om te spreken van een geleidelijke vermindering van de afname van de werkgelegenheid die zich in de periode 1990-1993 heeft voorgedaan: Het arbeidsvolume, gedefinieerd als het gemiddelde aantal werkenden (zelfstandigen en werknemers) uitgedrukt in arbeidsjaren, lag in het particuliere bedrijfsleven anno 1997 namelijk nog onder het niveau van dat van 1990. Slechts indien de economische ontwikkeling zich volgens een gunstig scenario zal voltrekken, zal eerst in het jaar 2000 het arbeidsvolume in het Nederlands particulier bedrijfsleven boven het niveau van 1990 uitkomen.

(Zie: EIM, Kleinschalig Ondernemen 1996, Zoetermeer, juni 1996, pp.77-78).

8. Diabolische zandlopers zijn in belangrijke mate niet alleen in vorm maar ook in functie tegengesteld aan die van Oud-Griekse amfora's.

Waar bij de eerste voorwerpen in het verleden de tijd werd gemeten met behulp van een nauw punt, functioneren de tweede groep voorwerpen in het heden als nauwe (historische) meetpunten in de tijd.

Wanneer op grote schaal wordt stilgestaan bij de vormen en functies van oude beschavingen, zal het hedendaagse leven zich minder jachtig laten aanzien.

9. Uit de uitdrukking: Kennis is macht maar kennissen is machtiger, kan worden afgeleid dat kennis over kennissen (met kennis) de overtreffende trap van macht betreft.

De omstandigheid dat veel ondernemers terughoudend zijn in het verstrekken van informatie aan hun vermogen-verschaffers kan hieruit worden verklaard.

1. Situatiekenmerken

Kom, luister toch naar me, stop met dat discussiëren en leg je toe op de kunst van de praktijk.

Plato¹

De politieke economie of economische wetenschap bestudeert volgens Marshall (1920, p.1) de mens in zijn gewone dagelijkse besognes. Sinds het ontstaan van de moderne economische wetenschap heeft men zich vooral beziggehouden met een tweetal onderwerpen: de waarde- en de distributietheorie. Met de factoren die de prijs en de andere distributie-elementen bepalen, hangen ook een tweetal andere hoofdvragen samen. De eerste betreft de verdeling van het inkomen naar lonen, rente, winsten en pacht - hoe gelijkmatig of ongelijkmatig de inkomens-distributie is. Economen houden zich voorts bezig met hetgeen leidt tot een betere of slechtere economische gang van zaken in het algemeen. Terwijl het vroeger ging om wat schadelijk of bevorderlijk was voor de toestand van de handel, praat men tegenwoordig met name over hetgeen de economische groei remt of stimuleert, of de schommelingen bepaalt - ritmisch of niet - in de produktie van goederen en diensten. Terwijl in de 19e eeuw nauwelijks gediscussieerd werd over werkloosheid, is pas in deze eeuw het probleem van een adequate goederenstroom gaan wijken voor het veelal als veel groter ervaren probleem om bij de goederenproduktie adequaat werk te vinden voor zoveel mogelijk mensen (Galbraith, 1989, pp. 11-13).

Ondanks het door de Amerikaanse econoom en Nobelprijs winnaar Galbraith (1989, p.267) genoemde feit dat de moderne economie op hoogst zichtbare wijze gedomineerd wordt door de grote onderneming die in alle hoog ontwikkelde industrielanden een groot deel van de totale produktie naar zich toe trekt², toonden Birch en McCracken (1982) in hun onderzoek naar de creatie van nieuwe banen in de USA voor het eerst aan dat een groot deel van deze nieuwe banen wordt gegenereerd door kleine ondernemingen.

Een in de economische literatuur vaak genoemd onderzoek naar de creatie van nieuwe werk-gelegenheid betreft 'The State of Small Business: A Report of the President' (1985). Eén van de conclusies (p.19) van dit onderzoeksrapport van de Amerikaanse regering - in navolging van onderzoek door Birch en McCracken (1982) uitgevoerd - geeft aan dat 67% van alle nieuwe banen in de Verenigde Staten van Amerika gecreëerd worden door kleine ondernemingen waarbij deze kleine ondernemingen voor 38% bijdragen aan het bruto nationaal produkt van de USA. Birch en McCracken concludeerden aan de hand van hun onderzoek dat een groot percentage van alle nieuwe banen in de USA in de periode 1960-1970 werden gegenereerd door slechts een relatief gering aantal groei-georiënteerde ondernemingen binnen de groep van kleine ondernemingen. Al dan niet in navolging van dit onderzoek kwamen diverse onderzoekers in zowel Europa als in minder ontwikkelde landen tot nagenoeg dezelfde conclusies (Zie: Stevenson en Sahlman, 1986, p.6).

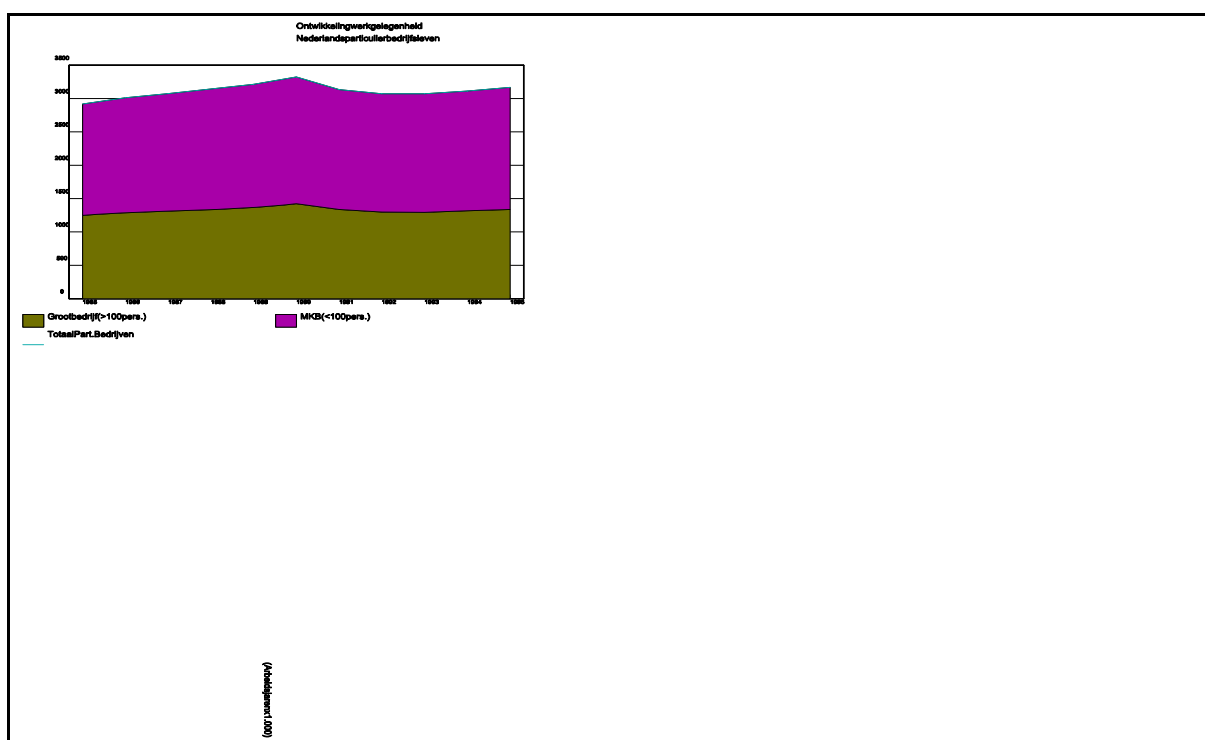
Het stimuleren van kleine (niet-beursgenoteerde) groei-georiënteerde ondernemingen wordt tegenwoordig door diverse overheden dan ook gezien als mogelijkheid om nieuwe werkgelegenheid te creëren.

1. Zie: Koolschijn, 1991, p.94.

2. Ook in Nederland geldt een economische dominantie door het grootbedrijf. De Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf (1991) geeft bijvoorbeeld aan dat de Nederlandse ondernemingen met meer dan 100 werknemers (21,9% van het totaal aantal ondernemingen) voor 64,3% bijdroegen aan het nationaal inkomen.

Volgens onderzoek door het Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf (EIM, 1994, 1996) kan in Nederland het Midden- en Kleinbedrijf (MKB)³ eveneens bogen op een prominente rol in de werkgelegenheidscreatie. Dit ondanks een grote mortaliteit bij het MKB onder met name startende ondernemingen. Veertig procent van de startende ondernemingen overleeft de eerste vijf jaar namelijk niet. Een kwart hiervan gaat failliet en driekwart draagt de onderneming over of beëindigt de activiteiten. De zestig procent starters die de eerste vijf jaren wel overleeft, bestaan volgens het EIM voor maximaal tien procent uit snelle groeiers terwijl de overige in een normaal tempo groeien of zelfs helemaal geen banengroei kennen.

Figuur 1. Ontwikkeling werkgelegenheid Nederlands particulier bedrijfsleven⁴



Bron: EIM, 1994, 1996; CBS, 1996, 1997

Het EIM (1996, p.84, tabel 39) geeft als verwachting aan dat over de periode 1985-2000 de (jaar-) gemiddelde groei voor het MKB op 1,6% zal uitkomen, terwijl de EIM verwachting voor het grootbedrijf daarbij een gemiddelde groei van 1,1% betreft (voor het totale particuliere bedrijfsleven bedraagt deze groeiverwachting 1,4%).

3. Het MKB wordt door het EIM gedefinieerd als bedrijven tot 100 werknemers.

4. De grafieken zijn over de periode 1985-1993 gebaseerd op realisatiecijfers (al dan niet voorlopig), 1994 en 1995 betreffen prognoses. Alle cijfers hebben volgens het EIM een 'voorlopig karakter'.

Met als directe aanleiding de zwakke economische situatie eind jaren zeventig die leidde tot uitholling van de vermogenspositie van het Nederlandse bedrijfsleven, werden door de Nederlandse overheid begin jaren tachtig een aantal offensieve maatregelen ter verbetering van de vermogenspositie van het bedrijfsleven genomen. Dit leidde ondermeer tot de introductie van de garantieregeling PPM⁵ (Particuliere Participatiemaatschappijen) in 1981. Door de PPM-regeling waren erkende participatie-maatschappijen in staat risicodragende financieringen tot (aanvanke-lijk) 4 miljoen gulden te verstrekken aan bedrijven in het MKB. Via een overheidsgarantie van 50% per investering kon worden bijgedragen aan het ontstaan van een venture capital aanbod-structuur.

Het hiervoor door de overheid geschapen klimaat lijkt in sterke mate te hebben bijgedragen aan het ontstaan van een 'venture capital industrie' in Nederland (Roodenburg, 1990, pp.129-131; Kooijman, 1996, pp. 81-82).

Een duidelijke indicator van de ontwikkeling van de Nederlandse venture capital industrie betreft de gestage groei van de totale venture capital portefeuille van 815 miljoen gulden eind 1984 bij een geschat beschikbaar fondsvermogen van in totaal 1,5 miljard gulden, naar een totale venture capital portefeuille van 4,250 miljard gulden eind 1996 bij een geschat beschikbaar fondsvermogen van 7 miljard gulden (Swoboda-Mobassar, 1987, p.86; NVP Jaarboek, 1997, pp.43,48). Een onderdeel van een evaluatie-onderzoek door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP, 1989, p.26) naar de PPM-regeling betreft een analyse van het aantal nieuw gecreëerde banen bij een kleine 500 ondernemingen die ultimo 1988 onder de PPM-regeling waren gefinancierd. Uitgaande van 500 onder de PPM-regeling gefinancierde bedrijven, raamde de NVP aan de hand van dit evaluatie-onderzoek de door de PPM's gefinancierde werkgelegenheid op ruim 30.000 personen, en de werkgelegenheidscreatie sinds deelneming op 10.000 werknemers. Deze cijfers over de creatie van nieuwe werkgelegenheid bij PPM-deelnemingen geven echter geen indicatie hoe de onderzochte ondernemingen zich in werkgelegenheids-groei verhouden tot een representatieve controle-groep ("tweeling-bedrijven") waarin geen betrokkenheid van een participatiemaatschappij plaatsvond. Hierdoor is het niet duidelijk in welke mate PPM-deelnemingen bij het creëren van nieuwe werkgelegenheid beter presteerden dan soortgelijke ondernemingen waarin niet door een particuliere participatiemaatschappij werd deelgenomen. Ook is niet duidelijk of de groei in werkgelegenheid bij de onderzochte PPM-deelnemingen een directe afgeleide is van de selectiecriteria van de betrokken particuliere participatiemaatschappijen, een gevolg is van de door de PPM verstrekte financiering dan wel van het op andere wijze toevoegen van waarde door de participatiemaatschappij.

Daarbij geldt dat de NVP-analyse ramingen betreft die zijn afgeleid uit enquête-resultaten⁶. De creatie van (eventuele) indirecte werkgelegenheid zoals bij toeleverende bedrijven kan niet uit de NVP-enquête worden afgeleid. Tevens kan in dit kader genoemd worden dat Roodenburg (1990, p.131) ons inziens terecht op het feit wijst dat het merendeel van de Nederlandse venture capital maatschappijen pas in de periode 1983-1986 is opgericht, zodat gegevens over o.a. de creatie van werkgelegenheid als gevolg van venture capital betrokkenheid vooralsnog met enige voor-zichtigheid moeten worden behandeld. In welke mate de PPM-regeling tot dusver effect heeft gehad op het creëren van nieuwe werkgelegenheid in Nederland kan op basis van het voor-gaande dan ook niet duidelijk worden aangegeven.

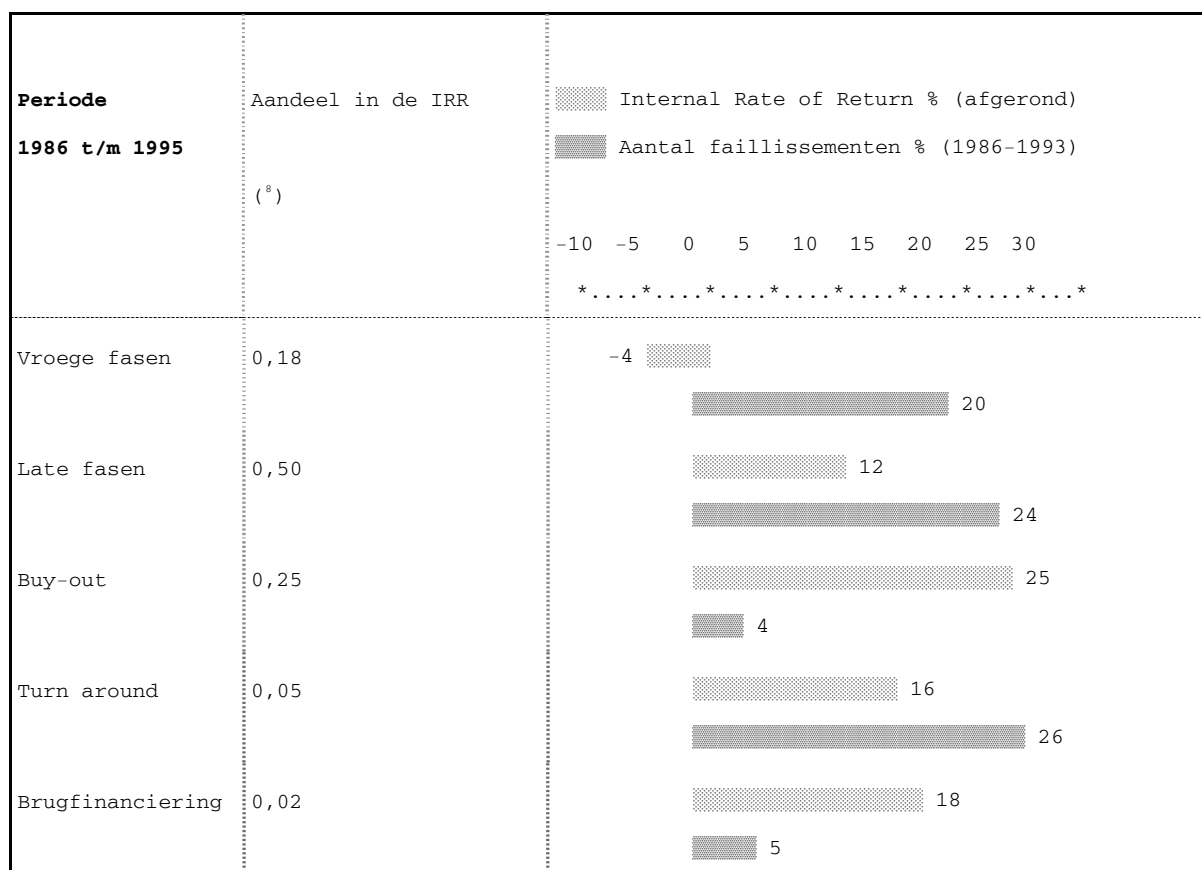
5. De PPM-regeling is eind 1995 stopgezet. In totaal is in de periode 1981-1995 f 925 miljoen onder de PPM-Regeling geïnvesteerd. Eind 1995 stond er nog voor f 244 miljoen aan lopende investeringen uit onder de PPM-regeling (NVP Jaarboek 1996, p.31).

6. De NVP heeft bij haar leden die werken onder de PPM-regeling gegevens ingewonnen over de omvang en groei van de deelnemingen waarin zij participeerden. Bij de enquête zijn 52 marktpartijen ondervraagd met een respons van 79%. Iedere maatschappij is gevraagd gegevens te verstrekken over enkele a-select gekozen participaties. Als enige eis gold dat het participaties betrof die vóór eind 1987 waren genomen. Van de aldus onderzochte steekproef van ruim 100 PPM-deelnemingen zijn over ruim 80 ondernemingen gegevens ontvangen.

Over de commerciële betekenis van (PPM-)deelnemingen voor de Nederlandse venture capital industrie bestaat meer duidelijkheid dan over de creatie van nieuwe werkgelegenheid.

De NVP (1993, p.5) noemt het resultaat dat op participaties wordt geboekt de belangrijkste graadmeter voor succes in de venture capital industrie. NVP onderzoek (1996) over de periode 1986 t/m 1995 geeft aan dat op investeringen door Nederlandse participatiemaatschappijen een gemiddeld bruto rendement behaald is van 13% (vóór beheerskosten). De gegevens van dit onderzoek worden door de NVP representatief geacht voor de gehele Nederlandse venture capital bedrijfstak. Figuur 2 geeft een overzicht van de risico's en de rentabiliteit die zijn verbonden aan de verschillende door de NVP onderscheiden ontwikkelingsfasen van ondernemingen. Uit deze figuur blijkt dat de vroege financieringsfasen (start, eerste groei) een slecht rendement opleverden van -4%, terwijl desinvesteringen in de late financieringsfasen (verdere expansie) een relatief matig rendement van 12% opleverden. Over de onderzochte periode bedroeg de rentabiliteit op gerealiseerde desinvesteringen gemiddeld 13% (vóór beheerskosten⁷).

Figuur 2. Rentabiliteit Nederlands venture capital



7. Beheerskosten worden door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (1991, p.7) gedefinieerd als kosten die door de participatiemaatschappij worden gemaakt ten aanzien van het beheer van de participaties. Deze kosten zijn voor iedere participatiemaatschappij verschillend en worden op het bruto resultaat van de participatiemaatschappij in mindering gebracht. In de NVP evaluatie (1989, p.5) wordt geschat dat de 'bureaunkosten' voor de PPM's jaarlijks zo'n 3% van het geïnvesteerd vermogen bedragen. Uit gesprekken met diverse investeringsmanagers bij participatiemaatschappijen blijkt echter dat als vuistregel 1,5% van het geïnvesteerd vermogen aan beheerskosten wordt aangehouden.

8. Het aandeel in de IRR bepaalt hoe zwaar iedere fase meeweegt bij de bepaling van de totale IRR. Dit gewicht is afhankelijk van de omvang en de gemiddelde looptijd van de gedesinvesteerde bedragen in de diverse fasen.

Situatiekenmerken



Bron: Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), 1993; NVP 1996.

Daarbij blijkt dat er een grote spreiding in rentabiliteit per ontwikkelingsfase van de deelnemingen is.

In de rentabiliteitsberekeningen van Figuur 2 zijn de vergoedingen door de Nederlandse Staat aan PPM's in het kader van de PPM-regeling meegeteld als opbrengsten bij de desinvesteringen.

Hierdoor valt de bedrijfsmatige rendementsprestatie lager uit dan in Figuur 2 is weergegeven.

Door het grote aantal verliessituaties en het geringe aantal successen, is volgens de NVP (1993, p.11) de interesse bij participatiemaatschappijen om te investeren in de vroege financieringsfasen sterk afgenomen. De gemiddelde investeringsportefeuille over de periode 1987-1995 betreffende de vroege fase blijkt volgens gegevens uit het NVP Jaarboek 1997 vrij stabiel te zijn gebleven op een niveau van ca. 80 miljoen gulden. In 1995 en 1996 loopt het in de vroege fasen geïnvesteerd vermogen op tot een niveau van ca. 180 miljoen gulden. Als verklaring geeft de NVP hiervoor dat op basis van de ervaringen van de afgelopen jaren een aantal participatiemaatschappijen selectiever geworden is in het investeren in starters, waarbij wel steeds professioneler te werk wordt gegaan.

Een groot aantal verliessituaties en een gering aantal successen lijken inherent aan financiering met venture capital.

Landheer en Van Nieuwkoop (1995, p.8) geven bijvoorbeeld aan dat venture capital het aan een onderneming of project verstrekte vermogen is met een hoog risicoprofiel.

Risico slaat hier op de financiering zelf omdat anders dan bij de traditionele bancaire (vreemd) vermogensverschaffing geen zekerheden (kunnen) worden verkregen ter dekking hiervan.

Uit het in Figuur 2 aangegeven hoge percentage faillissementen⁹ bij ondernemingen waarin participatiemaatschappijen deelnemen, kan afgeleid worden dat het door de participatiemaatschappijen gehanteerde selectieproces met name bij de vroege en late fasen en turn-around situaties op zich onvoldoende waarborgen biedt voor toekomstige prestaties van de betrokken ondernemingen.

9. Voor zover bekend zijn er geen latere faillissementscijfers door de NVP gepubliceerd.

2. Probleemstelling

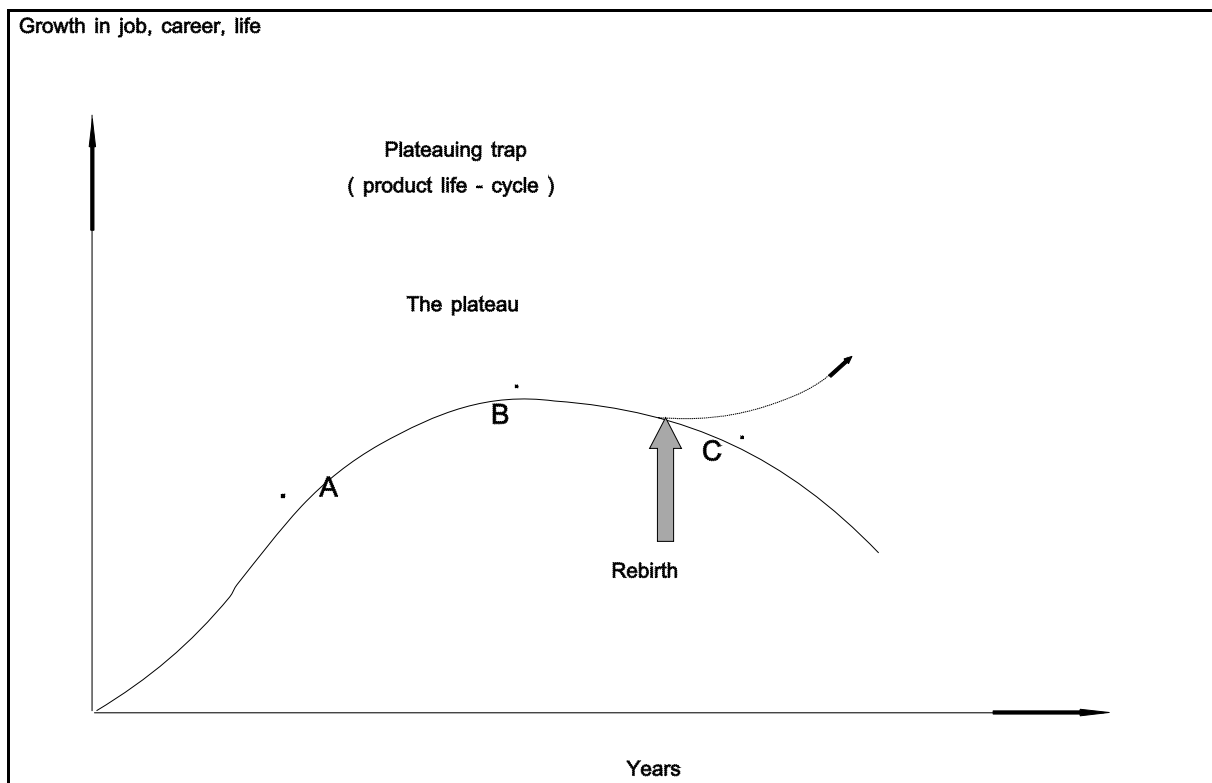
The average man like myself far prefers a simple solution, summary, no doubt, and brutal, but assuring him an easy road.

Jacques Ellul¹⁰

2.1 Inleiding

In de hedendaagse management literatuur wordt veelvuldig ingegaan op de vraag welke factoren bepalend zijn voor het succes van een onderneming. De hypothese dat de 'kwaliteit van ondernemerschap' een belangrijke invloed heeft op de prestaties van een onderneming wordt in diverse onderzoeken bevestigd (zie bijvoorbeeld: NIB, 1987; Van Praag, 1996). Een probleem dat zich rond de begrippen ondernemen, ondernemer en ondernemerschap voor-doet is het grote aantal uiteenlopende definities en concepten die vanuit diverse disciplines en invalshoeken zijn geformuleerd. Ondernemerschap lijkt vanuit deze brede optiek een begrip dat zich moeilijk laat operationaliseren. Eén van de problemen die daarbij een rol speelt betreft het feit dat de activiteiten in een onderneming als functie van de tijd aan veranderingen onderhevig zijn.

Figuur 3. Ontwikkelings-fasen



Bron: Parikh, 1994, p.25

Er bestaat een sterke overtuiging, geïllustreerd in Figuur 3, dat iedereen door een groei periode (A) gaat die wordt gevolgd door een stabiele of stagnerende periode (B). Deze markeert de 'plateau' fase die op zijn beurt wordt gevolgd door een neergang (C). Het lijkt er op dat deze eindeloze cyclus van geboorte, groei, stagnatie, verval en dood karakteristiek is voor alle vormen van individueel en geïnstitutionaliseerd leven.

10. 1964, p.188.

Door 'zelfvernieuwing' kan echter de hier beschreven cyclus worden doorbroken en kan een hoger plateau bereikt worden (Parikh, 1994, pp 24-25).¹¹ Dit geldt zowel voor de ondernemer als individu, als voor zijn bedrijf en afzonderlijke produkten die gevoerd worden. Voor de levenscyclus van de ondernemings-organisatie geldt dat in de embryonale fase deze synoniem is met de ondernemer. Bij groei (A) geldt dit nog steeds, maar ontstaat tevens een afhankelijkheids-relatie met derden. In de 'rijpheids'-fase (B) is een sterke afhankelijkheid van derden aanwezig. De organisatie bestaat dan uit anderen met een afhankelijkheidsrelatie naar de 'ondernemer'.

Ter voorkoming van het intreden van verval (C), heeft de organisatie weer een nadrukkelijke behoefte aan een ondernemer, waarna deze organisatie-cyclus in theorie weer voortgezet kan worden op een in principe hoger niveau dan voorheen. Inzicht in het fenomeen ondernemerschap in relatie tot de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen is voor met name financiers, maar ook voor andere betrokkenen belangrijk in verband met, enerzijds het begrijpen van de wijze waarop bedrijfskundige processen zich binnen ondernemingen afspelen, anderzijds om te kunnen bepalen of en zo ja, op welke wijze dit ondernemerschap en de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen langs externe weg kan worden beïnvloed.

Het internationale belang dat wordt gehecht aan het 'besturen' in brede zin van ondernemingen blijkt bijvoorbeeld uit het in december 1992 in Engeland door 'The committee on the Financial Aspects of Corporate Governance' uitgebrachte Cadbury-rapport. Hierin worden aanbevelingen gedaan voor de 'Board of Directors'¹², ten aanzien van de accountantscontrole en voor de aandeelhouders. De aanbevelingen voor de Board of Directors zijn samengevat in een 'Code of Best Practice' (Zie: Deloitte & Touche, p.7). In de Verenigde Staten verscheen in september 1992 het rapport 'Internal Control- Integrated Framework' van het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).¹³ Aanleiding tot het opstellen van het COSO-rapport vormde onder meer een aantal faillissementen van vennootschappen, waarbij de oorzaak was terug te voeren op een falende interne controle.

Het COSO-rapport is, in tegenstelling tot het Cadbury-rapport, echter niet specifiek gericht op bepaalde organen of partijen die bij de desbetreffende vennootschap betrokken zijn. Het COSO-rapport richt zich op het voorzien in een gemeenschappelijke betekenis van het begrip internal control bij een veel bredere doelgroep, namelijk bij alle betrokkenen bij een organisatie (Deloitte & Touche, p. 10). Terzake van de grotere, beurs-genoteerde ondernemingen in Nederland gaat de laatste jaren eveneens veel aandacht uit naar het begrip 'Corporate Governance'.

11. Parikh geeft daarbij het volgende aan: "What we do not realize, or what a lot of us are not aware of, is that there is a way out of this apparently inevitable trap, by creating a perceptual change in our attitudes and belief systems. You can, at any stage in the cycle of your life be 'reborn' (psychologically). You can 'renew' yourself. Not only is this possible, but there exists the possibility of perpetual renewal in virtually every aspect of our lives through a perceptual process of rebirth. This requires a fresh look at the inner potential that each one of us possesses."

12. De Board of Directors in Engeland (net als in de Verenigde Staten) bestaat zowel uit 'executive' als uit 'non-executive' directors. De executive directors zijn vergelijkbaar met de leden van de Raad van Bestuur in Nederland. De non-executive directors zijn vergelijkbaar met de leden van de Raad van Commissarissen in Nederland.

13. In het rapport 'Corporate Governance en het toezicht door de commissaris' door Deloitte & Touche, wordt aangegeven dat het COSO-rapport beperkt zich tot één onderdeel van corporate governance, te weten internal control. "De Treadway-commissie heeft hiervoor een model opgesteld dat dient te worden gebruikt om het aanwezige systeem van internal control in een vennootschap op effectiviteit te beoordelen. Ook commissarissen dienen zich hiernaar te richten. Het rapport omschrijft internal control als een proces, uitgevoerd door de Board of Directors (executive en non-executive), het niet tot de Board of Directors behorende management en het overige personeel. Het is opgezet om voldoende zekerheid te krijgen met betrekking tot het bereiken van de volgende doelstellingen:

- effectiviteit en efficiency in de bedrijfsvoering (inclusief de bewaking van activa);
- betrouwbaarheid van de externe financiële rapportage;
- voldoen aan van toepassing zijnde wet- en andere regelgeving", aldus Deloitte & Touche.

Het rapport 'Corporate Governance in Nederland' van 28 oktober 1996 richt zich op "vennoot-schappen en hun ondernemingen, met name waar sprake is van scheiding van leiding en kapitaalverschaffing [lees: vermogenverschaffing]", en beoogt met de in het rapport gedane aanbevelingen een aanzet te zijn tot verandering en een uitnodiging tot discussie.¹⁴ Opstellers van het rapport, de Commissie Corporate Governance¹⁵ heeft, zoals uit het rapport blijkt, zich bij haar werkzaamheden in hoofdzaak gericht op "de werking van de Raad van Commissarissen (toezicht) en van de Raad van Bestuur (leiding) alsmede op de rol van de aandeelhouders en certificaathouders (kapitaal-verschaffers [lees: vermogen-])". De in het rapport genoemde aan-bevelingen zijn primair bedoel voor beursgenoteerde vennootschappen, maar de aanbevelingen kunnen volgens de Commissie Corporate Governance ook toegepast worden door bijvoorbeeld niet beursgenoteerde vennootschappen, coöperaties en pensioenfondsen die een groot aantal aandeelhouders, leden of gerechtigden hebben. In wezen kan de Corporate Governance structuur van het grootbedrijf, gelet op de functie van de 'ondernemer' in het Midden- en Kleinbedrijf (MKB), worden betiteld als 'geïstitutioniseerd ondernemerschap'.

De Corporate Governance structuur van het (MKB), waarbij geen sprake is van een groot aantal aandeelhouders bij de ondernemingen, bestaat in veel gevallen namelijk uit één enkele persoon, de directeur die tevens eigenaar van het bedrijf is.

Uitoefening van (externe) Corporate Governance zoals door middel van een Raad van Commis-sarissen, blijkt bij het MKB niet op eenvoudige wijze te realiseren.

Het rapport "De commissaris en de zelfstandige ondernemer" van KPMG Klynveld Management Consultants van Juli 1991 geeft een opsomming van karakteristieken met als doel een idee te krijgen van de (on)mogelijkheden van de inzet van de commissaris bij het MKB.

14. Gelet op de reactie van Prof. dr. H.W. de Jong, Emeritus-hoogleraar Bedrijfseconomie Universiteit van Amsterdam, in Bank- en Effectenbedrijf van december 1996, is de beoogde discussie inmiddels op gang gekomen. De Jong gaat met name in op de door hem als 'verzwegen dimensie' aangegeven medewerking van de werknemers, waardoor volgens hem de aandeelhouders tijdens het Nederlandse structuurregime sinds 1971 "goed af geweest" zijn. Als verklaring voor het door hem aangedragen feit dat de invloedrijke Angelsaksische aandeelhouder slechter is af geweest dan zijn 'onmondige' Hollandse evenknie, worden door De Jong twee richtingen terzake van de medewerking van de werknemers genoemd.

"Ten eerste erkent het Nederlandse (en Duitse) ondernemingsmodel impliciet de aan het kapitaal [lees: vermogen] gelijkwaardige rol van arbeid. Daarom zijn werknemers als regel loyaal, gemotiveerd en bereid tot scholing in ondernemings specifieke vaardigheden....Ten tweede werd het aandeelhouderskapitaal [lees:-vermogen] in Nederland rendabel gemaakt door de loonmatiging opgebracht door de werknemers zodat de verdeling van de toegevoegde waarde ten gunste van ondernemingsreserveringen en - expansie kon verschuiven", aldus De Jong.

15. Peters, voorzitter van de Commissie Corporate Governance, geeft in een begeleidende brief bij het desbetreffende commissierapport aan, dat de commissie op 9 april 1996 werd geïnstalleerd door de Voorzitter van de Vereniging voor de Effectenhandel. "De commissie is ingesteld als uitvloeisel van het beginselakkoord tussen de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUEO) en de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) over de beschermingsconstructies en de plaats van de kapitaalverschaffer. Hoewel ook in Nederland zich een aantal deconfitures hebben voorgedaan, vormden deze anders dan in het Verenigd Koninkrijk, geen directe aanleiding voor de instelling van de Commissie. Veeleer zijn het de verdergaande internationalisering van de Nederlandse economie en internationaal gewijzigde verhoudingen enerzijds en anderzijds de teruggekeerde aandacht voor de door de onderneming geproduceerde toegevoegde waarde en de vergrote internationale aandacht voor rol, positie en invloed van de kapitaalverschaffer [lees: vermogensverschaffer] die de achtergrond en redenen vormen voor de instelling van de Commissie Corporate Governance. De gewijzigde bezitsverhoudingen van beursgenoteerde aandelen - vide het toegenomen bezit door institutionele beleggers - speelt hier ook een grote rol. De Commissie heeft zich bij haar werkzaamheden gericht op die aspecten van Corporate Governance die het samenspel van en het evenwicht tussen toezicht, leiding en kapitaalverschaffers [lees: vermogensverschaffers] binnen de onderneming bepalen. Andere aspecten zoals sociale- en milieu-aspecten zijn geen onderwerp van beschouwing geweest", aldus Peters.

Deze door KPMG aangegeven kenmerken kunnen als volgt worden samengevat:

1. In veel gevallen is de directeur de eigenaar van het bedrijf en verenigt daarbij een veelheid van functies in zich¹⁶;
2. Het MKB kent weinig staffuncties;
3. Bij het MKB bestaat geringe aandacht voor (middel)lange termijn-strategie. De meeste aandacht ligt op de korte termijn en de zorg voor het 'going concern';
4. Het MKB maakt relatief weinig gebruik van externe advisering;
5. Het MKB wordt gekenmerkt door een geringe formalisering van de administratieve organisatie en een lage automatiseringsgraad, waardoor het problematisch is om een geregelde en betrouwbare informatiestroom te genereren;
6. Een zesde kenmerk van het MKB, te bezien in samenhang met de zorg voor het 'going concern', is het ontbreken van een beleidsplan waaraan de korte termijn-activiteiten getoetst kunnen worden.

In de samenvatting van het KPMG rapport wordt aangegeven dat bedrijfsleiding en commissariaat niet noodzakelijkerwijs dezelfde belangen en/of prioriteiten hebben. "De relatie tussen beide in het grootbedrijf is in wetgeving, jurisprudentie en literatuur voldoende uitgekristalliseerd (partijen weten wat hun (rechts)positie is, waar moeilijkheden te verwachten zijn, en welke hun verantwoordelijkheden zijn). Bij het MKB is dit niet het geval, daar wetgeving nage-noeg ontbreekt en de rol van het commissariaat (adviserend van karakter) vrijblijvender is. In het MKB weten partijen niet precies hoe ze met elkaar moeten omgaan. Vooral de ondernemer heeft geen duidelijk beeld van het commissariaat", aldus één van de bevindingen van het rapport.

Het rapport onderscheidt drie gevallen ten aanzien van de aard van het commissariaat, namelijk:

- a) Wettelijk bepaald (grootbedrijf);
- b) Niet wettelijk bepaald, maar opgelegd (door in- of externe belanghebbenden);
- c) Niet wettelijk bepaald, maar op basis van vrijwilligheid.

Daarbij wordt aangegeven, dat in geval a) en b) de ondernemer geen keus heeft en er duidelijkheid bestaat over de concretisering van de commissarissenrol. Variant c), waar de commissaris alleen aangesteld wordt wanneer de ondernemer overtuigd is van het nut van een aanstelling, betrof het voorwerp van studie door KPMG. Deze KPMG studie beoogt een aanzet geven tot het aantonen van de meerwaarde van het (vrijwillige) commissariaat voor de MKB-ondernemer. Situaties waarbij geval b) van toepassing is, doen zich bijvoorbeeld voor bij deelname door participatiemaatschappijen in het ondernemend vermogen van bestaande kleine en middelgrote ondernemingen.

In hoeverre door participatiemaatschappijen min of meer afgedwongen corporate governance bijdraagt tot de bedrijfseconomische prestatie van hun portfolio-ondernemingen is voorsnog niet duidelijk. Alhoewel er relatief veel onderzoek is gedaan¹⁷, met name in de Verenigde Staten en in Engeland, naar de vraag welke andere rollen participatiemaatschappijen vervullen naast deelname in het ondernemend vermogen van hun portfolio bedrijven, lijken dergelijke onderzoeken echter onderling tegenstrijdige uitkomsten op te leveren.

16. "Zo is de eigenaar/directeur vaak ook de marketing manager, hoofd personeelszaken en chef werkplaats. Naast een overvolle agenda betekent dit, dat de ondernemer in het MKB weinig ervaring heeft met het delegeren van zijn activiteiten. Dit wordt nog versterkt door het gegeven dat de zelfstandige ondernemer hecht aan zijn onafhankelijkheid en dat dat vaak een belangrijke reden is geweest om een eigen bedrijf te beginnen", aldus KPMG.

17. Zie bijvoorbeeld: Gorman en Sahlman, 1986; Timmons en Bygrave, 1986; Timmons, 1987, Davis en Stetson, 1987).

Als voorbeeld van dergelijke tegenstrijdige uitkomsten kunnen worden genoemd de onderzoeken die zijn uitgevoerd door Sapienza en Timmons (1989) en door MacMillian, Kulow en Khoynian (1988). Sapienza en Timmons concludeerden aan de hand van een door hen uitgevoerd empirisch onderzoek dat participatiemaatschappijen waarde toevoegen aan hun portfolio ondernemingen naast het ter beschikking gestelde geld.¹⁸

Uit het onderzoek van MacMillian, Kulow en Khoynian (1988) bleek dat er door participatie-maatschappijen bewust uit drie verschillende strategieën van betrokkenheid bij hun portfolio ondernemingen wordt gekozen - 'high, moderate and hands-off' betrokkenheid. Elk van deze drie strategieën is echter blijkens de resultaten van dit onderzoek even effectief; De gemiddelde prestatie van portfolio bedrijven was gelijk voor ieder van de drie gekozen strategieën.

Dergelijke resultaten in aanmerking nemende, kan gesteld worden dat onderzoek zoals hiervoor aangegeven tot dusver nog niet geleid heeft tot een algemeen geaccepteerd antwoord op de vraag of en zo ja op welke wijze betrokkenheid van participatiemaatschappijen invloed heeft op de prestatie van portfolio-ondernemingen. In het besef dat er bij elke combinatie van een participatiemaatschappij en een portfolio-onderneming sprake zal zijn van een unieke situatie, kan verder gesteld worden dat het zeer moeilijk zo niet onmogelijk zal zijn om aan uitkomsten van dergelijk empirisch onderzoek een sterk generaliserend karakter te verbinden.¹⁹

Afgezien van het feit dat het uiterst moeilijk is om aan te tonen in welke mate (positief dan wel negatief) participatiemaatschappijen bijdragen tot de bedrijfseconomische prestatie van hun participaties, zullen participatiemaatschappijen vanuit hun betrokkenheid als financier zeker enige vorm van invloed op de bedrijfseconomische prestatie van de desbetreffende deelnemingen trachten uit te oefenen.

Onderzocht lijkt te kunnen worden of de door participatiemaatschappijen in unieke situaties gehanteerde mechanismen, hen althans theoretisch in staat stellen de bedrijfseconomische prestatie van hun deelnemingen zo optimaal mogelijk te beïnvloeden. Als uitgangspunt voor een dergelijk onderzoek dient inzicht te worden verkregen in de wijze waarop bepaalde veranderingen binnen en buiten de onderneming een positieve dan wel negatieve invloed (kunnen) uitoefenen op ondernemerschap in relatie tot de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming. De basisvraag die hieraan ten grondslag ligt betreft het functioneren van het ondernemerschapsproces.

18. "The importance ratings for VC roles ... and the effectiveness ratings imply that VCs do add value to the venture development process beyond the money provided. VC involvement appears equally effective during late as well as early stages; further, entrepreneurs experienced with the market, technology, management team, and the start-up process benefit as much as do those who are less experienced. The nature of the VC-E relationship itself appears to have the greatest impact on value-added. Frequent, open communication are keys to effective interaction. Further, persistent or unresolved divergence of perspectives in the VC-E dyad negatively impacts the effectiveness of the interaction. Finally, VC's are most effective with highly innovative ventures", aldus Sapienza en Timmons.

19. Dit geldt met name voor de uitkomsten van empirisch onderzoek waarbij de prestatie van een groep venture capital gesteunde ondernemingen wordt vergeleken met een groep ondernemingen die niet door venture capital ondersteund worden. Een eventueel betere gemiddelde prestatie van venture capital ondersteunde ondernemingen zal hoogstwaarschijnlijk het gevolg zijn van door participatiemaatschappijen gebruikte selectie-criteria die primair gericht zullen zijn op (potentieel) hoogrenderende c.q. snel groeiende ondernemingen. Ook kan een betere prestatie van een door venture capital ondersteunde onderneming een rechtstreeks gevolg zijn van de door de betrokken participatiemaatschappij verstrekte financiering. Een betere prestatie van dergelijke ondernemingen hoeft derhalve niet per definitie gerelateerd te zijn aan betrokkenheid van de deelnemende participatiemaatschappij(en) zoals bedoeld in de hiervoor aangegeven onderzoeken van zowel Timmons als van MacMillian, Kulow en Khoynian.

2.2 Probleemstelling van het onderzoek

Alhoewel ondernemerschapsonderzoek wordt gekenmerkt door een grote verscheidenheid aan onderwerpen²⁰, kan onderzoek betreffende (succesvol) ondernemerschap worden ingedeeld in drie hoofdcategorieën (zie ook: Stevenson en Sahlman, 1986, pp.14 e.v.) waarbij ondernemerschap wordt geïdentificeerd met:

a) één of meerdere economische functies die worden uitgeoefend;

Een voorbeeld hiervan betreft het promotie-onderzoek van Brouwer (1991) naar het actuele belang van Schumpeters model van het concurrentiekapitalisme waarin de ondernemer centraal staat.

b) een bepaald type individu;

Als recente voorbeelden van dergelijk onderzoek kunnen worden genoemd de promotie-onderzoeken van De Wit (1991) en van Van Praag (1996). De Wit onderzocht welke persoonlijke karakteristieken een rol spelen bij de keuze om al dan niet zelfstandig te gaan ondernemen, terwijl Van Praag empirisch onderzoek uitvoerde naar met name persoonlijke determinanten die een rol spelen bij de start en het succes van ondernemingen.

c) een bepaald gedrag en daaraan ten grondslag liggende motivatie-aspecten.

Een achterliggende gedachte is hier dat bepaalde resultaten wenselijk zijn voor individuen, organisatie en gemeenschap. Deze derde categorie van onderzoek omvat o.a. psychologisch onderzoek. Een in de economische literatuur vaak geciteerd onderzoek dat binnen deze categorie kan worden geplaatst betreft dat van McClelland (1961).

McClelland concludeerde aan de hand van een samenhangende serie van empirische onderzoeken dat een specifieke menselijke motivatie, de zogenaamde prestatiebehoefte (Need for Achievement) bijdraagt aan ondernemerschap. Ondernemerschap wordt daarbij door McClelland gezien als sleutel voor economische groei.

De relatief grote hoeveelheid onderzoeken naar ondernemerschap heeft tot dusver (nog) niet geleid tot een algemene theorie betreffende ondernemerschap.

Het ontbreken van een (algemeen) raamwerk van waaruit onderzoek naar het verschijnsel ondernemerschap plaatsvindt kan daarbij, naast de bij het onderzoek gebruikte benaderingswijzen, als mogelijke achterliggende oorzaak worden aangemerkt. Een uit economische literatuur blijvende veelheid aan tegenstrijdige resultaten inzake het hierboven genoemde ondernemerschapsonderzoek kan in dit licht als illustratief worden gezien.

Vanuit de venture capital praktijk van de onderzoeker wordt het ontbreken van een dergelijk theoretisch raamwerk als een gemis ervaren, enerzijds bij de selectie van nieuwe participaties, anderzijds bij de, tijdens het beheer van participaties, in bepaalde situaties gewenste beïnvloeding van de bedrijfseconomische prestatie van portfolio-ondernemingen.

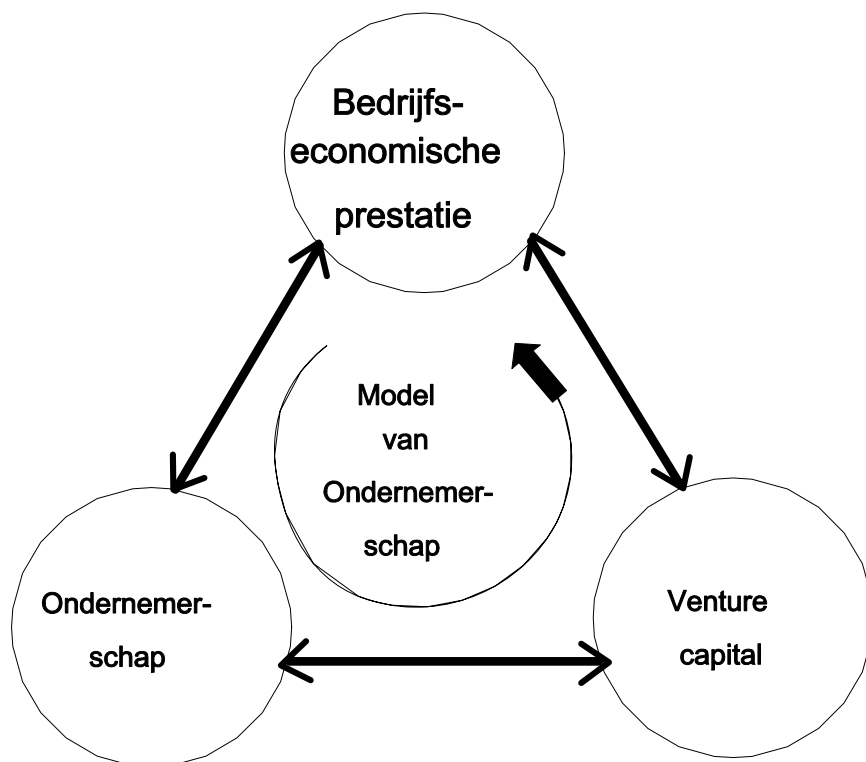
Als probleemstelling voor dit onderzoek wordt de ontwikkeling van een dergelijk raamwerk van ondernemerschap geformuleerd. Meer specifiek luidt de probleemstelling:

De ontwikkeling van een conceptueel model van ondernemerschap op basis van samenhangende aspecten van ondernemerschap, venture capital en bedrijfseconomische prestatie.

Deze probleemstelling is in Figuur 4 nogmaals gevisualiseerd.

20. Zie bijvoorbeeld de onderwerpen die vermeld worden in een overzicht van het 'Babson College' betreffende "Frontiers of Entrepreneurship Research 1981 t/m 1996", 1997.

Figuur 4. Probleemstelling van het onderzoek



Om de probleemstelling te kunnen beantwoorden, wordt deze in drie onderzoeksvragen uit-gesplitst:

1. Wat is bedrijfseconomische prestatie van een onderneming en hoe kan die prestatie worden gemeten?

Het onderzoeksdoel bij deze vraag betreft de ontwikkeling van een systeem voor het meten en analyseren van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen;

2. Wat is ondernemerschap?

Hierbij is het onderzoeksdoel het verkrijgen van inzicht in achtergronden en context van ondernemerschapkenmerken.

3. Wat is venture capital?

Het doel van onderzoek betreft in dit geval beeldvorming van achtergronden van venture capital alsmede het in kaart brengen van de verschillende wijzen waarop participatiemaatschappijen trachten invloed uit te oefenen op de gang van zaken bij hun participaties.

Deze drie onderzoeksvragen gelden voor alle duidelijkheid nadrukkelijk binnen de begrenzing van de probleemstelling zoals in Figuur 4 weergegeven en betreffen geen open vraagstelling in brede zin.

2.3 Doelstelling van het onderzoek

In het verlengde van de probleemstelling wordt een drietal doelstellingen geformuleerd:

iWetenschappelijk

Het aanreiken van een model van ondernemerschap met behulp waarvan onderzoeks-resultaten samenhangend kunnen worden verankerd als een basis voor de ontwikkeling van een algemene theorie betreffende ondernemerschap.

iiMaatschappelijk

Het verstrekken van inzicht in samenhangende aspecten van ondernemerschap in het licht van het belang van werkgelegenheid.

iiiPraktisch

Het aanreiken van een instrument aan o.a. vermogenverschaffers voor het inzichtelijk maken van de samenhangende bedrijfseconomische prestatie van hun portfolio ondernemingen en van de wijzen waarop invloed op deze prestatie kan worden uitgeoefend.

2.4 Begrenzing van het onderzoek

Voor het onderzoek geldt een aantal beperkingen:

i Alhoewel het onderzoek vanwege de onderliggende praktijkvraag en het multidisciplinaire karakter, als bedrijfskundig onderzoek kan worden aangemerkt, vindt de uitwerking met name plaats vanuit (bedrijfs)economisch perspectief.

ii Het onderzoek naar het ondernemerschapbegrip wordt begrensd door een economische en een psychologische invalshoek.

iii Het onderzoek betreffende de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming wordt beperkt tot een financiële invalshoek van waaruit de vraagstelling wordt behandeld.

iv Het empirisch deel van het onderzoek is beperkt tot exploratief onderzoek en enkele case-studies.

2.5 Legitimering

Deze studie ligt in het verlengde van onderzoeksprogramma's van de Faculteit Technologie & Management van de Universiteit Twente te Enschede, met name betreffende Financiering en Financiële Analyse en betreffende Innovatief Ondernemerschap.

De interesse in het onderwerp komt verder tot uiting in de met name sinds het begin van de tachtiger jaren sterk groeiende hoeveelheid wetenschappelijke literatuur waarin verschillende aspecten van ondernemerschap worden behandeld en de vraag vanuit overheid en bedrijfsleven naar concepten, methoden en technieken om het verschijnsel ondernemerschap te begrijpen en het te kunnen sturen en stimuleren.

Maatschappelijke relevantie van het onderwerp ten slotte blijkt met name uit de koppeling tussen het verschijnsel ondernemerschap en werkgelegenheid en het inkomen dat daaruit voortvloeit.

3.Ontwerp en methodologie van het onderzoek

The action of going from present data to an assertion about the future is 'sui generis'; it lacks a name, and so I propose to call it 'proference'; this suggests the action of carrying forward and will serve us more or less adequately.

Bertrand de Jouvenal²¹

Het ontwerp en de methodologie van het onderzoek zijn gebaseerd op een viertal hoofdafwegingen. Deze betreffen:

- i:de algemene benaderingswijze van het onderzoek;
- ii:de aan te wenden methode om een (beoogde) wetenschappelijke bijdrage te bewerkstelligen;
- iii:de empirische onderzoeksmethode;
- iv: de structuur van het onderzoek.

Deze vier afwegingen worden hierna achtereenvolgens samengevat.

Ad i:Benaderingswijze van het onderzoek

Theorie-ontwikkeling op economisch gebied vindt hoofdzakelijk plaats vanuit een tweetal deductieve wijzen van benadering. Hypothesen (conclusies) worden afgeleid van een theorie en getoetst met behulp van empirische gegevens, of een reeks van logische gevolgtrekkingen (vanuit begin-aannames) wordt ontwikkeld en de slotconclusie wordt empirisch onderzocht. Theorie-ontwikkeling op het terrein van de psychologie blijft dichter in de buurt van de empirische wereld en gaat uit van minder strikte veronderstellingen. Psychologisch onderzoek wordt daarbij gedomineerd door een inductieve benaderingswijze waarbij een afgebakende theorie niet of slechts in beperkte mate wordt aangegeven. Een inschatting vindt plaats van 'relevant' geachte factoren die op een empirische wijze in relatie worden gebracht met de (afhankelijke) variabele die onderzocht wordt. In vergelijking met economie is theorie-ontwikkeling dus meer een aposteriorisch proces, alhoewel de onderzoeker bij het bepalen van welke variabelen relevant zijn, vaak gebruik maakt van een 'impliciete theorie'. (Zie: van Raaij, 1986, pp.11-12).

Uitgaande van het hiervoor in § 2 gestelde, betreft de gekozen benaderingswijze voor dit onderzoek niet een specifieke economische of psychologische benaderingswijze, maar een combinatie van deze benaderingswijzen.

Alhoewel volgens Katona (1976, pp.9-10) voor dergelijk interdisciplinair onderzoek gebruik dient te worden gemaakt van kennis van zowel economie als psychology, is het volgens hem voor een specialisatie binnen de 'psychological economics' niet noodzakelijk om kennis te bezitten van alle vormen en vertakkingen van elk van de afzonderlijke disciplines. "Such specialization involves not only some information on both economics and psychology but, above all, a specific point of view, namely, an empirical attitude: concern with actual developments and belief in the possibility of finding out what has happened and why", aldus Katona.

Ad ii:Methode van aanpak voor het leveren van een (beoogde) wetenschappelijke bijdrage

Naast diverse criteria die aan ontwerp en uitvoering van wetenschappelijk onderzoek kunnen worden verbonden²², spelen, ten aanzien van de (beoogde) bijdragen aan de wetenschap, criteria betreffende wetenschappelijke vooruitgang ofwel kwaliteitsverhoging een belangrijke rol.

21. 1967, p.59.

22. De Leeuw (1988 in: De Leeuw, 1990, p.21) geeft de volgende voorbeelden van dergelijke wetenschappelijke criteria: waarheid, toetsbaarheid, controleerbaar, objectief, expliciet, precies, consistent, informatief, systematisch, doorzichtig, belangeloos, algemeen..)

De vraag wanneer er werkelijk sprake is van een bijdrage, is volgens de Leeuw (1990, p.135), fundamenteel beschouwd helemaal niet zo gemakkelijk te beoordelen. "Ook de gedachte dat de kwaliteit wordt bepaald door de wetenschappers in het zogenaamde forum (de Groot, 1982) is in de praktijk problematisch omdat het forum (de feitelijke deelnemers aan het wetenschappelijk debat) bijvoorbeeld conservatiever en minder open kan zijn voor nieuwe en misschien contro-versiële ideeën dan het volgens de regels van het Forum (het gezelschap wetenschapsbeoefenaren in de geïdealiseerde vorm) zou moeten zijn. Zulke problemen worden in de literatuur niet opgelost", aldus de Leeuw.

De Leeuw geeft in dit verband verder o.a. aan dat Kuhn (1979) wetenschappelijke vooruitgang ziet als een opeenvolging van periodes waarin de kernconcepten niet ter discussie staan (periode van normale wetenschap) en zogenaamde wetenschappelijke revoluties die juist door een fundamentele wijziging van die kernconcepten worden gekenmerkt. "De nieuwe zienswijze zou je dan beter dan de eerste kunnen noemen als de eerste ondanks allerlei pogingen, voor bepaalde aspecten van de werkelijkheid geen verklaring kon bieden en de tweede wel", aldus de Leeuw.

In het verlengde van Kuhn's zienswijze kan het bij de probleemstelling in § 2 van dit hoofdstuk aangegeven veelheid aan tegenstrijdige resultaten inzake ondernemerschapsonderzoek (waarbij blijkbaar de kernconcepten in belangrijke mate ter discussie staan) worden aangemerkt als een indicatie dat er bij het recentelijke onderzoek op het gebied van ondernemerschap geen (noemenswaardige) wetenschappelijke vooruitgang is geboekt. Mede gelet op het relatief groot aantal onderzoeken dat met name vanaf begin jaren tachtig heeft plaatsgevonden, kan in het verlengde hiervan de verwachting worden uitgesproken dat meer van soortgelijk onderzoek waarschijnlijk eveneens niet tot een (noemenswaardige) wetenschappelijke vooruitgang op ondernemerschaps-gebied zal leiden.

Ad iii: Empirische onderzoeksmethode

Het empirisch gedeelte van het onderzoek betreft een eerste validatie van ontwikkelde theoretische modellen middels een aantal case-studies. Daarnaast vindt enquête-onderzoek plaats naar bepaalde aspecten van venture capital. Alhoewel case-studies als methode van wetenschappelijk onderzoek wel worden bekritiseerd, waarbij evidente problemen de generaliseerbaarheidsvragen betreffen (zie: de Leeuw, 1990, p.231), is de Leeuw (1990, p.131) van mening dat case study (door hem ook gevalstudie genoemd) voor veel bedrijfskundige wetenschappelijke vraagstellingen is aangewezen. Ook Yin (1994, p.13) geeft bijvoorbeeld aan dat case-studies één van verschillende wijzen van sociaal wetenschappelijk onderzoek betreffen ["Other ways include experiments, surveys, histories and the analysis of archival information (as in economic studies)."].

Teneinde de traditionele kritiek betreffende deze onderzoeksmethode te overwinnen, moeten onderzoekers volgens Yin veel zorg besteden aan het ontwerp en de uitvoering van case-studies.

Bij de case-studies in dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van één van de basis onderzoeks-ontwerpen zoals die door Yin worden aangegeven.

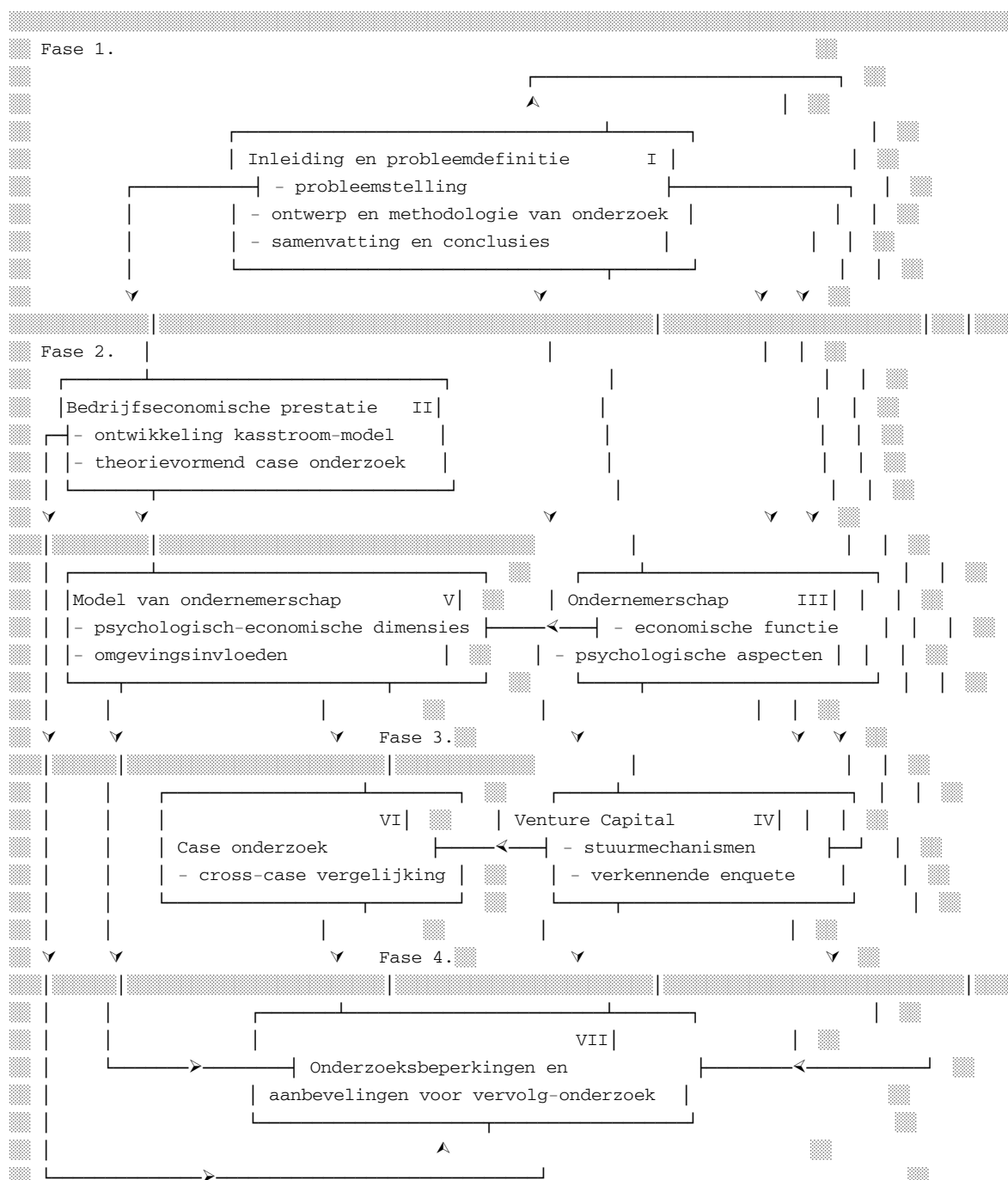
De verantwoording voor het ontwerp en methode van de binnen het kader van dit promotie-onderzoek uitgevoerde case-studies, worden in § 6 van Hoofdstuk II en in §1 van Hoofdstuk VI aangegeven. De onderzoeksopzet en methodiek bij het verkennend enquête-onderzoek naar bepaalde aspecten van venture capital wordt in de paragrafen 1 en 6 van Hoofdstuk IV aangegeven.

Ad iv: Onderzoeksstructuur

In Figuur 5 is de onderzoeksstructuur weergegeven. Deze is opgebouwd uit vijf verschillende fasen. In Fase 1 van het onderzoek worden situatietekenen in beeld gebracht en wordt de probleemstelling geformuleerd. Gelet op de aard van de probleemstelling vindt vervolgens in Fase 2 literatuuronderzoek vanuit een vrij brede invalshoek plaats. Als antwoord op de eerste deelvraag die in Fase 1 werd geformuleerd inzake bedrijfseconomische prestatie, wordt in het verlengde van bestaande theoretische opvattingen een kasstroom analyse systeem ontwikkeld.

Teneinde de praktische bruikbaarheid van dit systeem te valideren, vindt eveneens in Fase 2, middels een aantal case-studies een eerste validatie ervan plaats. Ter beantwoording van de tweede deelvraag van het onderzoek betreffende ondernemerschap worden economische functie-aspecten die volgens diverse economische theorieën aan ondernemers worden toebedacht, in historische volgorde in beschouwing genomen. Vervolgens worden bij de tweede deelvraag de psychologische aspecten van ondernemerschap aan de orde gesteld. Ten slotte wordt in Fase 2 de derde deelvraag betreffende venture capital behandeld. Daarbij vindt een verkennend enquête plaats onder investment managers van Nederlandse participatiemaatschappijen.

Figuur 5. Onderzoeksstructuur



In Fase 3 vindt middels theorie-synthese de ontwikkeling plaats van het in de probleemstelling beoogde psychologisch-economisch model van ondernemerschap. Daarbij wordt onderzocht welke (theoretische) mogelijkheden aanwezig lijken om invloed uit te oefenen op het verschijnsel ondernemerschap. In Fase 4 vindt door middel van een tweetal case-studies een eerste validatie plaats van het in Fase 3 ontwikkelde model van ondernemerschap en wordt een vergelijking getrokken met de bevindingen van Fase 2 betreffende door Nederlandse participatiemaatschappijen gehanteerde stuurmechanismen. Fase 5 tenslotte betreft een overzicht van de onderzoeksbeperkingen en omvat een aantal aanbevelingen voor vervolgonderzoek.

4. Samenvattende onderzoeksconclusies

Aller Zustand ist gut, der natürlich ist und vernünftig.
Goethe²³

4.1 Inleiding

In paragraaf 4.2 van dit hoofdstuk wordt het antwoord op de probleemstelling geformuleerd en worden conclusies getrokken ten aanzien van de drie hiervoor in dit hoofdstuk geformuleerde onderzoeksvragen.

Vervolgens wordt in paragraaf 4.3 ingegaan op de wetenschappelijke en praktische bijdrage van het onderzoek.

4.2 Conclusies

In dit hoofdstuk is gestart met de volgende probleemstelling:

"De ontwikkeling van een conceptueel model van ondernemerschap op basis van samenhangende aspecten van ondernemerschap, venture capital en bedrijfseconomische prestatie."

Op basis van de resultaten van het in de volgende hoofdstukken beschreven onderzoek kan het antwoord op de probleemstelling als volgt worden geformuleerd:

"Middels integratie van drie samenstellende groepen van ondernemerschapsaspecten werd een conceptueel psychologisch-economisch model van ondernemerschap ontwikkeld. Dit model wordt beschreven in Hoofdstuk V."

Dit in Figuur 5 van Hoofdstuk V (p.199) weergegeven raamwerk maakt de samenhang inzichtelijk tussen verschillende elementen die bij ondernemerschap een belangrijke rol spelen. Naast de door Wärneryd (1988) aangegeven psychologische factoren van ondernemerschap, worden de in Hoofdstuk III samengevatte aspecten van de economische functie van ondernemerschap alsmede de elementen van het in Hoofdstuk II ontwikkelde kasstroom analyse systeem geïntegreerd in een samenhangend psychologisch-economisch model van ondernemerschap.

Het investerings kasstroom onderdeel betreft een logische uitwerking van de ondernemende gedragsfunctie betreffende visie en innovatie.

Het risico-element betreft met name de wijze en hoogte van de benodigde (structurele/ lang-lopende) financiering.

De onzekerheidsfactor betreft daarbij de vraag of de onderneming in de toekomst in staat zal zijn de door haar aangegane financiële verplichtingen jegens derden na te komen.

Het economische functie-element van leidinggeven en rentmeesterschap tenslotte betreft de organisatie van de onderneming als uitvoerings-element die uiteindelijk zorg zal moeten dragen voor de operationele goederen- en/of dienstenstroom en daarmee de basis vormt van de operationele kasstroom.

23. 1874, p.43

De probleemstelling werd in dit eerste hoofdstuk in drie onderzoeksvragen uitgesplitst, namelijk:

- i) Wat is bedrijfseconomische prestatie van een onderneming en hoe kan die prestatie worden gemeten?
- ii) Wat is ondernemerschap?
- iii) Wat is venture capital?

Het antwoord op de probleemstelling betreft een synthese van de resultaten van de afzonderlijke onderzoeksvragen. In het verlengde hiervan wordt hierna op de conclusies van de afzonderlijke onderzoeksvragen ingegaan.

Ad i: Bedrijfseconomische prestatie

Zoals hiervoor in dit hoofdstuk aangegeven betreft het onderzoeksdoel bij deze vraag de ontwikkeling van een systeem voor het meten en analyseren van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen.

Bij het theorieonderzoek terzake van dit onderzoeksdoel, het ontwikkelen van een bedrijfs-economisch meet- en analyse systeem, wordt in Hoofdstuk II eerst ingegaan op het financieel management proces. Daarbij blijkt dat alhoewel er bij de financieel management besluiten (investerings beslissingen) in het algemeen sprake is van conflicten betreffende de uitgangspunten voor waardeberekening en daarmee verbonden resultaatmetingen, deze ondergeschikt zijn aan solventie/overlevings criteria waarbij de uitgaande kasstromen tijdgebonden met de ingaande kasstromen in evenwicht dienen te zijn.

Na het in beschouwing nemen van een aantal methodes van prestatiemeting, wordt geconcludeerd dat een verbeterd systeem voor het meten van ondernemingsprestaties kan worden ontwikkeld door middel van koppeling van de 'cash-flow' prestatie maatstaf aan het verklarende karakter zoals dat geldt voor het Du Pont systeem. Met een aantal definitie-keuzen betreffende het cash-flow begrip als uitgangspunt, wordt vervolgens het K(asstroom) A(nalyse) S(ysteem) ontwikkeld. Door samenvoeging van operationele, financiële en investerings kasstromen, ontstaat een model waarbij de resulterende finale kasstroom in samenhang met de samenstellende kasstromen als prestatie-indicator van een onderneming kan dienen.

Uitgaande van een formulering van de ondernemingsdoelstellingen in kasstroom termen, blijkt KAS te voldoen als analysemodel van het te beheersen ondernemingsproces waarmee onder meer vaststelling mogelijk is van de oorzaken wanneer gefaald wordt bij het bereiken van een doel. Het ontwerp van KAS voldoet aan de ontwerpparameters zoals die gelden voor een beheerst proces. Daarnaast blijkt KAS in principe te kunnen worden gebruikt als voorspellend model waarmee de consequenties van correctieve acties kunnen worden geëvalueerd.

Ter afsluiting van Hoofdstuk II worden twee (theorievormende) case-studies beschreven, waarbij het KAS-ontwerp in bruikbaarheid wordt geanalyseerd. KAS blijkt met name bij een meer-perioden weergave ('bench-marking') van de kasstroomgegevens een goed inzicht te geven in de prestatie van ondernemingen.

Geconcludeerd wordt dat KAS een in de praktijk toepasbaar systeem is voor het meten en analyseren van de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming, waarmee een antwoord is gegeven op de eerste onderzoeksvraag.

Ad ii. Ondernemerschap

Hier betrof het onderzoeksdoel het verkrijgen van inzicht in achtergronden en context van ondernemerschapkenmerken. In Hoofdstuk III wordt als benaderingswijze uitgegaan van de gedachte dat ondernemerschap kan worden gezien als een empirisch object dat bestudeerd kan worden vanuit verschillende kenobjecten of invalshoeken.

Met name vanuit praktische overwegingen wordt de aandacht in dit onderzoek beperkt tot de economische en psychologische kenobjecten.

Hieraan voorafgaande wordt ondernemerschap gedefinieerd als het proces waarbij een individu naar eigen inzicht een bedrijfshuishouding in het economische verkeer doet functioneren.

Voor de behandeling van de meest onderscheidene rollen zoals die in de ondernemerschapstheorie aan de ondernemer worden toebedacht werd gekozen voor een historische perspectief, waarbij als uitgangspunt geldt het verkrijgen van inzicht in de aard van deze verschillende rollen. Ondernemerschap blijkt een spilfunctie te vervullen bij het herstellen, het verstoren dan wel het toekomstig verstoren van marktevenwicht, al naar gelang de desbetreffende economische theorieën. De economische functie van ondernemerschap blijkt daarbij in de samenhangende termen visie/innovatie, risico/onzekerheid en leidinggeven/rentmeesterschap te kunnen worden samengevat.

Een eerste conclusie bij de beschouwing van de psychologische aspecten van ondernemerschap, betreft een afleiding vanuit een conceptueel model van de economische-psychologie van MacFadyen en MacFadyen, namelijk dat externe (economische) gedrags-beïnvloeding bij een ondernemer theoretisch mogelijk lijkt middels beïnvloeding van de individuele bekwaamheid van de ondernemer betreffende de processen van observatie, evaluatie en besluitvorming.

Onderzoek naar verondersteld onderscheidende eigenschappen van ondernemers blijkt vooral te hebben plaatsgevonden bij startende ondernemers en, meer algemeen, bij het kleinbedrijf.

Geconcludeerd wordt dat een onderscheid tussen ondernemers en niet-ondernemers slechts bestaat uit een verschil in de aard van de activiteiten welke individuen uitoefenen.

Vervolgens wordt een procesmatig psychologisch model van ondernemerschap behandeld dat werd ontwikkeld door Wärneryd. In navolging van Wärneryd wordt gesteld dat de psychologische dimensies van ondernemerschap kunnen worden samengevat in een drietal hoofddimensies die zich elk langs een continuüm bewegen en die kunnen leiden tot ondernemend gedrag.

Het betreft hier het zoeken naar nieuwigheid, de beoordeling van handelbare risico's en kansen en doelbewustheid van gedrag.

Bij deze samenhangende psychologische dimensies van ondernemerschap blijkt een opmerkelijke analogie te bestaan met de samenhangende elementen van de economische functie van ondernemerschap.

Ad iii Venture capital

Het doel van onderzoek betreft in dit geval beeldvorming van achtergronden van venture capital alsmede het in kaart brengen van de verschillende wijzen waarop participatiemaatschappijen trachten invloed uit te oefenen op de gang van zaken bij hun participaties.

Allereerst wordt in Hoofdstuk IV afgeleid, dat venture capital in haar oorspronkelijke vorm een assurantie betreft in een bijzondere verschijningsvorm.

Bij de redengevende definiëring blijkt aandelenvermogen als vorm van venture capital te voldoen aan de cultuur-historische normen die vanuit zowel de Islam, het Christendom als het Jodendom aan (bedrijfs-) financiering ten grondslag liggen. De vorm van venture capital daarentegen waar-bij middels (achtergestelde) leningen tegen een rente-tarief financiering aan ondernemingen wordt verstrekt, blijkt met de redengevende definiëring van venture capital en de daarbij behorende cultuur-historische (rente)normen in conflict.

Bij de pragmatische definitie van het venture capital begrip werd gekozen voor een procesmatige invalshoek. Venture capital wordt daarbij gedefinieerd als het proces waarbij een specifiek daartoe opgerichte organisatie door deelname in het ondernemend vermogen van door haar als kansrijk ingeschatte ondernemingen tracht om een, aan de doorgaans door haar te lopen financiële risico's gerelateerd rendement te verwezenlijken.

Uit literatuur-onderzoek blijkt dat de Pecking-Order theorie van Myers van toepassing is op de financierings-voorkeur van ondernemers, waarbij geconstateerd wordt dat door ondernemers in het algemeen eerst dan een beroep op venture capital zal worden gedaan nadat vergeefs een beroep is gedaan op diverse andere financieringsmogelijkheden. Bij een beroep op venture capital gaat de voorkeur van ondernemers uit naar achtergestelde leningen, terwijl financiering door middel van aandelenvermogen het minst gewenst blijkt. Dit fenomeen wordt ook wel de envy factor of envy ratio genoemd, vooral in relatie tot financieringsconstructies bij zogenaamde Management Buy-Out situaties. Een toename van de envy-factor betekent dat er meer gebruik wordt gemaakt van achtergesteld vermogen.

Naar de toepassing van invloedmechanismen door participatiemaatschappijen, werd een verkennende enquête uitgevoerd onder investment-managers in dienst van Nederlandse participatie-maatschappijen. De doelstelling daarbij was om, mede in verband met het afsluitend empirisch gedeelte van dit onderzoek, inzicht te krijgen in het gebruik van stuurmechanismen door participatiemaatschappijen. Er blijkt onderscheid te kunnen worden gemaakt tussen actieve en passieve stuurmechanismen.

Passieve stuurmechanismen worden gedefinieerd als contractuele afspraken met een slapend karakter zoals samenstelling RvC, geheimhoudingsverklaring, gevolgen van inbreuk op garanties, het niet nakomen van verplichtingen, bepalingen met betrekking tot geschillenbeslechting en rechtskeuze, antiverwaterings-clausule, terugkoopformule, aanbiedingsplicht en nabetalings-regeling.

Contractueel overeengekomen stuurmechanismen met een actief of doorlopend karakter ondersteunen de beheertaak van de investment-managers. Het betreft hier met name deelname aan de RvC en aandeelhoudersvergaderingen, periodiek overleg, informatie uitwisseling en tenslotte informeel overleg.

Aan informeel overleg wordt door de geënquêteerde investment-managers evenveel waarde gehecht als aan formele stuurmechanismen. De informatie die door de investment-managers bij de beheertaak wordt gebruikt, is in zeer belangrijke mate gebaseerd op zowel periodieke gegevens die op maand- of kwartaalbasis door de participaties ter beschikking worden gesteld, als op gegevens uit met name speciale onderzoeken door brancheverenigingen en bancaire instellingen. Deze informatie wordt aangevuld door middel van met name informele gesprekken in de 'wandelingen'.

Naast financiële gegevens maakt men bij de beheertaak gebruik van operationele gegevens met betrekking tot markt, personeel en produktie. De beheertaak bij participatiemaatschappijen blijkt bij goedlopende participaties een tijdsbeslag van gemiddeld 50 uur per jaar te vergen, terwijl een slechtlopende onderneming in portefeuille het vijfvoudige daarvan aan tijd vraagt. Een niet-ingevulde behoefte blijkt er bij de investment-managers te bestaan aan gegevens die kunnen helpen bij het verkrijgen van inzicht in wat managers van participaties beweegt en waarmee de capaciteiten van dit management en het functioneren ervan kunnen worden beoordeeld.

4.3 Bijdrage aan de theorie en de praktijk

Aan het onderzoek waren de volgende doelstellingen verbonden:

iWetenschappelijk

Het aanreiken van een model van ondernemerschap met behulp waarvan onderzoeks-resultaten samenhangend kunnen worden verankerd als een basis voor de ontwikkeling van een algemene theorie betreffende ondernemerschap.

iiMaatschappelijk

Het verstrekken van inzicht in samenhangende aspecten van ondernemerschap in het licht van het belang van werkgelegenheid.

iiiPraktisch

Het aanreiken van een instrument aan o.a. vermogenverschaffers voor het inzichtelijk maken van de samenhangende bedrijfseconomische prestatie van hun portfolio-ondernemingen en de wijzen waarop invloed op deze prestatie kan worden uitgeoefend.

Om de wetenschappelijk en praktische bijdrage van het onderzoek vast te kunnen stellen, wordt hieronder nagegaan in hoeverre de doelstellingen zijn verwezenlijkt.

Ad i: Wetenschappelijke bijdrage

Om de wetenschappelijke bijdrage vast te stellen, wordt een onderscheid aangebracht tussen de bijdrage in termen van concepten, methoden en technieken en applicaties. De wetenschappelijke bijdrage van het onderzoek wordt in Figuur 6 samengevat.

Figuur 6. Wetenschappelijke bijdrage van het onderzoek

	<i>Replica</i>	<i>Extensie</i>	<i>Vernieuwing</i>
<i>Concept</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>
<i>Methoden & technieken</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Nee</i>
<i>Applicatie</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>

Conceptueel:

De conceptuele bijdrage concentreert zich op vier belangrijke punten.

Ten eerste is vanuit historisch perspectief, op basis van de meest onderscheidende rollen zoals die in de ondernemerschapstheorie aan de ondernemer worden toebedacht, de economische functie van ondernemerschap samengevat in de samenhangende termen visie/innovatie, risico/onzekerheid en leidinggeven/rentmeesterschap.

Ten tweede is door nadere definiëring van het ondernemerschapsbegrip in zowel de psycho-logische termen van het door Wärneryd ontwikkelde procesmatig psychologisch model van ondernemerschap als in termen van de hiervoor aangegeven economische functies van ondernemerschap, een brug geslagen tussen de economische en psychologische onderzoeksbenaderingen op het gebied van ondernemerschap.

Ten derde is op basis van bestaande kasstroom begrippen een samenhangend kasstroom systeem ontwikkeld dat in combinatie met meer-perioden metingen bij de uitgevoerde case-studies een goed inzicht blijkt te geven in de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen. Ten vierde is een koppeling aangebracht tussen dit kasstroom analyse systeem en de eerder gedefinieerde samenhangende termen van de economische functie van ondernemerschap. Hierdoor is een nieuwe verbinding gemaakt tussen economische theorie en praktijk. Op basis van het voor-gaande is een conceptueel ondernemerschapmodel ontwikkeld dat kan dienen als een raamwerk voor het verankeren van onderzoeksresultaten op het gebied van ondernemerschap.

Methoden en technieken:

De wetenschappelijke bijdrage op het gebied van methoden en technieken is beperkt van aard. Bij de empirische gedeelten van het onderzoek werd gebruik gemaakt van bestaande methoden, n.l. enquête-onderzoek en case-studie onderzoek. Aan deze methoden is in het onderzoek niets toegevoegd. Wel kan als extensie van bestaande methodieken, het toepassingsgebruik van het kasstroom-analyse systeem (KAS) worden aangegeven. Een meer-perioden weergave van samenhangende kasstroomgegevens middels KAS blijkt een verbeterd inzicht te geven in de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen. Het ontwerp van KAS voldoet daarbij aan de ontwerpparameters zoals die gelden voor een beheerst proces. Daarnaast blijkt KAS in principe te kunnen worden gebruikt als voorspellend model in de zin van het kunnen evalueren van de consequenties van voorgenomen correctieve acties.

Applicatie:

De wetenschappelijke bijdrage in termen van applicaties ligt in de eerste plaats in de toepassing van het ondernemerschapmodel als raamwerk voor het verankeren van bestaand en toekomstig onderzoek naar psychologische en bedrijfseconomische aspecten van ondernemerschap. Een tweede toepassing van het ontwikkelde ondernemerschapmodel betreft het gebruik als instrument voor het analyseren van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen.

Ad ii: Maatschappelijke bijdrage

Het onderzoek dat middels case-studies werd uitgevoerd betrof enerzijds een middelgrote Nederlandse onderneming die failliet ging ondanks een reeks van stuurmaatregelen die werden getroffen en anderzijds een middelgrote Nederlandse onderneming waar, bij signalen van dreigende discontinuïteit, stuurmaatregelen werden getroffen die, althans tijdelijk, zorgden voor een verbeterd toekomstperspectief. Geconstateerd werd dat voor continuïteit en groei van ondernemingen, naast beheersbare financiële risico's, een zekere evenwicht dient te bestaan tussen de economische functie-aspecten visie/innovatie en die van leidinggeven/ rentmeester-schap. Tegen deze achtergrond levert dit onderzoek een bijdrage aan het inzichtelijk maken van samenhangende aspecten van ondernemerschap die kunnen leiden tot groei, instandhouding of verlies van werkgelegenheid.

Ad iii: Praktische bijdrage

De praktische bijdrage van dit onderzoek ligt in de ontwikkeling van een meetinstrument dat vanuit het oogpunt van bijvoorbeeld vermogenverschaffers en toezichhouders van ondernemingen (zoals investment-managers van participatiemaatschappijen) praktisch toepasbaar en hanteerbaar is. Het instrument kan worden gebruikt om de levensvatbaarheidsstructuur van ondernemingen in kaart te brengen en om het effect van te nemen correctieve acties te analyseren.

1. Inleiding

Du must glauben, du must wagen,
denn die Götter leih'n kein Pfand;
Nur ein Wunder kann dich tragen
In das schöne Wunderland.

Schiller¹

In dit hoofdstuk wordt de eerste van de in § 2.2 van Hoofdstuk I aangegeven onderzoeksvragen worden behandeld. De desbetreffende vraag en het onderzoeksdoel bij deze vraag luiden:

"Wat is bedrijfseconomische prestatie van een onderneming en hoe kan die prestatie worden gemeten? Het onderzoeksdoel bij deze vraag betreft de ontwikkeling van een systeem voor het meten en analyseren van de bedrijfs-economische prestatie van ondernemingen."

Als vertrekpunt voor een dergelijke ontwikkeling dient een nadere begripsverkenning van de in deze subdoelstelling genoemde 'bedrijfseconomische prestatie van een onderneming'.

Waar het begrip economie staat voor 'staathuishoudkunde', geldt als synoniem voor het begrip bedrijfseconomie de term 'bedrijfshuishoudkunde' zijnde de leer of kennis van het beheer van ondernemingen (ook wel bedrijfshuishoudingen genaamd). De uitdrukking 'bedrijfseconomische prestatie van een onderneming' kan in het verlengde hiervan worden uitgelegd als de prestatie die is verbonden aan het beheer van een bepaalde onderneming.

Uit onderzoek door De With en Van der Woerd (1996) onder aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen blijkt dat vrijwel alle ondernemingen gebruik maken van twee typen prestatie maatstaven, namelijk op resultaat gebaseerde maatstaven en andere maatstaven.

Bij de op resultaat gebaseerde maatstaven in Nederland blijkt dat tweederde van de door De With en Van der Woerd geënquêteerde ondernemingen gebruik maken van de zogenaamde Return On Investment (ROI) maatstaf. Daarnaast wordt ook veel gebruik gemaakt van een absoluut winstbedrag als prestatie maatstaf (bij ruim 54% van de geënquêteerde ondernemingen). Bij de andere maatstaven die worden gebruikt, scoren op marktpositie gebaseerde maatstaven (65,3%) en op cash flow gebaseerde maatstaven (63,9%) het hoogst, terwijl maatstaven die zijn gebaseerd op produktiviteit (38,9%), klanttevredenheid (36,1%) en kwaliteit (25%) minder vaak blijken te worden toegepast. Dat deze onderzoeksresultaten van De With en Van der Woerd niet zonder meer een beeld geven van prestatie meting zoals dat in het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) plaatsvindt moge duidelijk zijn, maar dit neemt niet weg dat ook in deze groep bedrijven gebruik gemaakt wordt van (combinaties van) dezelfde typen prestatie maatstaven.

Gelet op de in § 2.4 van Hoofdstuk I aangegeven begrenzings, worden bij de beantwoording van de hierboven genoemde onderzoeksvraag de niet-financiële prestatie maatstaven buiten beschouwing gelaten. Gekozen wordt verder voor een procesmatige benadering, een benadering die is gericht op de ontwikkelings(voort)gang van ondernemingen.

1. 1875, p. 166

2. Financieel management proces

Een strategie is een homogeen, alomvattend en samenhangend stel beslissingen om zeker te stellen dat herbevestigde of nieuwe doelstellingen worden bereikt.

Kreiken²

Bilderbeek, Roozenburg en Vijge (1986, p. 163 e.v.) geven in navolging van Kreiken (in: Bilderbeek e.a. 1982) aan dat de taak van management kan worden bepaald door drie 'dimensies', namelijk een dimensie van 'ruimte', een dimensie van 'tijd', en een dimensie van 'waarden'.

Onder de ruimtelijke dimensie worden de grenzen verstaan van het systeem dat wordt bestuurd; het zijn de waarneembare, de gewenste, en soms zelfs meetbare grenzen van het bestuurd geheel.³ Een tweede hoofdaspect van de ruimtelijke dimensie van management betreft de optimale omvang van het systeem voor het bereiken van zijn doel. Dit aspect kan vanuit allerlei invalshoeken worden benaderd, zoals vanuit het gezichtspunt der machtsontwikkeling, vanuit dat van de motivatie van het personeel, vanuit dat der fabricage voor- en nadelen, vanuit de marketing (de invloed op consumentenkeuze en gedrag) en vanuit rendementsoverwegingen. Deze invalshoeken behoren volgens Bilderbeek, Roozenburg en Vijge allemaal betrokken te worden op een meer fundamenteel verschijnsel waarbij een systeem kan worden beschouwd als een geheel van onderdelen die door interactie en/of interdependentie met elkaar verbonden zijn.

De tweede fundamentele dimensie van de managementtaak betreft de tijdsdimensie. Het betreft hier het tijdsvolgordelijke proces van doelstelling, planning, organisatie en controle, zowel in korte, middellange als lange tijdscycli. In de managementliteratuur wordt in dit verband gesproken van het management-proces waarbij volgens Bilderbeek, Roozenburg en Vijge velen deze dimensie beschouwen als de kern van het managementvak; het betreft hier in wezen het beslissingsproces.



De waardedimensie tenslotte is ontleend aan menselijke en maatschappelijke waardenpatronen, die een stimulerende dan wel een correctieve invloed kunnen hebben op de dimensies van systeemruimte en tijd.

De meer belangrijke bestuurlijke beslissingen behoren volgens Bilderbeek, Roozenburg en Vijge een aantal 'fasen' te doorlopen. Deze fasen zijn in Overzicht 1 weergegeven.

2. J. Kreiken, rede Internationaal Management Symposium in Sankt Gallen, 1979.

3. "Lange tijd hield de bestuurlijke grens van het systeem, of laten we thans zeggen het bedrijf, op bij de fabriekspoort. Management was gericht op productie. Arbeid, grondstoffen, afzetmarkt en financiering waren gegevens, en aan zaken als milieu en omgeving werd nauwelijks gedacht. Zowel in de literatuur van management als in de praktijk werden die grenzen allengs wijder getrokken. Invloed op de grond-stoffenaanvoer, zo ook afzetmarkten, werd van belang geacht, en in de 19e en 20e eeuw werd deze invloed onder politieke bescherming (koloniën, 'empire') verschaft. De handel volgde 'de vlag'. Toch bleven deze invloeden primair buiten de directe aandachtssfeer van het bestuur van ondernemingen. Opnieuw gesteld: zij waren externe data, en toen later deze gegevens wegvielen, bleken vele ondernemingen niet meer in staat een 'eigen' markt op te bouwen. De opkomst van het moderne marketing-management is in feite de uitbreiding van de grenzen van het managementsysteem tot buiten de fabriekspoort....Het marketingconcept, de gedachte aan herkenbare, afpaalbare 'marktsegmenten', dat wil zeggen van groepen van gebruikers en verbruikers met een zelfde behoefte en communicatiepatroon, ontstond pas in de jaren 1950-1960....Een zelfde ontwikkeling deed zich voor ten aanzien van de arbeid. Door de opkomst van arbeidersmacht vooral in vakbondverband, van sociale wetgeving en door de hogere eisen van beroepsopleiding, in sommige tijden (bijvoorbeeld in Nederland van 1945-1965) nog aangevuld met arbeidsschaarste, leidde tot een sociale uitbreiding van het 'ruimtelijke' managementsysteem', aldus Bilderbeek, Roozenburg en Vijge.

Overzicht 1. Fasen van het beslissingsproces

- 
1. Het stellen van doelen, dat wil zeggen bepalen van datgene wat moet worden bereikt;
 2. Het formuleren van alternatieve wegen om dit doel te bereiken;
 3. Het doen van een keuze uit deze alternatieven, aan de hand van zinvolle criteria;
 4. Het maken van een 'plan' (planning in engere zin);
 5. Het opstellen van de middelen, het structureren van taken en faciliteiten, om het plan uit te voeren (het organiseren);
 6. Het scheppen van een voor ieder begrijpelijke communicatie ter wille van de uitvoering;
 7. Het scheppen van werkomstandigheden waarin de motivatie om het plan uit te voeren optimaal is;
 8. Het periodiek controleren of de uitvoering geschiedt conform het plan, en, op langere termijn, conform de doelstelling (de beheersing).
- 

Bron: Bilderbeek, Roozenburg en Vijge (1986, pp.167-168)

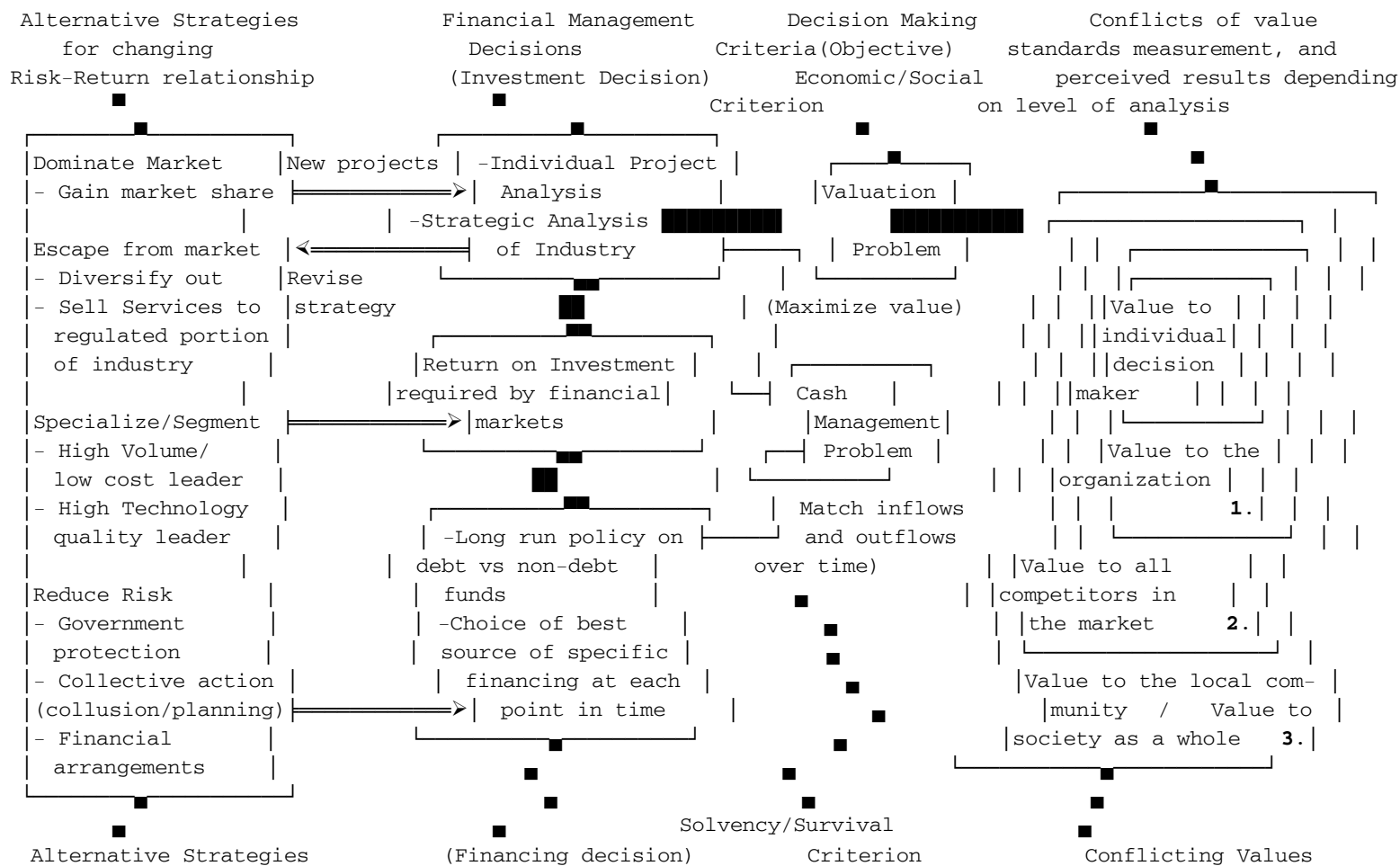
Een hier aangegeven logische volgorde van doel naar plan en naar controle en terugkoppeling veronderstelt dat middelen variabel zijn ten opzichte van het doel. Dit hoeft echter niet zo te zijn. Gesteld wordt dat door sociaal-politieke en andere, bijvoorbeeld financiële omstandigheden het zeer goed mogelijk is dat de 'organisatie' met haar mensen- en middelenstructuur (fase 5) een zodanig relatief vast gegeven is dat deze het uitgangspunt wordt en doelen (fase 1) variabel moeten worden gesteld. In de meeste gevallen is er een wisselwerking tussen de mate van variabiliteit van doelen en middelenstructuur waarbij het veelal van belang is om zich af te vragen in welk tijdsverband zich een vraag voordoet.⁴

De derde fase van het tijdsvolgordelijke proces van management wordt in Overzicht 1 omschreven als het doen van een keuze uit alternatieve wegen om een doel te bereiken, aan de hand van zinvolle criteria.

Criteria worden in principe ontleend aan doelstellingen, maar daarbij dienen ook de latere fasen van het management-proces te worden betrokken. De 'haalbaarheid', deels impliciet in de eerder genoemde goede bestuurlijke doelstelling (zie fase 1), is hier een voorbeeld van. Evenzeer is de mate van 'meetbaarheid' (zie fase 8) een vitaal criterium voor behoorlijk bestuur, dat wil zeggen ook voor een behoorlijke beslissing (Bilderbeek, Roozenburg en Vijge, 1986).

4. "Indien bijvoorbeeld een organisatievraagstuk zich aandient, is het zeer wel mogelijk dat de oplossing slechts kan worden gevonden door 'terug' te gaan naar fase 4, of zelfs naar 3 of 2. Een probleem van motivatie 7 kan zijn oorzaak vinden in 5 dan wel in 4, zelfs in 1", aldus Bilderbeek, Roozenburg en Vijge.

Figuur 1. Financieel management proces



1. Organizational behaviour and Management Accounting
2. Competitive Economics
3. Regulation and the Political Process

Bron:(Afgeleid van) Silvers (1990, p.10)

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk werd aangegeven, maken veel ondernemingen in Nederland gebruik van een ROI maatstaf. Uit Figuur 1 blijkt de door de financiële markten vereiste ROI een belangrijk element vormt bij investeringsbeslissingen. De keuze van de wijze waarop de investeringen op enig moment zo optimaal mogelijk gefinancierd worden, is, naast het plegen van de investeringen en de daaruit voortvloeiende kasstromen, mede bepalend voor het verloop van de kasgeld-cyclus. Deze cyclus betreft de continuïteit van de onderneming en de mate waarin verantwoorde groei⁵ kan plaatsvinden.

Bij het 'valuation problem' in Figuur 1 geldt van welk standpunt uit wordt gekeken, hoe de prestatie wordt gemeten en hoe de gegenereerde waarde verdeeld wordt. Verschil in definiëring van het waardebegrip speelt daarbij een rol. Dit komt met name tot uitdrukking bij de bepaling van boekhoudkundige versus bedrijfseconomische waarde. In de boekhoudkunde wordt waarden opgevat als het vaststellen van een geldbedrag dat equivalent wordt geacht aan de betrokken goederen en rechten (Bouma, 1991, pp.33-36). Volgens Vijge (1992, p.17) zullen bij de vaststelling van de transitoria en de voorraadwaardering onvermijdelijk subjectieve elementen optreden bij de winst- en vermogensbepaling⁶. Om deze reden is een objectieve winst- en vermogensbepaling slechts benaderbaar.⁷

5. Naast interne (doorgaans geleidelijke) groei is het in principe voor een onderneming mogelijk om door middel van externe diversificatie een sprongsgewijze groei te bewerkstelligen. De externe diversificatie kent als hoofdvormen de concentrische en de conglomeratieve diversificatie. Bij de eerste vorm vindt overname of fusie plaats van bedrijven met verwante producten dan wel markten. Bij de als het ware uit een beleggershouding te verklaren conglomeratieve diversificatie is er geen verwantschap tussen producten en/of markten (Bilderbeek, Roozenburg en Vijge, 1986, p.178).

6. De verschillende stelsels die zijn ontwikkeld met als doel tot winst- en vermogensbepaling te komen, kunnen in twee hoofdbenaderingen worden onderscheiden, nl. het 'nominalisme' en het 'substantialisme'. Vijge (1992, p. 23) geeft aan dat de nominalistische opvatting op de instandhouding van het nominale vermogen berust (het door de vermogensverschaffers gestorte geldbedrag). "In het nominalisme wordt geen rekening gehouden met de gevolgen van prijswijzigingen voor kostencalculatie en winstbepaling, men karakteriseert dit wel eens als de *gulden is gulden*-theorie. Winst is het verschil tussen de opbrengsten van een periode en historische kosten van de opgeofferde produktiemiddelen (uitgaafprijzen). De berekende winst kan in principe worden uitgekeerd, zonder aantasting van het nominale vermogen.....De verschillende stelsels, welke wel op enigerlei wijze voor materiële activa rekening houden met de gevolgen van specifieke prijswijzigingen voor winst- en vermogensbepaling, vat men wel samen onder de term *substantialisme*. De monetaire activa (kas, bank, giro en debiteuren) blijven gewoonlijk buiten beschouwing. In het substantialisme is eerst sprake van winst nadat een op *enigerlei wijze* bepaald goederenkwantum (substantie) in stand is gehouden....Recentelijk gaat het begrip substantialisme meer en meer op in het ruimere begrip '*inflation accounting*'. Tot '*inflation accounting*' worden dan alle stelsels gerekend, die de gevolgen van prijsfluctuaties (algemene dan wel specifieke) op enigerlei wijze in de jaarrekening verwerken."

7. Th. Limperg jr. (in: Limperg Th. jr. en G.L. Groeneveld, 1979, pp.97-98) stelt dat de economische functie van de jaarrekening en de balans de vaststelling is van de grootte van het inkomen, welk gegeven volstrekt nodig is om een rationeel handelende producent de grootte van het inkomen, dat hij mag verteren, te doen kennen. "De kennis van het vermogen kan nuttig zijn, maar volstrekt nodig is ze niet. Wel doet de balans in de jaarrekening tegelijkertijd dienst voor het afleggen van rekening en verantwoording, voor het voldoen aan b.v. contractuele of wettelijke voorschriften, maar dit zijn uit economisch gezichtspunt tegen de zoëven aangewezen functie slechts bijkomstige en incidentele, hoezeer ook nuttige en rationele, diensten. De vaststelling van de winst is daarentegen volstrekt en algemeen nodig. Door welk hulpmiddel die functie wordt vervuld is bijzaak; zij kan zowel door de winstrekening als door de balans worden vervuld, doch het is gebruikelijk, dat beide tezamen worden gebruikt. Welk van beide hier in aanmerking komende hulpmiddelen wij ook zouden gebruiken, het probleem, de waardebepaling, zou hetzelfde blijven, al zou het formeel ook anders gesteld worden. Wettelijke voorschriften, boekhoudkundige regels, contractuele bepalingen omtrent de samenstelling van de balans en in het bijzonder omtrent de waardebepaling hebben voor ons probleem in beginsel geen beslissende betekenis.

Zij hebben waarde voor vergelijkende studie en als onderwerp van kritiek.....Welke factoren bepalen de waarde van de productiemiddelen ten behoeve van de samenstelling van de balans als middel ter bepaling van de grootte van het inkomen uit het bedrijf gevormd in het met de balans afgesloten tijdperk? Aldus blijkt het te zijn een onderdeel van of samen te vallen met dat andere probleem: welke factoren bepalen de grootte van de winst van een bepaald tijdperk in het leven van een bedrijfshuishouding, met name van het tijdperk tussen twee balansopstellingen?.....Het probleem zoals hierboven gesteld omvat ook het passief van de balans. Het klinkt wat vreemd te spreken van 'waardebepaling' van schulden, maar in waarheid

Vijge stelt verder, dat de in de literatuur voorkomende tegenstelling tussen het 'Accounting concept of profit' versus het 'Economic concept of profit' voornamelijk berust op het verschil in opvatting over de mogelijkheid de winst van een periode rechtstreeks uit de geregistreerde comptabele informatie te bepalen. In het 'accounting concept of profit' geschiedt de winstbepaling primair aan de hand van de historische financieel administratieve vastleggingen en toepassing van een aantal uitgangspunten⁸ die gebruikelijk in een jaarrekening worden opgenomen tenzij in die jaarrekening het tegendeel is vermeld. "Men noemde om deze redenen de methode wel objectief, beter is wellicht, gezien de onvermijdelijke schattingen bij elke winst-bepaling, de aanduiding neutraal", aldus Vijge.

Bij het sociaal-economisch winstbegrip is volgens Vijge de winst het bedrag dat aan het einde van de periode aanwezig is boven de aanvankelijke kapitaalwaarde.

"De kapitaalwaarde van de onderneming wordt hierbij, gegeven de (subjectief gekozen) interestvoet, afgeleid uit de verwachte ontvangsten- en uitgavenstromen van de organisatie..... Dit sociaal-economische winstbegrip is sterk subjectief gericht en had in de externe jaarverslaggeving weinig invloed tot het midden van de jaren tachtig. Recentelijk zijn er aanwijzingen dat er een zekere mixture zal ontstaan tussen het 'accounting en 'economic concept of profit (income)', aldus Vijge. Dergelijke aanwijzingen zijn o.a. te vinden in de recentelijk verhoogde belangstelling in de waardering van merken en uitgaverechten (Zie bijvoorbeeld ook: R. Sman, 1992).

Samengevat kan gesteld worden, dat de waardeontwikkeling van een onderneming als onderdeel van het financieel management proces niet objectief is vast te stellen aan de hand van financiële berekeningen. Het in beschouwing nemen van een (deels) subjectief vastgestelde waardeontwikkeling als prestatie-maatstaf voor een onderneming lijkt niet erg opportuun, wanneer gelet wordt op de 'cash-flow' cyclus die bepalend is voor de continuïteit van een onderneming (en de mate waarin verantwoorde groei kan plaatsvinden). Anders gezegd: een concentratie op kasstromen lijkt verkiesbaar boven die op winst.

is het probleem van de bepaling der grootte van de schulden geen ander dan dat van de waardebepaling van het actief."

8. Vijge geeft daarbij de twaalf volgende punten aan: Continuïteit, bestendigheid, toerekening of accrual, matching, voorzichtigheid, realiteitsbeginsel, materiality (relatieve betekenis), materiële betekenis, doelmatige rubricering, voldoende toelichting (disclosure), tijdigheid in de berichtgeving, streven naar objectiviteit (betrouwbaarheid in de berichtgeving). Voor een nadere verklaring van deze punten, zie Vijge (1992, pp. 15-18).

3. Prestatie meetsystemen

Humility is the way to permanent success.

I Ching⁹

3.1 Begripsverkenning

Het Nederlandse begrip prestatie en het Engelse synoniem 'performance' worden o.a. verklaard als: verrichting, vervulling, uitvoering, nakoming, voorstelling (zie bijvoorbeeld: Kramer's Nederlands woordenboek en Longman dictionary of contemporary English). Hieruit blijkt dat noch de kwaliteit noch de kwantiteit noch de soort van de verrichting deel uitmaken van het begrip prestatie.

Om een bepaalde prestatie te meten dienen daarom de specifieke aspecten welke bij deze bepaalde prestatie horen, gedefinieerd te worden en maatstaven aangelegd te worden.

Instandhouding is bij economische activiteiten een belangrijk proces teneinde werkgelegenheid en het daaruit voortvloeiende inkomen te bestendigen.

In de bedrijfseconomie geldt dat winstgevendheid de basis is van voortdurende levensvatbaarheid om redenen dat, indien winsten niet gegeneerd worden vanuit het geïnvesteerde vermogen, het nauwelijks aantrekkelijk zal zijn om de investering te continueren, laat staan additionele investeringen te plegen (zie bijvoorbeeld ook: Brech, 1972, p.21).

Aaker (1995, p.135) stelt dienaangaande: "The ultimate "bottom-line" test of performance for a business as well as corporation is profitability, which reflects the market viability of the product line and the ability to produce competitively. Profits provide the basis for internally or externally generated capital needed to pursue growth strategies, to replace obsolete plants and equipment¹⁰, and to absorb market risk. In addition, profitability objectives at least appear to be specific and easily measured. As a result it is not surprising that they are so widely used".

Geredeneerd vanuit de continuïteitsgedachte van een onderneming kan in het verlengde van de vorige paragraaf worden gesteld dat terzake van het criterium van winstgevendheid, de beoordeling van ondernemings-prestaties zich bij voorkeur dient te richten op determinanten van de 'cash-flow' cyclus en niet op boekhoudkundige criteria.

Economische waarde wordt volgens Stern (1988, pp. 356-357) bepaald door de wisselwerking tussen cash-rendementen en het risico dat wordt gelopen. "In vele opzichten begrepen de oude kruideniers dit allemaal het best. Waar het om gaat, is hoeveel geld er aan het eind van de dag in de kassa zit, in verhouding tot het gelopen risico. Een terugkeer tot de fundamente van kasgeld en risico zal het beslissingsproces van ondernemingsleidingen aanzienlijk kunnen verbeteren, ongeacht de omvang van de bedrijven. De sleutel ligt in het aanleggen van criteria die deze beginselen weerspiegelen", aldus Stern.

Uitgaande van de continuïteitsgedachte, zullen deze criteria naast korte termijn aspecten, ook duidelijk rekening dienen te houden met middellange en lange termijn aspecten. Dit is in over-eenstemming met het 'solvency/survival criterion' in het model van het financieel management proces en met de drie dimensies van de taak van het management zoals hiervoor in paragraaf 2 werd aangegeven. Daarbij geldt dat de inkomende en uitgaande kasstromen als functie van de tijd minimaal met elkaar in evenwicht dienen te zijn.

9. Legge J (transl.), 1980, XV The Khien Hexagram, pp. 89-90

10. Theoretisch niet uit de winst, doch uit de kasstroom gefinancierd.

3.2 Prestatiemeting

Het hiervoor aangegeven proces, het vanuit de continuïteitsgedachte in balans brengen van uitgaande en binnenkomende kasstromen, valt binnen de door Anthony (1986, p.17) gegeven definitie van 'management control'. "Management control is the process by which managers assure that resources are obtained and used effectively and efficiently in the accomplishment of the organization's objectives", aldus Anthony. Erpecum en Van der Meer-Kooistra (1987, p.250) stellen dat uit deze definitie van Anthony blijkt, dat de middelen bij het verkrijgen van en de aanwending in het transformatieproces beheerst moeten worden en dat er van beheersing sprake is, indien dit doeltreffend en doelmatig geschiedt. De doeltreffendheid en doelmatigheid van de allocatie van de middelen dient daarbij gerelateerd te worden aan de doelstellingen van de onderneming. Het beheersen is daarbij gericht op het bereiken van een gewenste situatie.

Parker, Ferris en Otley (1989, p.47) geven aan dat aan de volgende vier noodzakelijke voorwaarden moet zijn voldaan wil er sprake zijn van een beheerst proces:

1. Er moeten doelstellingen geformuleerd zijn omtrent het te beheersen proces;
2. De output van het te beheersen proces moet meetbaar zijn in dezelfde dimensies als waarin de doelstellingen zijn geformuleerd. Dit maakt een vergelijking mogelijk tussen het werkelijk bereikte en de geformuleerde doelstellingen;
3. Vereist is een voorspellend model van het te beheersen proces. Dit maakt vaststelling mogelijk van de oorzaken wanneer gefaald wordt bij het bereiken van een doel, en, nog belangrijker, het voorspellend model stelt in staat mogelijke consequenties van correctieve acties te evalueren;
4. Het moet mogelijk zijn om acties ter correctie te nemen, de mogelijkheid om de afwijking tussen de werkelijke prestatie en de gewenste prestatie te reduceren, moet aanwezig zijn.

Wanneer we een onderneming in zijn geheel beschouwen, zal de uitvoering van de plannen gecontroleerd dienen te worden aan de hand van voor de onderneming als geheel gestelde normen die, zoals we eerder in dit hoofdstuk zagen, minimaal in overeenstemming dienen te zijn met het in figuur 1 aangegeven 'survival criterion'.

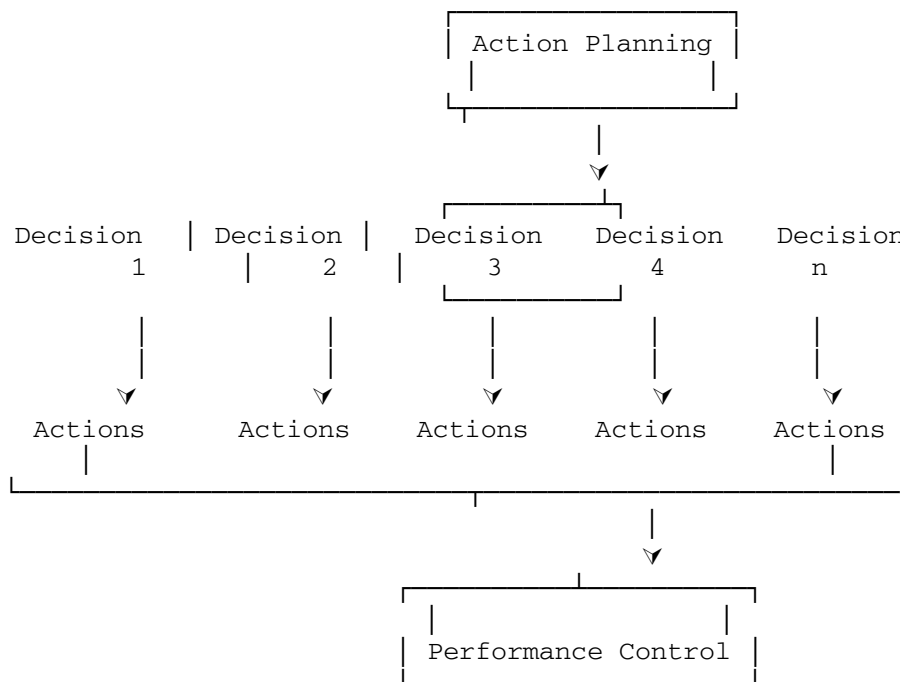
Bij nadere beschouwing van ondernemingen blijkt dat er een complexiteit van normen geldt, waarvan de onderlinge samenhang lang niet altijd duidelijk is. Er zijn reeds vele pogingen gedaan deze normen in een bepaalde samenhang vast te leggen om zodoende tot een centrale hoofd-norm te komen waaraan de totale prestatie van een onderneming getoetst kan worden.

In abstracte zin: De ultieme functie van het (top) management is, dat zij een organisatie, bestaande uit menselijke talenten en materiële middelen, die doelen laat realiseren, waaraan die organisatie haar maatschappelijke reden (*raison d'être*) van bestaan ontleent (zie oratie Bilder-beek, maart 1980).

Volgens Minzberg (1983, pp.73-74) is het doel van een plan een gewenste output -een norm- te specificeren op een toekomstig tijdstip. En het doel van controle is in te schatten of al dan niet die norm is gehaald. Er kan geen beheersing zijn zonder voorafgaande planning, en plannen verliezen hun invloed zonder een voortgangscontrole. Gezamenlijk reguleren plannen en controle de prestatie en, indirect, ook gedrag, aldus Minzberg.

Minzberg onderscheidt twee fundamenteel verschillende soorten van planning en beheersings-systemen, één die zich richt op de regulatie van de totale prestatie en de ander die specifieke acties tracht te bereiken. Deze twee soorten van planning en beheersing zijn in figuur 2 weergegeven.

Figuur 2. The relationships between decisions and action planning and performance control



Bron:Minzberg (1983, p.74)

De in Figuur 2 aangegeven uitdrukking 'Performance Control' wordt door Minzberg gezien als onderdeel van een continuüm van toenemende regulering, als volgt aangeduid:

1. *Performance control* imposes general performance standards over a period of time, with no reference to specific actions.
2. *Action planning* imposes specific decisions and actions to be carried out at specific points in time.
3. *Behavior formalization* imposes the means by which decisions and actions are to be carried out.

Dit door Minzberg aangegeven continuüm komt in hoofdlijnen overeen met het in Figuur 3 weergegeven algemeen besturingssysteem uit de systeemleer. (Zie ook: Van Dalen, 1989).

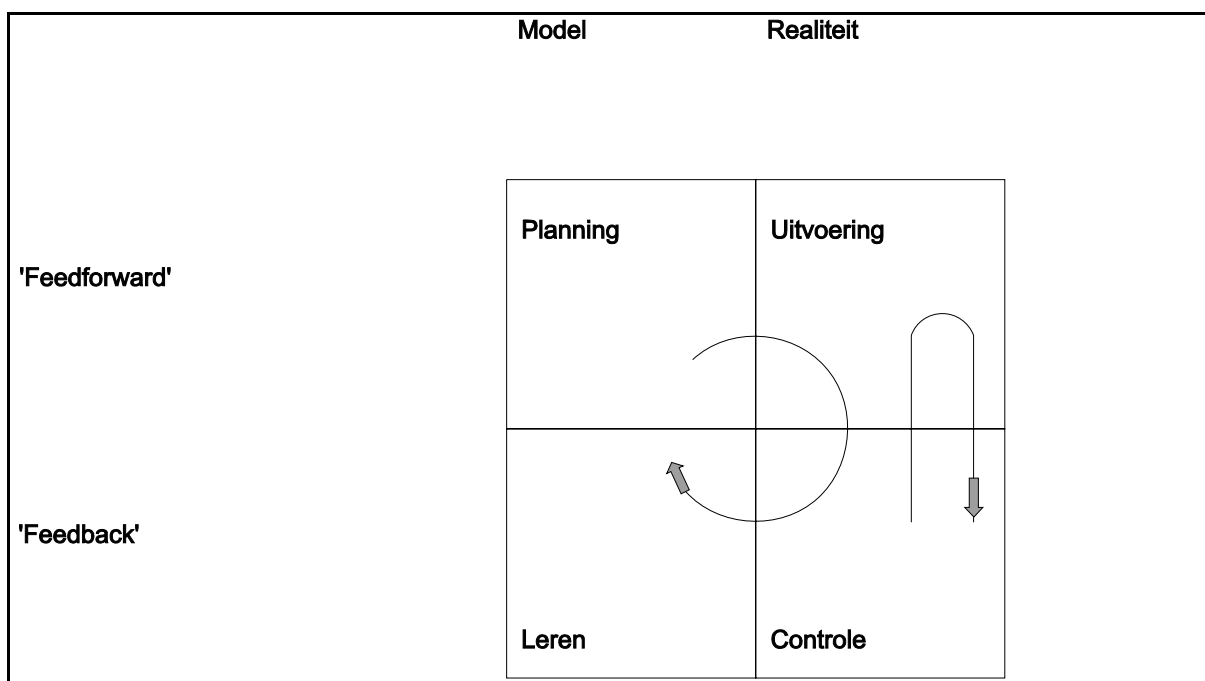
Uit dit systeem blijkt dat planning en controle duidelijk niet weg te denken onderdelen vormen in het beheersingsproces.

Controle bestaat uit de vergelijking tussen het uitvoeringsresultaat en de voor dit resultaat gestelde norm. De mate waarin dit uitvoeringsresultaat aan de norm voldoet, bepaalt de ge-leverde prestatie.

Het proces dat uiteindelijk moet leiden tot de keuze van een methode voor het meten van de prestatie van een onderneming bestaat in principe uit een vijftal onderling afhankelijke stappen (zie ook: Horngren en Foster, 1997, p.870), te weten:

1. Keuze van een prestatie-maatstaf welke de (hoofd)doelstelling(en) van de onderneming reflecteert;
2. Definitiekeuzes van onderwerpen zoals opbrengsten en investeringen;
3. Keuze van een systeem van meting;
4. Bepaling van de normen welke van toepassing zouden moeten zijn;
5. Vaststelling van het benodigde tijdsinterval van terugkoppeling.

Figuur 3. Algemeen besturingssysteem



Om inzicht te verkrijgen in het onderscheid tussen ontwikkelingen als gevolg van externe factoren, die in grote mate voor alle ondernemingen binnen de bedrijfstak gelden, en ontwikkelingen ten gevolge van het individuele handelen van de betreffende onderneming, verdient het de voorkeur om, indien mogelijk, een tweetal analysemethoden te combineren. Daarbij kan gebruik gemaakt worden van kengetallen of ratio's die relevant geachte grootheden dan wel verhoudingen tussen dergelijke grootheden weergeven. Naast methoden waarbij een historische vergelijking van kengetallen of ratio's van een onderneming - al dan niet opgesplitst in interne bedrijfsactiviteiten - plaatsvindt, kan een vergelijking met bedrijfstak-gemiddelden worden gehanteerd. Voor dit laatste kan in principe gebruik gemaakt worden van branche gegevens die met regelmaat gepubliceerd worden door het Centraal Bureau van de Statistiek (CBS) te Den Haag, waarbij tegelijk moet worden aangetekend dat bruikbare branche-gegevens van het CBS over het algemeen vertraagd ter beschikking komen.

Daarnaast zijn de gegevens vrij summier en kan de classificatie een probleem opleveren.

Meer uitgebreide branche-onderzoeken worden af en toe door enkele handelsbanken gepubliceerd. Een nadeel daarbij is dat dergelijke onderzoeken vrijwel volledig op ad hoc basis plaatsvinden, waarbij niet iedere branche regelmatig aan bod komt.

Twee min of meer praktisch functionele systemen die gebruikt worden om de prestatie van ondernemingen te meten op basis van een relatief groot bestand aan gegevens van andere ondernemingen, betreffen de hierna te behandelen systemen 'ERIN' en 'PIMS'.

3.3ERIN

ERIN staat voor ERBO INdicator. De gegevens over de ontwikkeling van bedrijfsresultaten, omzetten en investeringen die ERIN samenvat, komen van de ERBO, de jaarlijkse Enquête Regionale Bedrijfs-Ontwikkeling van de Kamers van Koophandel en Fabrieken in Nederland. Aan deze enquête¹¹ werken bijna 65.000 bedrijven mee: circa 20% van alle vestigingen in Nederland, verdeeld over vier onderscheiden grootteklassen (éénpersoonsondernemingen, kleine bedrijven met 2 tot 9 werknemers, middelgrote bedrijven met 10 tot 49 werknemers en grote bedrijven met 50 en meer werknemers) die tezamen 80% van de nationale werkgelegenheid bieden. De uiteenlopende bedrijfsgegevens worden zodanig bewerkt, dat een totaaloverzicht ontstaat: een samenvatting van ERBO-gegevens in één indicator van vitaliteit (Hoogkamer e.a., 1990). De wetenschappelijke achtergrond van de zgn. ERIN-beoordeling bestaat volgens Hoogkamer e.a. uit de toedeling van punten met betrekking tot drie aan ERIN ten grondslag liggende factoren. De puntentoedeling geschiedt daarbij op grond van statistisch-economische samenhangen die door uitgebreid onderzoek zijn gevonden. De basis van de indicator bestaat uit de variabelen: omzetontwikkeling, ontwikkeling van de netto-bedrijfsresultaten en ontwikkeling van de investeringen. Belangrijk is dat het hier gaat om een relatieve waardering die mede afhankelijk is van de desbetreffende bedrijfs- en grootteklasse, terwijl ook eventuele regionale invloeden in beschouwing kunnen worden genomen. De eerder aangegeven bezwaren die gelden voor het praktische gebruik van CBS gegevens, zijn ondanks het betrekken van investeringselementen in principe ook op ERIN van toepassing. Daarbij geldt dat met name als gevolg van het ontbreken in de ERIN berekeningen van factoren die de mogelijke risico's in de samenstelling van de financiële balans van de onderneming tot uitdrukking brengen, de ERIN-methode niet specifiek geëigend is om op positieve wijze bedrijfseconomische prestaties van ondernemingen te discrimineren. ERIN biedt daarentegen wel de praktische mogelijkheid om een onderneming d.m.v. één enkele - vrij eenvoudig berekenbare - indicator van vitaliteit te vergelijken met andere ondernemingen binnen de desbetreffende bedrijfstak, waardoor inzicht kan worden verkregen in het gevolg van externe factoren die in grote mate voor alle ondernemingen binnen de bedrijfstak gelden.

Alhoewel de jaarlijkse ERIN-publicatie daarbij slechts een beperkt gedetailleerde analyse biedt, kunnen de resultaten aanleiding zijn om nadere verklaringen te zoeken en verbanden te leggen.

11. Basis voor de ERBO-enquête is het Handelsregister, een bestand waarin vrijwel het gehele Nederlandse bedrijfsleven is opgenomen. In verband met het juridische karakter van dit register worden vooral zware selecties toegepast om alleen de echt werkzame en economisch relevante bedrijven te verkrijgen. De respons komt tot stand uit een steekproef die naar vier grootteklassen is gestratificeerd. Deze steekproef wordt afzonderlijk getrokken voor ieder van de 35 regio's van de Kamers van Koophandel en daarbinnen voor ieder van 25 ERBO-bedrijfsklassen (14 Industriële bedrijfsklassen plus 11 andere bedrijfsklassen zoals de bouwnijverheid, groothandel, transport en zakelijke diensten). De analyses van de afzonderlijke bedrijfsklassen worden uitgevoerd op het niveau van de zogenaamde tweecijferige SBI-code. SBI staat voor Standaard Bedrijfs Indeling, een indeling die ook het CBS hanteert. Voor elke bedrijfsklasse vindt nadere detaillering plaats in zogenaamde bedrijfsgroepen. Deze detaillering is gebaseerd op het niveau van de driecijferige SBI-code. (Zie: Hoogkamer e.a., 1990).

3.4 PIMS

PIMS is een acroniem dat staat voor Profit Impact of Market Strategy. Het maakt gebruik van een multifactor model, om inzicht te krijgen in de winstgevendheid van een onderneming of onderdelen daarvan, door het hanteren van een strategie en het aanbrengen van veranderingen daarin. Onder winstgevendheid wordt in het PIMS-programma verstaan de 'Return On Investment' (ROI).

De ROI wordt daarbij gedefinieerd als de winst voor rente en voor belasting gedeeld door de gemiddelde investering. De gemiddelde investering betreft hier de vastgelegde middelen in vaste activa plus die in het netto werkkapitaal (tegen boekwaarde). Investeringsintensieve ondernemingen hebben gewoonlijk een lage ROI. De ROI in deze ondernemingen zal toenemen bij vergroting van het marktaandeel, bij verbreding van het artikelprogramma en bij verhoging van de produktiviteit (Van Drunen, 1986, p.151).

Het PIMS-model, dat in zijn oorspronkelijke vorm rond 1955 werd ontwikkeld door het Amerikaanse bedrijf General Electric, en de daarbijbehorende databank worden beheerd door het in 1975 opgerichte Strategic Planning Institute (SPI) in Cambridge, Massachusetts. Daarnaast kent de internationale PIMS organisatie twee managementadviesbureau's, PIMS USA en PIMS Europe die onafhankelijk van SPI en van elkaar opereren. Het hoofdkantoor van PIMS Europe staat in Londen en is in 1982 opgericht. PIMS Europe heeft verder kantoren in Duitsland, Italië, Zweden en Oostenrijk.

In Nederland werkt PIMS Europe samen met de in 1989 opgerichte Stichting PIMS Nederland (SPN) in Den Haag. Het ledenbestand van de SPN bestaat uit een tiental managementadvies-bureaus die hun klanten een PIMS-analyse tegen een gereduceerd tarief aanbieden. Alleen middelgrote en kleinere bedrijven kunnen daarvan gebruik maken. Voor de grotere bedrijven geldt dat men lid moet worden van SPI om van PIMS gebruik te maken. De jaarlijkse contributie die recht geeft op een aantal adviesdagen bedraagt ca. f 80.000,-. Daarnaast wordt algemene PIMS research uit deze contributie betaald (zie ook: Van Drunen, 1986, pp. 147-148; Elan, mei 1991, pp.23-24). Als lid van het SPI mag men gegevens inbrengen van zogenaamde 'Strategic Business Units' (SBU's) die vervolgens door het PIMS-model worden verwerkt en die tenslotte leiden tot adviezen met betrekking tot strategische planning.

Aaker (1995,p.9) definieert SBU als: "any organizational unit that has (or should have) a defined business strategy and has a manager with sales and profit responsibility. General Electric refined the concept in the early 1970s as a way to help develop an entrepreneurial thrust in a diversified firm." De in het PIMS programma gebruikte definitie van SBU blijkt in de praktijk met name toegespitst op het facet van een specifiek te onderscheiden produkt/markt combinatie die geldt voor een 'business unit'. Behalve als basis voor bedrijfsadviezen, worden de ingevoerde gegevens¹² gebruikt voor onderzoeksactiviteiten die zijn gericht op het ontwikkelen van algemene principes die gelden voor ondernemings-strategie.

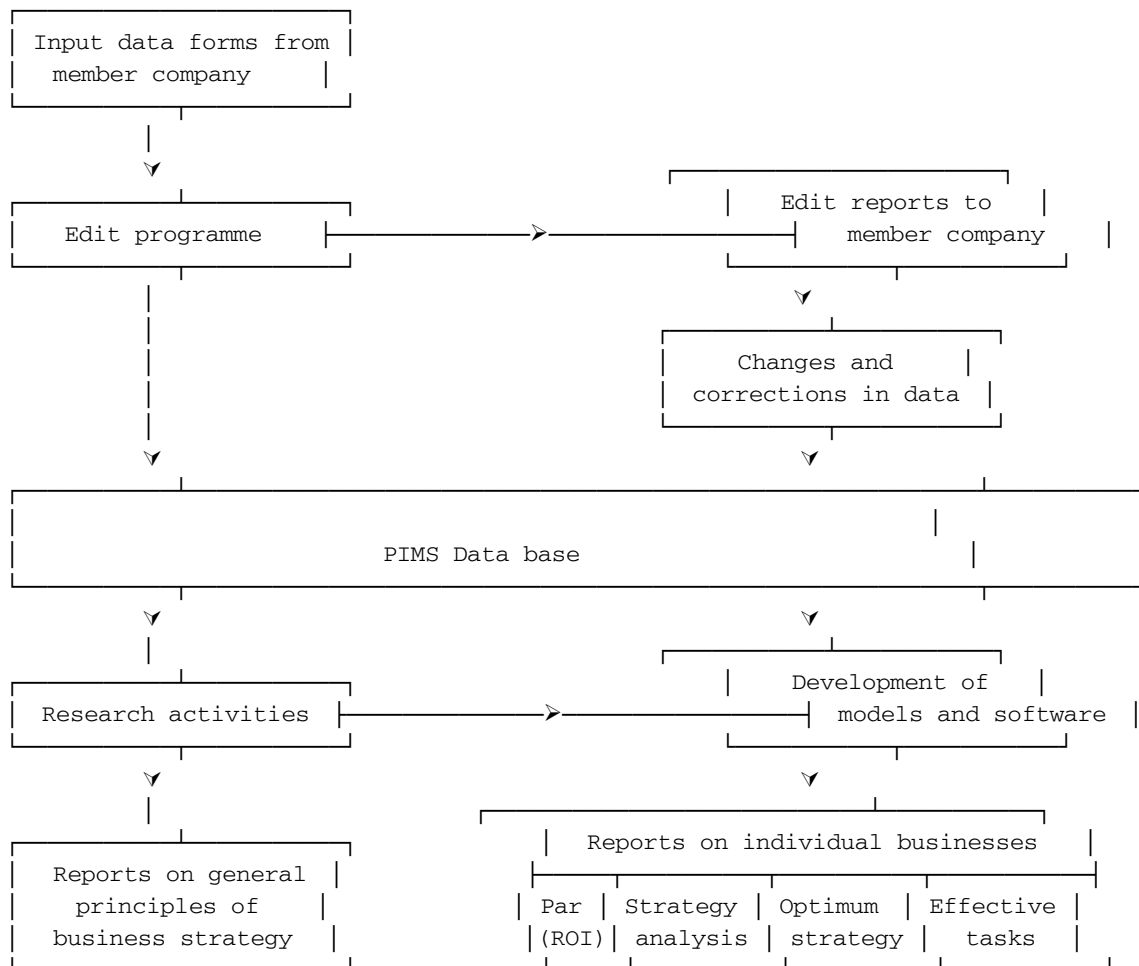
Een bedrijf dat aan een PIMS-onderzoek begint, dient een werkgroep samen te stellen waarin behalve de directie en een PIMS-adviseur alle voor het strategisch beleid relevante disciplines vertegenwoordigd zijn. Deze werkgroep zorgt voor het invullen van een groot aantal, door het PIMS instituut opgestelde vragenlijsten.

12. Terwijl General Electric zich rond 1955 bezig hield met de analyse van een vijftigtal van haar SBU's, bevatte de SPI-database anno 1988 volgens de SPN de strategische gegevens van ca. 3300 SBU's. Het aantal ondernemingen dat aan het PIMS-programma deelneemt ligt echter aanzienlijk lager. Buzell en Wiersema (1981, p.135) geven aan dat het toenmalige PIMS database bestand van ruim 2000 SBU's afkomstig was van ruim 200 participerende ondernemingen. (Zie ook: Aaker, 1995, p.182; Van Drunen, 1986, pp.147-148). Schütte (1986, p.235) geeft aan dat de groep 'business units' die industriële produkten voortbrengen circa 70% van de in de PIMS data-base opgenomen SBU's bevat. Uit een opgave door de SPN blijken anno 1988 de industriële categorieën 'capital goods', 'raw materials', 'components' en 'supplies', ca. 55% van het totaal aan in de SPI database ingevoerde SBU's te betreffen.

Een samenvattend verloop van een PIMS-consultatie wordt door Croon (1991, p.7) als volgt aangegeven: "...de PIMS-exercitie kost de betrokkenen een dag of zes werk; de financiële en de marketingmensen zijn er een aantal dagen meer mee zoet. De adviseur reist vervolgens met de ingevulde formulieren naar het PIMS-kantoor te Londen. Daar draait de computer. De adviseur interpreteert de uitdraai en komt het bedrijf vertellen hoe het 'ervoor staat'."

De gegevensstroom in het PIMS-programma is in Overzicht 2 weergegeven. Publikaties van resultaten van onderzoek vinden plaats in geaggregeerde vorm opdat individuele bedrijven niet herkenbaar zijn. In totaal heeft het PIMS-programma in de loop van de tijd een dertigtal factoren ontwikkeld, die autonoom of in onderlinge interactie een bepaalde invloed blijken te hebben op de ROI.

Overzicht 2.Gegevensstromen binnen het PIMS programma



Bron:Stichting PIMS Nederland

Ten aanzien van het algemene validiteitskarakter van dergelijke gepubliceerde onderzoeks-conclusies, blijkt genuanceerd te worden gedacht. Hoogstraten (1986, p.99) geeft bijvoorbeeld aan, dat het PIMS

onderzoek waaruit men concludeerde dat een hoge mate van investerings-intensiteit t.o.v. de omzet gepaard gaat met een laag rendement op geïnvesteerd vermogen, aan de Nederlandse (Europese) situatie geen recht doet.

Daarbij kan worden aangetekend dat deze in het algemeen belangrijk geachte onderzoeks-conclusie uit het PIMS programma in eerste aanleg tot stand is gekomen op basis van vooral in de USA gevestigde ondernemingen.

Ook ten aanzien van een andere belangrijk geachte strategische factor die volgens PIMS-onderzoek de winstgevendheid beïnvloedt, n.l. het marktaandeel van een onderneming in relatie tot de twee of drie grootste concurrenten blijken tegenstrijdige interpretaties en onderzoeks-bevindingen te bestaan (zie bijvoorbeeld: Jacobson en Aaker, 1985). Daarnaast geldt dat het PIMS systeem in de eerste plaats is ontworpen om markt-strategieën van SBU's te analyseren en daar waar nodig mogelijke aanpassingen aan de betreffende strategieën aan te geven.

Bij gebruik van het PIMS systeem worden met name produkt/markt-combinaties van SBU's op aspecten zoals dimensie, turbulentie en vermogensbeslag vergeleken met gelijksoortige bedrijfs-omgevingen en bedrijfstypes. Deze vergelijkingen vinden plaats met gebruikmaking van het gehele SPI gegevensbestand en zijn niet bedrijfstak-gerelateerd. Schütte (1986, p. 236) geeft aan dat gebruik van de PIMS-data een 'dwarsdoorsnede-analyse' impliceert waarbij verschijnselen op een tijdstip of als één gemiddelde van een aantal tijdstipgrootheden worden gezien.

PIMS wordt in de praktijk als strategische analyse wel toegepast in combinatie met of in plaats van strategische analyse methodes zoals van Porter, McKinsey en Ansoff (zie: Elan, mei 1991, pp.9-24). Het feit dat PIMS in Nederland nog niet op grote schaal is aangeslagen, wordt behalve aan de complexiteit van de methode, ook wel geweten aan de inhoud van de SPI data-bank.

PIMS zou aantrekkelijker voor Nederlandse bedrijven¹³ kunnen worden naarmate er meer informatie over Nederlandse en Europese bedrijven in wordt opgeslagen. Een van de bij de SPN aangesloten leden merkt hierover het volgende op: "PIMS leunt nu nog sterk op Amerikaanse informatie. Een vergelijking met een bedrijf in San Francisco is leuk, maar wat heb je eraan als daar je markt niet ligt. Bovendien zijn Nederlandse bedrijven qua management beter vergelijkbaar met bijvoorbeeld Duitse of Scandinavische bedrijven. Amerikanen zijn nog veel bureaucra-tischer dan wij. Daar vind je meer overhead en specialisten dan bij ons. Voor echte slagvaardig-heid moet je niet naar Amerika kijken." (Zie: Elan, mei 1991, p.21)

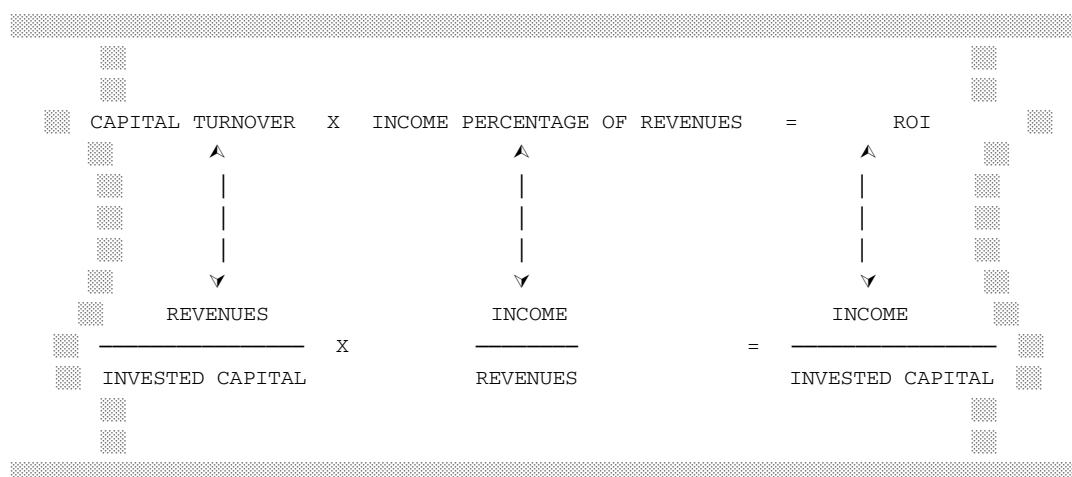
Samenvattend kan gesteld worden dat, gelet op de aard van de database-opzet alsmede het relatief geringe aantal Nederlandse bedrijven dat aan het SPI-gegevensbestand op basis van afzonderlijke SBU's bijdraagt, de PIMS methode niet geëigend is om inzicht te verkrijgen in ontwikkelingen als gevolg van externe factoren die in grote mate voor alle Nederlandse ondernemingen binnen een bepaalde bedrijfstak gelden. Desondanks heeft de ROI zoals die als maatstaf voor winst-gevendheid in het PIMS-programma wordt gebruikt, op zich qua concept een zekere aantrekke-lijkheid omdat het in één getal belangrijke ingrediënten van winstgevendheid vermengt; de ROI als zelfstandig statistisch gegeven, kan worden vergeleken met kansen elders, binnen of buiten de onderneming. Vanuit een praktisch en theoretisch standpunt is echter de ROI een niet-perfecte maatstaf welke met voorzichtigheid zou moeten worden gebruikt en alleen in samenhang met andere prestatie maatstaven (Horngren en Foster, 1997, p.871).

13. Nederlandse bedrijven die van het PIMS programma gebruik hebben gemaakt zijn o.a. Philips, Van Leer, Koopmans Koninklijke Meelfabrieken, Wavin en Aviko.

3.5DU PONT-analyse

Eerder in dit hoofdstuk werd aangegeven dat het de voorkeur verdient om in combinatie met een analyse van bedrijfseconomische ontwikkelingen die gelden voor een specifieke bedrijfstak, de ontwikkelingen als gevolg van het individuele handelen van de onderneming te analyseren. De hiervoor besproken ROI maatstaf kan vaak meer inzicht geven in de individuele onder-nemingsprestatie naarmate deze verder in onderdelen wordt opgesplitst zoals weergegeven in Overzicht 3. Deze benadering is algemeen bekend als de Du Pont methode van winst-gevendheid analyse¹⁴.

Overzicht 3.ROI - maatstaf



Bron:Horngren en Foster, 1997, p.872

De componenten van de Du Pont methode leiden tot de volgende generalisaties: De ROI neemt toe door enige actie welke kosten vermindert, inkomsten verhoogt, of het geïnvesteerd vermogen vermindert - waarbij de andere twee factoren constant worden gehouden. Naast de in het PIMS programma gebruikte definitie van 'invested capital' als zijnde de vastgelegde middelen in vaste activa plus die in het netto werkkapitaal (tegen boekwaarde) wordt doorgaans met 'invested capital' het totale geïnvesteerde vermogen aangeduid.

Horngren en Foster (1997, pp.875-876) geven vier alternatieve mogelijkheden aan die als uitgangspunt gebruikt kunnen worden voor het definiëren van geïnvesteerd vermogen bij het berekenen van de ROI. Het betreft hier:

1.Total assets available:

This base includes all business assets, regardless of their individual purpose.

2.Total assets employed:

This base excludes excess or idle assets, such as vacant land or construction in progress.

14. De Du Pont analyse werd in 1919 ontwikkeld door F. Donaldson Brown en het Amerikaanse bedrijf Du Pont.

3. Working capital (current assets minus current liabilities) plus other assets:

This base is really the same as base 1 except that current liabilities are deducted from current assets. In a sense, this base represents an exclusion of the portion of current assets that is supplied by short-term creditors.

4. Stockholders' equity:

This base centers attention on the rate of return that will be earned by the business owners.

In het in Figuur 4 aangegeven Du Pont schema zijn de actief-zijde van de balans en de winst- en verliesrekening op een samenhangende wijze bij elkaar gebracht en monden uit in de rentabiliteit over het totale vermogen (RTV).

Deze oorspronkelijke uitvoering van het systeem is gebaseerd op de veronderstelling dat het doel van een organisatie gericht is op het maximaliseren van uitbetalingen vanuit het totale vermogen dat gebruikt wordt voor zakelijke doeleinden. Veel bedrijven hebben het Du Pont systeem van ratio-analyse geadopteerd als hun voornaamste maatstaf van de ondernemingsprestatie. (zie ook: Weihrich en Koontz, 1985, p.570, Bruggink, 1989, p.39).

Een literatuurstudie door Bruggink (1989, pp.31-50) naar systemen voor het systematiseren van prestatie-indicatoren, toont aan dat het Du Pont systeem praktisch ongewijzigd werd gekopieerd in de vier andere door hem onderzochte benaderingen. Het betreft hier:

- Tucker's Managerial Control Concept;
- Pyramid Structure of Ratio's;
- Ratios au Tableau de Bord;
- Bela Gold Approach.

"Apart from some details, like the introduction of physical indicators, the differences are of minor importance. The basis aim of all systems is the measurement of organizational performance with the help of a primary indicator (in all cases the ROI, because this ratio ought to reflect in broad terms the earning power of the business and should show how well it has used its resources), and supporting or elucidating indicators", aldus Bruggink.

Volgens Horngren en Foster (1997, p.873) onderstreept de RTV maatstaf de voordelen die bereikt kunnen worden door investeringen in werkkapitaal en materiële activa te verminderen. Velen zijn zich bewust van de noodzaak om kosten te beheersen en inkomsten te verhogen, maar geven minder aandacht aan het beheersen van het niveau van investeringen. Investeren in kasgeld, voorraden, debiteuren en vaste activa, zouden dienen te worden geminimaliseerd om enig niveau van effectieve prestatie te bereiken.

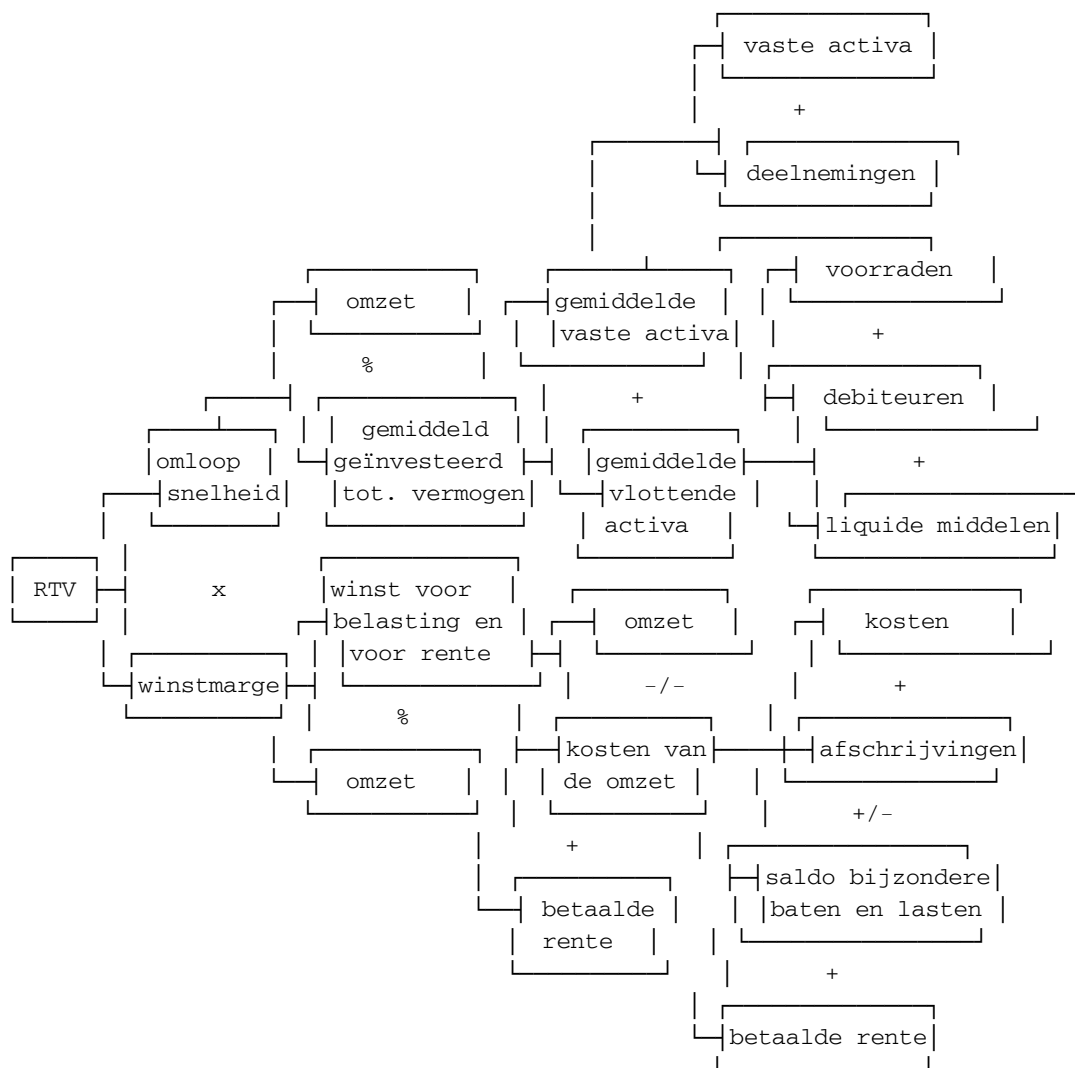
Horngren en Foster geven verder aan dat deze benadering het investeren betekent van niet-gebruikte kasgeld, het bepalen van de juiste voorraad niveaus, het verstandig beheren van kredieten en het zorgvuldig besteden aan vaste activa.

Het produkt van de winstmarge en de omloopsnelheid van het vermogen vormt de RTV.

De winst voor belasting wordt verhoogd met de betaalde rente teneinde de RTV onafhankelijk te maken van de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen waardoor de RTV uitsluitend het bedrijfsrisico bevat.

Bilderbeek (1986, pp. 222-227) voegt de vermogensstructuur toe aan het originele Du Pont schema. Terwijl in het originele Du Pont schema alleen het zakelijk risico tot uitdrukking komt, d.w.z. het aanwezige risico bij afwijkingen in omzet en kosten welke resulteren in een af-wijkende ROI, geeft het uitgebreide Du Pont schema naast het zakelijk risico ook verheldering over het financieel risico welke resulteert uit de vermogensstructuur, tot uitdrukking gebracht in de solvabiliteit (Zie ook: Bruggink, 1989, p.40).

Figuur 4. DU PONT's financieel beheersysteem

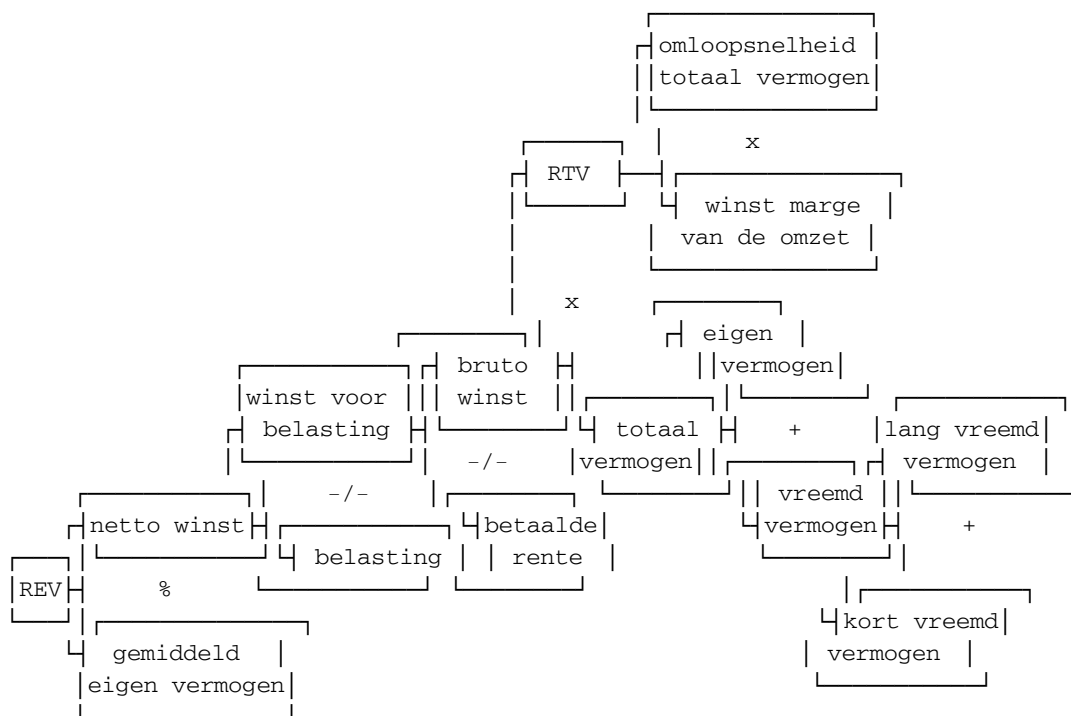


Bron: Bilderbeek, 1986, p. 222; Bruggink, 1989, pp.38-39

Het traditionele Du Pont schema mondt uit in de RTV. Door de passiefzijde van de balans te betrekken op de RTV (rentabiliteit van het totale vermogen) ontstaat uiteindelijk de REV (rentabiliteit van het eigen vermogen). Dit is in Figuur 5 weergegeven.

In tegenstelling tot het uitgebreide schema is in het oorspronkelijke Du Pont-schema in feite de schuldgraad van de onderneming (tot uitdrukking komend in de grootheden VV en EV) niet in de beschouwing betrokken.

Figuur 5. Uitgebreid DU PONT systeem



Bron: Bilderbeek, 1986, p.224

Dat ook in de praktijk rendementsdoelstellingen worden gemeten door middel van de REV of in de Amerikaanse term ROE (Return On Equity), blijkt bijvoorbeeld uit het Philips Jaarverslag 1992. In het 'Voorwoord van de President' geeft J.D. Timmer dienaangaande het volgende aan:

"Belangrijke veranderingen zijn doorgevoerd in het systeem van financiële berichtgeving en in de grondslagen, waarover ik sprak in het voorwoord van vorig jaar. Wij hebben niet alleen onze grondslagen aanzienlijk vereenvoudigd, maar er is ook een nieuw systeem van financiële berichtgeving geïntroduceerd dat het 'asset management' vergemakkelijkt. Omdat onze divisies, met uitzondering van PolyGram, geen onderscheiden juridische entiteiten zijn, hebben wij aan elke produktdivisie uit het totaal van de groep een fictief eigen vermogen en vreemd vermogen gegeven, om zo per divisie een rendementsdoelstelling op eigen vermogen (ROE: Return On Equity) aan te geven en de kasstroom beter te controleren. Hierdoor wordt elke divisie doordrongen van de noodzaak van het creëren van 'shareholder value'."

Bilderbeek geeft aan dat het van belang kan zijn om de "rentabiliteit op cash-flow basis" als winstgevendheidsbegrip te hanteren.¹⁵

15. De grootte 'cash-flow' wordt daarbij door Bilderbeek kortheidshalve gedefinieerd als de netto winst plus afschrijving.

Op deze manier kan volgens Bilderbeek zowel de aantrekkelijkheid van een investering in operationele activiteiten ten opzichte van alternatieve vermogensaanwendungen als de doelmatigheid waarmee de omvormingsprocessen binnen de onderneming plaatsvinden worden gemeten.

Andere overwegingen om 'cash flow' als prestatiebepaling te hanteren betreffen o.a. de volgende:

- Rappaport (1987) geeft aan dat een cash flow benadering de voorkeur verdient als het gaat om de waardebeoordeling van ondernemingen, terwijl Copeland e.a.(1991) aangeeft dat maatregelen die genomen (moeten) worden ter verbetering van de ROI, kunnen leiden tot afnemende cash flow en dus tot afnemende waarde van de onderneming.
- In het financieel management proces zoals in figuur 1 van dit hoofdstuk werd aangegeven, bepaalt een juiste afstemming tussen inkomende en uitgaande cash flows op korte en lange termijn de overlevingskansen van een onderneming.
- Naast deze overwegingen om de 'cash-flow' centraal te stellen bij prestatie meting en waardebeoordeling van ondernemingen, kan vanuit de empirie verwezen worden naar het NIB-onderzoek naar "Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld" waarbij als doelstelling gold factoren te vinden die de verschillen bepalen tussen bedrijven die koplopers zijn en bedrijven die achterblijven. Bij dit onderzoek kwam naar voren dat de cash flow de meest discriminerende factor tussen koplopers en achterblijvers is.

We zien uit het voorgaande dat naast het operationele winstbegrip zowel de vermogenssamenstelling als het niveau van investeringen en de daaraan gekoppelde wijze van afschrijving deel uitmaken van een systeem dat de bedrijfseconomische prestatie met inachtnaam van het continuïteitsaspect kan meten en inzichtelijk maken. Cash flow blijkt bij deze begrippen een belangrijke basis voor meting.

Eerder bleek dat het meten van de bedrijfseconomische ondernemingsprestatie als onderdeel van een beheerst proces noodzakelijk is om doeltreffendheid en doelmatigheid aan de allocatie van middelen te relateren aan de doelstellingen van een onderneming.

Deels wordt daaraan tegemoet gekomen door middel van verslaggeving in de vorm van een zogenaamde jaarrekening. De jaarrekening omvat in ieder geval de balans, de winst- en verliesrekening en de toelichting op deze stukken en tegenwoordig meestal ook een kasstroomoverzicht.

Naast de functies die de jaarrekening voor het nemen van beslissingen door de direct betrokkenen kan hebben, kunnen een aantal functies worden aangegeven welke door de jaarrekening worden vervuld ten behoeve van het nemen van beslissingen door andere participanten dan de leiding ('stakeholders') met betrekking tot de organisatie. In overzicht 4 worden deze functies, die zijn ontleend aan de dissertatie van J. Klaassen, weergegeven.

Vijge (1992, pp. 10-11) geeft aan dat tegen de algemeen gerichte jaarrekening-verslaggeving enerzijds de niet specifieke gerichtheid of gedefinieerde informatiebehoefte kan worden aangevoerd, terwijl anderzijds dient te worden gewezen op het feit dat de jaarrekening groten-deels op het verleden betrekking heeft.

"Toekomstgerichte informatie van belang voor gebruikers van jaarrekeningen bijvoorbeeld voor beleggingsbeslissingen is vaak alleen omgeven door grote onzekerheid te verstrekken en is bovendien al snel vertrouwelijk, het verschaffen kan de belangen van de organisatie schaden (concurrentieoverwegingen)", aldus Vijge.

Aan de informatiebehoefte van groepen 'stakeholders' kan ook buiten de jaarrekening¹⁶ om worden voldaan, bijvoorbeeld door middel van tussentijdse maand- en/of kwartaalrapportages. Aan de wens van gebruikers zoals vermogenverschaffers tot het verstrekken van relevante beslissingsinformatie kan echter niet altijd worden voldaan.

Overzicht 4.Functies van de jaarrekening

Functie van de jaarrekening	Belanghebbende groepen	Te nemen beslissingen
Informatie ten behoeve van de winstverdeling	Winstgerechtigden	Bepaling en beoordeling van de winstverdeling
Verantwoordingsverslag	Aandeelhouders en/of commissarissen	Goedkeuring of afkeuring van gevoerd beleid, eventueel vervanging van de leiding
Informatie ten behoeve van beleggingsbeslissingen	Aandeelhouders en potentiële aandeelhouders	Kopen, houden en verkopen van aandelen
Informatie over kredietwaardigheid	Kredietverschaffers	Al dan niet krediet geven; al dan niet relatievoortzetten
Informatie van de werknemers	Werknemers, individueel en collectief	Beoordeling van en acties t.b.v. werkgelegenheid, looneisen, enz.
Informatie ten behoeve van sociaal-economisch beleid	Overheid en publiek in het algemeen	Prijsbeleid, subsidiebeleid, enz.

Bron:Klaassen J, 1977, pp. 152-153, in: Vijge G.W.A., 1992, pp. 10-11

Naast de aan informatieverwerking verbonden kostenaspecten, geeft Vijge de volgende aspecten aan die o.a. een rol spelen bij de verwerking van informatie:

- 1.Individen hebben selectieve perceptie m.b.t. informatie (te verwachten informatie bepaalt in hoge mate de op te nemen informatie, tevens spelen opleiding en werkervaring een rol);
- 2.Individen hebben beperkte verwerkingsmogelijkheden van informatie; optimale beslissingen worden derhalve niet altijd genomen door gebrek aan goede verwerking van informatie;
- 3.Individen verwerken informatie onvoldoende geïntegreerd, informatie wordt veelal volgtijdelijk verwerkt.

Tenslotte speelt de keuze die de leiding van de organisatie doet uit de veelvuldige mogelijkheden tot weergave van feiten t.a.v. winst en vermogen een belangrijke rol.

16. Vijge geeft hierbij het volgende aan: "Men denke aan de niet primair financieel gerichte informatie in sociale jaarverslagen en aan speciale informatieverstrekkingen ad hoc, bijv. over de gevolgen van overplaatsing van bedrijfsonderdelen voor werkgelegenheid en milieu of over de toekomstverwachtingen bij een kredietaanvraag."

De leiding van een organisatie zal doorgaans een winst- en vermogensbepalingsmethode kiezen die naar haar mening in de omstandigheden van de organisatie het meest geschikt is.¹⁷ De informatieverstrekking is derhalve als gevolg van belangen tegenstellingen niet als volledig neutraal en objectief te karakteriseren.

Mede in verband met bijvoorbeeld arbitraire factoren, die bij het bepalen van de afschrijvingen een rol spelen (afschrijvingsmethoden, afschrijvingstermijnen, afschrijven op basis van historische kosten dan wel actuele waarden) wordt volgens Vijge (1992, p.52) door sommigen bepleit, vooral in het kader van bedrijfsvergelijkingen, dat de onderneming expliciet cash flow informatie verstrekt. De cash flow wordt in dit verband gedefinieerd als winst na belastingen vermeerderd met de afschrijvingen. "De cash flow is een belangrijke factor van de geldstroom naar de onderneming en bij de bepaling van de cash flow vermijdt men een aantal moeilijkheden van de berekening van de winst", aldus Vijge.

Vermogen zoals venture capital wordt aangewend om activiteiten uit te oefenen die direct dan wel indirect invloed hebben op de bedrijfseconomische waarde en prestaties van een onderneming. Vanuit de optiek van een participatiemaatschappij kan een onderneming waarin wordt geparticipeerd worden gezien als een investeringsobject.

Wanneer daarbij de passiva in de onderneming beschouwd wordt als het middel waarmee het investerings-object gefinancierd wordt, dan kan de vraag gesteld worden op welke manier dit investeringsproject geëvalueerd moet worden.

Volgens Ijiri (in: Kaplan, 1989, p.546) is er een paradox tussen de argumenten waarop een investerings-beslissing wordt genomen en de manier waarop de resultaten (de prestaties) van die beslissing worden geëvalueerd.

Bij investerings-beslissingen ligt het hoofdaccent op cash flows.

Instrumenten die de aantrekkelijkheid van investeringsprojecten onderling vergelijken zoals bijvoorbeeld interne rentabiliteit, terugverdienperiode of de netto contante waarde methode maken in de berekeningen gebruik van cash flows. Wordt vervolgens de prestatie van het project geëvalueerd, dan verschuift de aandacht vooral naar de ROI-maatstaf zoals gebruikt in het eerder aan-gegeven Du Pont systeem.

ROI werd eerder in dit hoofdstuk gedefinieerd als netto winst voor belasting gedeeld door het geïnvesteerde vermogen.

Een onderneming bijvoorbeeld, met f 100.000 aan geïnvesteerd vermogen en een netto winst voor belasting van f 25.000 heeft een ROI van 25%.

Naast de hiervoor genoemde problemen t.a.v. informatieverstrekking die een rol kunnen spelen, doet zich met betrekking tot de ROI als prestatie-maatstaf nog een ander probleem voor.

Stel dat de kosten van vreemd vermogen 15% bedragen. Bovengenoemde onderneming kan dan een investeringsproject, waarvan de kosten f 15.000 bedragen en de jaarlijkse winst voor belasting f 3.000 bedraagt (dus een ROI van 20%), afwijzen omdat daarmee haar gemiddelde ROI omlaag gaat, nl. $ROI = (25.000 + 3.000)/(100.000 + 15.000) = 24,3\%$, ondanks het feit dat een dergelijk project toch ruim boven de kosten van vreemd vermogen scoort.

Daarnaast kan het management de ROI beïnvloeden door in plaats van vermogen te investeren in activa, deze activa te huren (leasen). Tegenover de winsten die deze activa genereren staan dan geen activa op de balans waardoor de ROI positief wordt beïnvloed.

Ijiri (Kaplan, 1989, p.546) stelt dat project- en prestatie-evaluatie meer congruent gemaakt kunnen worden door hetzij de investeringsbeslissing op basis van verwachte netto winst voor belasting te nemen, hetzij door de prestaties op basis van cash flows te evalueren. Daarbij is echter volgen Ijiri netto winst slechts een surrogaat om de huidige en toekomstige cash flows van een onderneming te voorspellen.

17. Voor een uitgebreide behandeling van verschillende wijzen van winst- en vermogensbepaling, zie G.W.A. Vijge RA, Winstbepalingsstelsels c.a., Zesde druk, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1992.

Hiervoor werd geconstateerd dat het Du Pont systeem goede mogelijkheden biedt om de bedrijfseconomische prestatie in een brede samenhang meetbaar te maken. Alhoewel de ROI als prestatie maatstaf aan de tekortkomingen onderhevig is zoals hiervoor aangegeven, biedt het Du Pont systeem de mogelijkheid van een analyse van de samenhangende elementen waaruit de ROI-maatstaf is opgebouwd, waardoor een meer inzichtelijk beeld van de ondernemingsprestatie kan worden verkregen. Een verdere verbetering van dit inzicht werd aangegeven door middel van het uitgebreide Du Pont systeem van Bilderbeek die de passiefzijde van de balans betreft op de rentabiliteit van het totale vermogen, waardoor de schuldgraad van de onderneming eveneens in beschouwing te nemen.

Eveneens werd eerder in dit hoofdstuk geconstateerd dat er diverse andere overwegingen zijn om als winstgevendheidsbegrip de "rentabiliteit op cash flow basis" als winstgevendheidsbegrip te hanteren, o.a. omdat op deze manier de aantrekkelijkheid van een investering kan worden gemeten in operationele activiteiten ten opzichte van alternatieve vermogensaanwendungen.

Nog niet eerder genoemde argumenten om het cash flow begrip centraal te stellen betreft de door banken gehanteerde proces van risico-inschatting voor kredietverlening en het feit dat instellingen als "Moody's Investor Service" en "Standard and Poor's" ondernemingen ondermeer beoordelen aan de hand van de hoogte en de stabiliteit van de cash flow en de samenstelling van schulden (zie ook: Bouma, 1991).

Betreffende de bankwereld, waar risico-inschatting door banken bij de kredietwaardigheids-beoordeling een belangrijke stap in de kredietverstrekking is, staat cash flow in de belangstelling. De hoofdvraag die de bankier zich stelt is of er verantwoord gefinancierd kan worden binnen de door de bank gestelde normen. Hiervoor is vaststelling van het kredietrisico per kredietvrager nodig.

Tot de kern teruggebracht komt het proces van risico-inschatting voor kredietverlening op de volgende twee te onderscheiden stappen neer.

- 1.De bank onderzoekt of de onderneming in normale omstandigheden voldoende cash flow kan/zal genereren om het geleende geld terug te betalen (aflossingen), inclusief betaling van de afgesproken rente;
- 2.De bank onderzoekt wat de consequenties zijn voor de kredietverlening, als de onderneming in omstandigheden komt, waarin de lening niet uit de cash flow kan worden terugbetaald (Van den Tempel, 1990).

Uit het voorgaande kan worden afgeleid dat 'cash flow' als prestatie maatstaf kan worden gebruikt bij de ontwikkeling van een bedrijfseconomisch analyse-systeem.

Door de cash flow prestatie-maatstaf te koppelen aan het verklarende karakter zoals dat geldt voor het Du Pont systeem, lijkt een verbeterd systeem voor het meten van ondernemings-prestaties te kunnen worden ontwikkeld. De definitie-keuzen betreffende het cash flow begrip vormen daarbij het uitgangspunt voor het ontwikkelen van een dergelijk analyse-systeem. In de volgende paragraaf wordt hier nader op ingegaan.

4. Cash flow definities

And there is another element of a household, the so-called art of getting wealth, which, according to some, is identical with household management, according to others, a principal part of it.

Aristoteles¹⁸

4.1 Inleiding

De term 'cash flow' geeft, volgens Dijkma (1987, p.110 ev.), tot veel terminologische verwarring aanleiding. Dijkma komt tot een splitsing in drie richtingen te weten:

- cash flow als nettowinst na belastingen + afschrijvingen (met vele varianten hierop zoals nettowinst + afschrijvingen + voorzieningen, ingehouden winst + afschrijvingen etc.);
- cash flow als kasontvangsten en -uitgaven die in een bepaalde periode zijn gerealiseerd, gerubriceerd en gerecapituleerd. Het kasboek wordt aan het einde van de periode afgesloten;
- cash flow als gerecapituleerde kasontvangsten en -uitgaven die betrekking hebben op een bepaalde periode. Het kasboek wordt pas afgesloten nadat alle posten die betrekking hebben op die bepaalde periode in het kasboek zijn verwerkt.

Cash flow gedefinieerd volgens de tweede betekenis komt gewoonlijk het best overeen met hetgeen wordt verstaan onder kasstromen, zijnde de gesaldeerde (bruto) ontvangsten en (bruto) uitgaven die in één en dezelfde periode plaatsvinden.

Een overzicht van stromen, bewegingen of financiële veranderingen tijdens een bepaalde periode is de Staat van Herkomst en Besteding van Middelen (SHBM). Dit overzicht, ook wel cash-flow statement (CFS) genoemd als het een kas-SHBM betreft, heeft een eigen functie naast de balans en winst- en verliesrekening. Een mogelijke verklaring voor de behoefte aan een SHBM is dat de financiering van een onderneming een potentieel knelpunt is. Daarom is het niet alleen van belang voor de leiding maar ook voor externe belanghebbenden zoals een participatiemaatschappij van belang inzicht te hebben in de mate waarin de onderneming in staat is zelf financieringsmiddelen te genereren.

Op basis daarvan kan men beoordelen (zie: Klaassen en Bak, 1996, p.108):

- of de onderneming in de toekomst aan haar verplichtingen zal kunnen voldoen;
- hoe groot de behoefte aan externe middelen zal zijn en/of de voorziening daarin problemen zal opleveren;
- welke ruimte er aanwezig zal zijn voor dividenduitkeringen, resp. kredietverlening aan afnemers;
- wat de kwaliteit is van de in de winst- en verliesrekening verantwoorde winst (in termen van 'liquiditeit');
- hoe groot de flexibiliteit is van de financiering in het algemeen;
- hoe gevoelig de financiering is voor de gevolgen van inflatie of deflatie.

18. 1976, p.6

Het voorgaande is gebaseerd op de gedachte dat winstgevendheid niet automatisch hoeft te leiden tot voldoende liquiditeit en dat zelfs als er verlies wordt geleden er nog wel verbetering van liquiditeit kan zijn (bijvoorbeeld als gevolg van desinvesteringen).

De Amerikaanse FAS 95 'statement of Cash Flows' betreft een overzicht dat aansluit op 'cash flow accounting', dat wil zeggen een methode van externe financiële verslaggeving die niet meet in termen van opbrengsten en kosten, maar die de kasstromen centraal stelt en dus gebaseerd is op ontvangsten en uitgaven. Met deze CFS is het herleidingschema vastgelegd.

De kasontvangsten en -uitgaven moeten vervolgens worden ingedeeld in drie categorieën, te weten de kasstromen uit operationele, investerings- en financieringsactiviteiten.

4.2 Operationele kasstroom

De operationele kasstroom in een bepaalde periode en berekend volgens de indirecte methode (zie: Dijkma, 1990, p.143) gelijk aan het winstsaldo uit de winst- en verliesrekening 'gezuiverd' van die elementen die niet van invloed zijn geweest op de operationele kasstroom: te denken valt daarbij aan afschrijvingen, voorzieningen (die ten laste van de winst zijn gevormd) en de mutaties in het werkkapitaal. Deze voorstelling van de operationele kasstroom toont grote overeenkomst met de definitie van Bouma (1991, p.368 ev.).

Bouma definieert cash flow in een bepaalde periode als winst (na aftrek van vennootschapsbelasting) over die periode, plus de betaalde interest over het geïnvesteerde vermogen plus de afschrijvingen.

Het begrip afschrijvingen wordt hier in de algemene economische betekenis gebruikt, nl.: kosten die niet in dezelfde periode tot uitgaven leiden (resp. hebben geleid), b.v. afschrijvingen en voorzieningen die ten laste van de winst zijn gevormd, en ontvangsten die in dezelfde periode niet tot opbrengsten worden gerekend, b.v. de nu tot de winst gerekende (thans afgeschafte) WIR-premie die al jaren eerder is ontvangen. Deze afschrijvingen in algemene zin omvatten dus niet alleen de zgn. afschrijvingen op duurzame activa, maar ook de mutaties in de componenten van het werkkapitaal met uitzondering van de kasvoorraad, aldus Bouma.

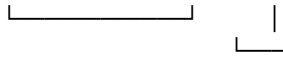
In deze operationele cash flow zijn niet de uitgaven wegens interest in mindering gebracht. In principe moeten nl. uit deze cash flow de kosten van het totale vermogen worden vergoed. Het verschil met de kasstroom gedefinieerd volgens de CFS is dat Bouma het investeringsvraagstuk loskoppelt van het financieringsvraagstuk.

De operationele kasstroom zoals die door Dorsman en Van der Hilst (1990, p.28) wordt gedefinieerd staat dicht bij de definitie van Bouma dan bij de definitie van Dijkma. Zij bouwen de operationele cash flow op uit de winst na belasting plus afschrijvingen plus dotaties aan voorzieningen (ten laste van de winst) plus rentelast minus belastingbesparing op de rentelast minus de mutaties in het geïnduceerde netto werkkapitaal (voorraden, debiteuren, effecten, crediteuren), waarbij de mutaties in de liquide middelen niet worden meegenomen.

Deze kasstroom is evenals de door Bouma gedefinieerde kasstroom onafhankelijk van de vermogensstructuur. Klaassen en Bak (1996, p.114) tenslotte definiëren een operationele stroom, berekend volgens de indirecte methode, als volgt: winst waarop de volgende correctieposten van toepassing (kunnen) zijn: afschrijvingen (kosten, geen uitgaven), mutatie voorzieningen (kosten geen uitgaven), ingehouden winst deelnemingen (opbrengsten geen ontvangsten) en mutaties in werkkapitaal (onder te verdelen in voorraden, debiteuren, kortlopende schulden).

De kasstroom op operationele basis dient op lange termijn positief te zijn.

Uit deze kasstroom moet onder andere een vergoeding beschikbaar komen voor het ter beschikking stellen van zowel eigen- als vreemd vermogen.



Uitgaande van financiële informatie in de vorm zoals die in jaarrekeningen wordt gerapporteerd en de wens dat de kasstroom een goed beeld moet geven van de onderneming (effectiviteit) zonder dat de jaarrekening tot in detail moet worden uitgezocht (efficiency) kan de operationele kasstroom gedefinieerd zoals in Figuur 6 aangegeven. Het betreft hier een verklarend model met de verschillende samenstellende elementen van deze operationele kasstroom die in theorie bestaat uit:

netto winst na belasting
+ afschrijvingen
+ voorzieningen (ten laste van de winst gevormd)
+ betaalde rente
+/- mutaties in het netto werkkapitaal (uitgezonderd de liquide middelen, dus minus toename debiteuren, minus toename voorraden, plus toename kort vreemd vermogen).

Ten behoeve van de vergelijkbaarheid tussen ondernemingen worden de buitengewone baten of lasten tot de netto winst gerekend.

Omdat met accounting-cijfers gewerkt wordt, en niet met het werkelijke kasboek, en dienen-gevolge de belastingbesparing op de rentelast ten gevolge van financiering van de onderneming met vreemd vermogen moeilijk te becijferen is wordt met deze belastingbesparing geen rekening gehouden.

De samenstellende elementen van de operationele stroom zoals hier gedefinieerd kunnen vervolgens op soortgelijke wijze als het Du Pont systeem schematisch worden weergegeven.

4.3 Financiële kasstroom

Naast een operationele kasstroom deelt een 'cash flow statement' zoals we eerder zagen, de gegevens in naar financierings- en investeringsactiviteiten.

De financieringsstroom bestaat uit opnemen en/of aflossen van langlopende schulden, uitgifte van conversie-certificaten en het plaatsen en/of inkopen van eigen aandelen.

Daarnaast is hier, ten behoeve van de scheiding tussen financiële en operationele beslissingen, de vergoeding (rente, dividend) voor het ter beschikking stellen van vermogen ondergebracht.

De financiële kasstroom is, derhalve opgebouwd uit betaalde rente en uitgekeerd dividend alsmede de veranderingen in lang vermogen. In Figuur 7 is dit schematisch weergegeven.

De hier gedefinieerde financiële kasstroom beperkt zich tot elementen van financiering door middel van zogenaamde lange termijn vermogen. Eerder zagen we dat het korte termijn vermogen deel uitmaakt van de operationele kasstroom.

De financiële structuur op een bepaald moment zal uiteindelijk het resultaat zijn van een compromis tussen overwegingen van:

1. zeggenschap
2. elasticiteit
3. rentabiliteit

Bij deze overwegingen geldt als basisvoorwaarde: de verzekerde beschikbaarheid van het vermogen (Bilderbeek, 1986, p. 3 e.v.).

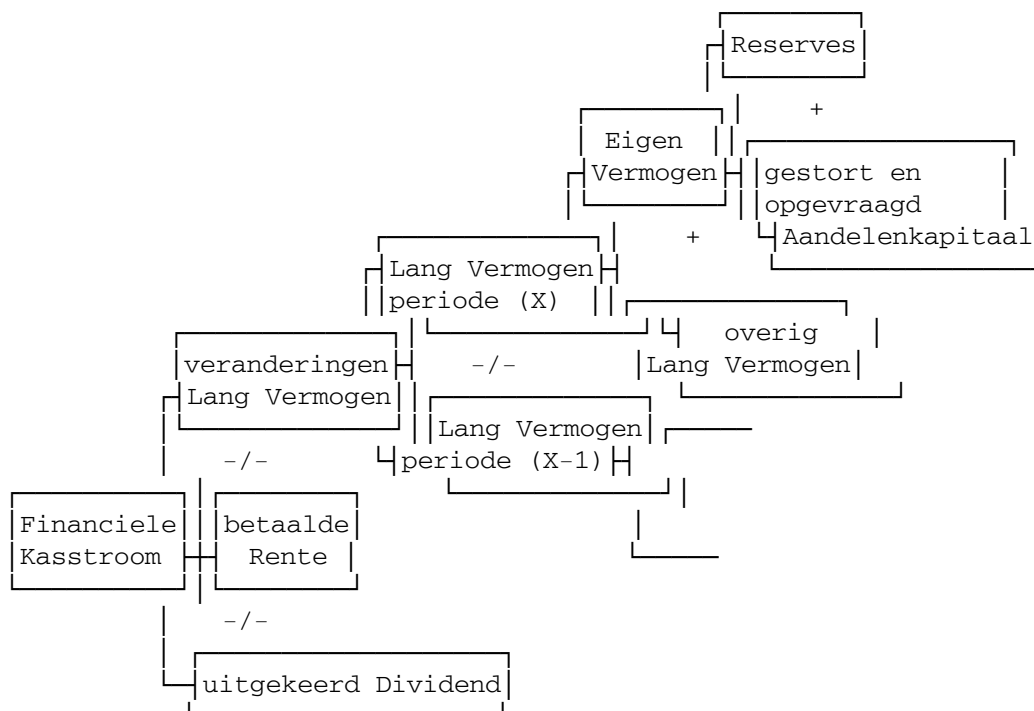
Andere elementen die bij de financieringsstructuur een rol spelen bleken eerder uit Figuur 1 van dit hoofdstuk waarin een overzicht van het financieel management proces werd aangegeven.

Betreffende de overweging van zeggenschap geldt dat in het algemeen de beheersrechten zijn voorbehouden aan de verschaffers van eigen vermogen, i.c. de eigenaars.

Bij naamloze en besloten vennootschappen (NV's en BV's) zijn dit juridisch de aandeelhouders.

Naast de verschaffers van eigen vermogen kunnen evenwel ook de verstrekkers van vreemd vermogen in bepaalde gevallen een zekere invloed op de beleidsbepaling eisen, met name indien hun aandeel in de financiering relatief groot is, of dreigt te worden.

Figuur 7.Financieel kasstroom-schema



Met elasticiteit in de financiële structuur wordt uitdrukking gegeven aan de mogelijkheid van aanpassing aan veranderde omstandigheden.

Een eerste aspect betreft hier het financieel weerstandsvermogen, hetgeen te beschrijven is als de mate waarin de financiële structuur de zekerheid biedt dat ook bij een tijdelijk ongunstige ontwikkeling van de omzet en de rentabiliteit de financiering van de geplande activiteiten door-gang kan vinden zonder dat de onderneming zijn toevlucht behoeft te nemen tot ongewenste financiële maatregelen (als overleg met crediteuren, eventueel surséance van betaling).

Gesteld kan worden dat zolang een onderneming nog toegang heeft tot de diverse deelmarkten van geld- en kapitaalmarkt, het weerstandsvermogen aanwezig is. Eigenlijk zijn alle middelen ter handhaving cq. vergroting van het weerstandsvermogen gericht op het bewaren respectievelijk verruimen van de toegang tot de geld- en kapitaalmarkt.

Het inbouwen van een bepaalde mate van financieel weerstandsvermogen kan op verschillende wijzen geschieden. Het meest effectief is het aanhouden van een overmaat aan liquide middelen, de zogenaamde effectieve reserves. Deze kunnen bestaan uit vrij beschikbare kasreserves of vastgelegde kasreserves die met een rentekorting direct opvraagbaar zijn. Deze methode ter verkrijging van

voldoende weerstandsvermogen is het meest effectief omdat men in tijden dat illiquiditeit zou dreigen niet op externe bronnen hoeft terug te vallen.

Ook kunnen bij de (korte termijn) financiering een aantal elementen van elasticiteit worden ingebouwd, zoals het beschikken over een zekere kredietruimte bij de bank of leveranciers, en het beschikken over deugdelijke onbezwaarde onderpanden of garanties van derden. Bij de lang vermogen financiering zijn er voor het inbouwen van elasticiteit de volgende mogelijkheden:

1. Binnen het totale vermogen relatief veel werken met lang (vreemd) vermogen. Lang vermogen maakt minder dikwijls vernieuwing van kredieten noodzakelijk waardoor de kans op niet-continuering kleiner wordt;
2. Vergroting van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen. Aangezien eigen vermogen vrijwel altijd ook permanent vermogen is, vormt het als het ware een risicobuffer. Hoe groter dit eigen vermogen relatief is, des te groter is dus het weer-standsvermogen, des te kleiner zijn vaste lasten van rente en aflossing. Dit geldt in eerste instantie ongeacht de vraag of het eigen vermogen gevormd is door reservering uit winst of door emissie van aandelen;
3. Het plegen van reserveringen. Voorzover reservering het eigen vermogen vergroot valt het onder ad 2 genoemde middel. Bovendien vergroot de inhouding van winst het eigen vermogen zonder de dividendbasis te vergroten, waardoor het gemakkelijker is een bepaald dividend te handhaven en waardoor ook de zogenaamde intrinsieke waarde en eventueel de winst per aandeel groter wordt. Dit maakt het gemakkelijker om toegang tot de emissiemarkt van aandelen te handhaven.

Reservering kan ook betrekking hebben op het aanhouden van reserves ten behoeve van toekomstige verplichtingen.

Het compromis tussen overwegingen van rentabiliteit, zeggenschap, en elasticiteit is een kwestie van financieel beleid. De gewenste mate van elasticiteit, van weerstandsvermogen, alsmede de eisen ten aanzien van de zeggenschap, worden vastgesteld door de beleidsbepalende instantie.

Deze bepaling is vooral afhankelijk van:

1. De visie op de toekomstige ontwikkeling van omzet, winst en rentabiliteit en van mogelijke fluctuaties daarin;
2. De mate waarin de beleidsbepalende instantie bereid is risico te aanvaarden;
3. De situatie op de vermogensmarkt (Bilderbeek, 1986, pp. 3-6).

4.4 Investeringsstroom

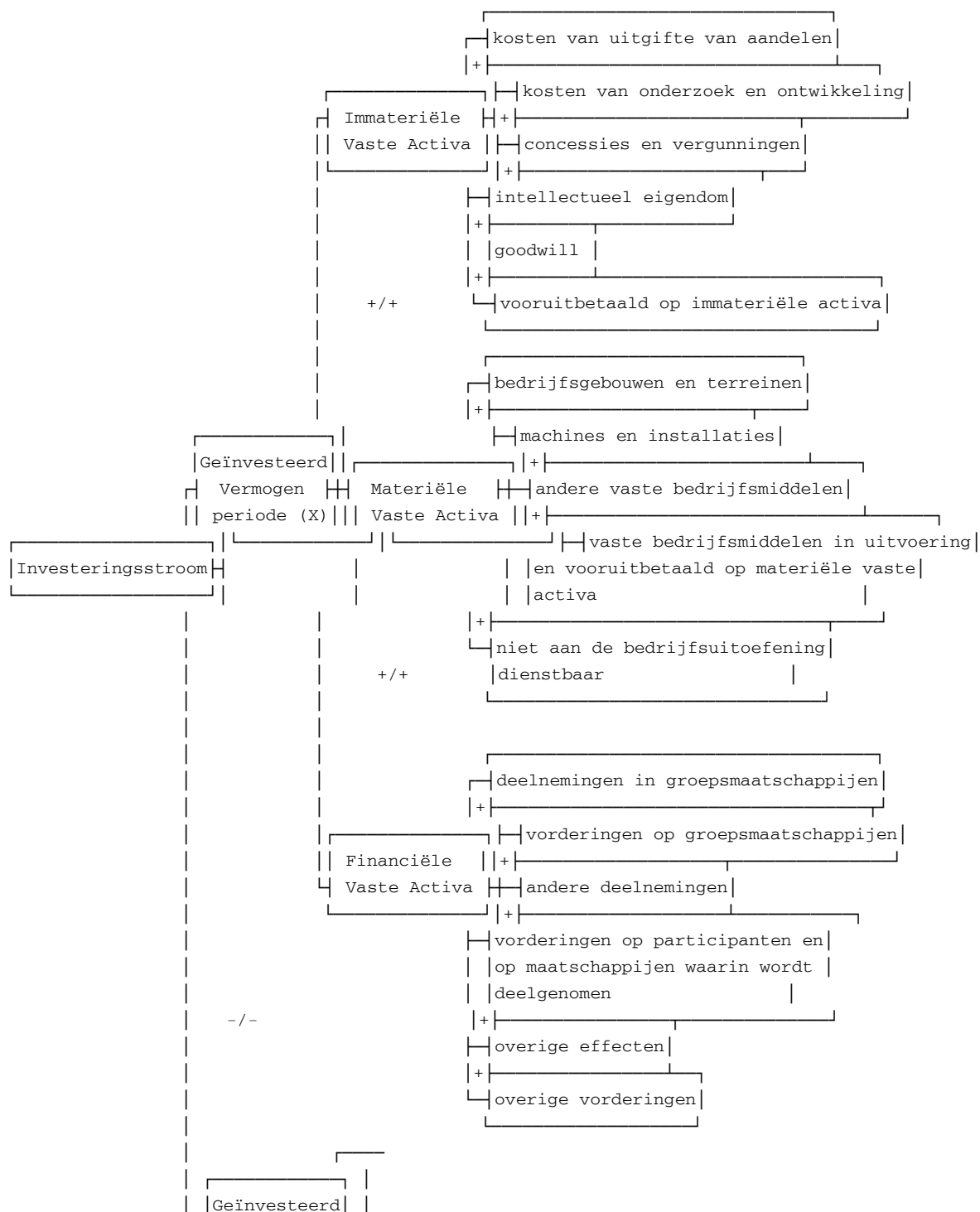
De investeringsstroom kan o.a. de aanschaf en/of het afstoten van immateriële vaste activa, de netto-investeringen in materiële vaste activa, en de verwerving en/of verkoop van financiële vaste activa betreffen.

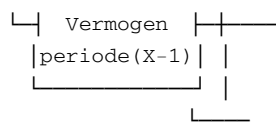
Het geconsolideerd kasstroomoverzicht van de Philips groep (Philips Jaarverslag 1992, p.37) bevat als voorbeeld de volgende elementen die de netto-kasstroom van de investeringsactiviteiten bepalen:

- aanschaf immateriële vaste activa;
- investeringen materiële vaste activa;
- opbrengst uit afstoting van materiële vaste activa;
- verwerving overige financiële vaste activa;
- opbrengst uit verkoop financiële vaste activa;
- verwerving deelnemingen;
- opbrengst uit verkoop deelnemingen.

De investeringsstroom bestaat uit de investeringen in en/of de desinvesteringen van vaste activa en is schematisch opgebouwd zoals in Figuur 8 is weergegeven.

Figuur 8. Investeringsstromen





De samenstellende posten van de in Figuur 8 aangegeven bestanddelen van de vaste activa zijn ontleend aan het Burgerlijk Wetboek, Titel 8, Boek 2, Sectie 3.

De investeringskasstroom in een bepaalde periode bestaat op basis van de hiervoor geformuleerde uitgangspunten uit de mutaties in de vaste activa bestanddelen tijdens de meetperiode.

Vanzelfsprekend geldt voor Figuur 8 dat de bepaling van het geïnvesteerde vermogen in vaste activa aan het begin en aan het eind van de meetperiode volgens dezelfde waarderingsmethoden geschiedt.

4.5 Samenvatting

De drie hiervoor gedefinieerde kasstromen komen in hoofdlijnen overeen met aanbevelingen van de Stichting van de Jaarverslaggeving (1997, pp.4.20-01 - 4.20-22) die zijn ontleend aan International Accounting Standards Committee, IAS 7 (Revised 1992), Cash Flow Statements.

Deze aanbevelingen maken deel uit van de door de Stichting opgestelde richtlijnen voor de jaarverslaggeving.

In deze richtlijnen wordt o.a. aangegeven dat de kasstroom uit operationele activiteiten op twee verschillende manieren kan worden bepaald, volgens de zogenaamde directe methode of volgens de zogenaamde indirecte methode. Daarbij wordt aangegeven dat voor een kasstroomoverzicht betreffende operationele activiteiten, de zogenaamde directe methode theoretisch de meest zuivere vorm is.

Deze methode houdt in dat het toepassen ervan vereist dat ontvangsten en uitgaven rechtstreeks uit de administratie van de desbetreffende onderneming kunnen worden afgeleid.

Bij de directe methode is de kasstroom uit operationele activiteiten met name samengesteld uit de volgende posten:

- Ontvangsten van afnemers;
- Betalingen aan leveranciers en werknemers;
- Betaalde c.q. Ontvangen interest en winstbelasting.

In veel gevallen waar voor de directe methode noodzakelijke posten op basis van externe (gecon-solideerde) verslaggeving niet kunnen worden afgeleid, zal inzicht in de administratie van de onderneming moeten worden verkregen om te komen tot een adequate aanpassing van de netto-omzet, de kostprijs van de omzet en andere onderdelen van de winst- en verliesrekening.

De indirecte methode voor de weergave van kasstromen uit operationele activiteiten houdt volgens de eerder aangegeven richtlijnen voor de jaarverslaggeving in, dat het gerapporteerde resultaat wordt aangepast voor:

- Posten van de winst- en verliesrekening die geen invloed hebben op ontvangsten en uitgaven in dezelfde periode;
- Mutaties in voorzieningen, overlopende posten, voorraden, handelsdebiteuren en handelscrediteuren;
- Posten van de winst- en verliesrekening waarvan de ontvangsten en uitgaven niet beschouwd worden als behorend tot de operationele activiteiten.

De operationele kasstroom zoals in figuur 6 (p.49) is weergegeven, sluit aan bij de beschrijving van de kasstroom uit operationele activiteiten volgens deze door de Stichting voor de Jaarverslaggeving aangegeven indirecte methode.

Samenvattend kan worden aangegeven dat in het voorgaande als uitgangspunt voor een bedrijfs-economisch analyse-systeem een drietal kasstroom begrippen onderkend en nader gedefinieerd werden, te weten: operationele kasstroom, financiële kasstroom en investerings-kasstroom.

Elk van deze drie kasstromen blijkt naar analogie van het Du Pont-systeem als een samenhangend en verklarend schema te kunnen worden weergegeven.

5. Kasstroom Analyse Systeem

Der Ausgleich von Energiebedarf und Energieversorgung bedeutet Ausgleich des Aufwands an Energie, Kapital, Arbeit und Können.

Robert Gerwin¹⁹

5.1 Systeembeschrijving

Als resultante van de hiervoor aangegeven kasstromen kan een zogenaamde finale kasstroom worden gedefinieerd die is opgebouwd uit de operationele-, de investerings- en de financiële stroom en betreft de periode-mutatie in liquide middelen van een onderneming. In figuur 9 is dit schematisch weergegeven.

De finale kasstroom in deze figuur betreft een resultante die als prestatie-indicator kan dienen en trendmatig positief dient te zijn opdat er voldoende ruimte is voor minimaal een evenwicht tussen de inkomende en uitgaande kasstromen. Dit komt overeen met het voor ondernemingen geldende "solvency & survival" criterium zoals hiervoor in figuur 1 van dit hoofdstuk werd aangegeven.

De investerings- en de financiële stroom dienen als bestedings- en financieringsfactoren die een verklaring moeten geven voor de (eventueel afwijkende) finale stroom.

De werking van het analysemodel in figuur 9 kan als volgt uiteengezet worden.

Alhoewel het model niet alleen zinvol is in die situaties waarin zich een verslechtering van de ondernemingsprestatie voordoet, is ervoor gekozen het model te verklaren aan de hand van tegenvallende kasstromen.

Een tegenvallende operationele kasstroom vindt zijn oorsprong in een winststroom die aan de lage kant is en/of doordat het netto werkkapitaal een groot beslag legt op de winststroom. Indien de winststroom tegenvalt ligt de oorzaak bij de omzet en/of bij de kosten van de omzet. Tenslotte kunnen de kosten van de omzet te hoog zijn als gevolg van te hoge produktiekosten, verkoopkosten, algemene beheerskosten of dure inkoop van goederen of diensten bij derden, hetgeen direct tot uiting komt in de toegevoegde waarde.

Wanneer de finale kasstroom niet aan de verwachtingen voldoet en de oorzaak ligt niet bij de operationele kasstroom dan zal de reden daarvan gezocht moeten worden in de investerings- of financiële sfeer. Indien er zwaar ge(des)investeerd wordt in duurzame produktiemiddelen vindt dat direct zijn weerslag in de investeringsstroom. Een opsplitsing is dan nog te maken naar de posten op de balans waarin ge(des)investeerd is, te weten materiële vaste activa, immateriële vaste activa of financiële vaste activa.

Is een lagere finale stroom niet (geheel) te verklaren uit de operationele en investeringsstroom dan moet de oorzaak bij de financiële kasstroom liggen. Deze stroom bestaat uit:

- rente betalingen;
- dividend uitkeringen;
- veranderingen in het lang vermogen.

De veranderingen in het lang vermogen worden veroorzaakt door veranderingen in de eigen vermogenssfeer of veranderingen in de vreemd vermogenssfeer. De veranderingen in de balansposten reserves en gestort en opgevraagd kapitaal beïnvloeden het eigen vermogen.

19. 1980, p.198

Een toename of afname van de post 'gestort en opgevraagd aandelenkapitaal' kan zich voordoen ten gevolge van respectievelijk een emissie van aandelen of inkoop van eigen aandelen. Daarnaast kunnen er veranderingen optreden in de post vreemd vermogen lange termijn. Een afname dan wel toename van de balanspost vreemd vermogen lange termijn is doorgaans het gevolg van aflossingen op c.q. opname van vreemd vermogen.

Het in Figuur 9 weergegeven kasstromen model en het uitgebreide Du Pont-schema van Bilderbeek zoals weergegeven in Figuur 5 van dit hoofdstuk, kunnen met elkaar geïntegreerd worden.

De investeringsstroom en de operationele stroom leiden samen tot een RTV. De operationele stroom en de financiële stroom samen leiden tot een REV.

5.2 Prestatiemeting met KAS

Eerder in dit hoofdstuk werd aangegeven dat het proces dat uiteindelijk moet leiden tot de keuze van een methode voor het meten van de prestatie van een onderneming in principe uit een vijftal onderling afhankelijke stappen bestaat. Achtereenvolgens worden nu met betrekking tot KAS deze stappen nader bekeken.

1. Keuze van een prestatie-maatstaf welke de (hoofd)doelstelling(en) van de onderneming reflecteert.

In het begin van dit hoofdstuk werd aangegeven dat vanuit diverse overwegingen het kasgeld-principe als prestatiebegrip het beste uitgangspunt vormt.

2. Definitiekeuzes van onderwerpen zoals opbrengsten en investeringen.

In het voorgaande van dit hoofdstuk werden de verschillende elementen van de resulterende kasstroom gedefinieerd door middel van het benoemen van de samenstellende delen ervan. Daarbij werden drie verschillende kasstromen onderscheiden, te weten de operationele kas-stroom, de investeringskasstroom en de financiële kasstroom.

3. Keuze van een systeem van meting.

In navolging van het in dit hoofdstuk beschreven uitgebreide Du Pont systeem werd gekozen voor een kasstroom analysesysteem waarbij de samenstellende delen zorgen voor het verklarende karakter ervan.

De resulterende prestatie-maatstaf van het kasstroom analyse model dat in Figuur 9 is weergegeven betreft het mutatiesaldo aan liquide middelen over de gemeten periode. Samen met de onderliggende operationele kasstroom, de mutaties in de investeringen in vaste activa en de financiële kasstroom, wordt de verrichte prestatie van een onderneming in casu het voldoen aan het criterium van overleven weergegeven.

Daarbij geldt ons inziens als belangrijk uitgangscriterium de voorwaarde dat het meetsysteem instrumenteel is bij het te beheersen ondernemingsproces.

Eerder zagen we dat, wil er sprake zijn van een dergelijk beheerst proces, er volgens Parker, Ferris en Otley (1989) aan een viertal noodzakelijke voorwaarden moet zijn voldaan, namelijk:

- a. Er moeten doelstellingen geformuleerd zijn aangaande het te beheersen proces;
- b. De output van het te beheersen proces moet meetbaar zijn in dezelfde dimensie als waarin de doelstellingen zijn geformuleerd, zodat een vergelijking mogelijk is tussen het werkelijk bereikte en de geformuleerde doelstellingen;
- c. Vereist is een voorspellend model van het te beheersen proces. Dit maakt vaststelling mogelijk van de oorzaken wanneer gefaald wordt bij het bereiken van een doel, en, nog belangrijker, het voorspellend model stelt in staat mogelijke consequenties van correctieve acties te evalueren;
- d. Het moet mogelijk zijn om acties ter correctie te nemen, de mogelijkheid om de afwijking tussen de werkelijke prestatie en de gewenste prestatie te reduceren, moet aanwezig zijn.

Uitgaande van een formulering van de ondernemingsdoelstellingen in kasstroom termen, blijkt KAS te voldoen als voorspellend model van het te beheersen proces waarmee oorzaken van falen van het te bereiken doel kunnen worden vastgesteld.

Ook kan KAS worden gebruikt als voorspellend model waarmee de consequenties van correctieve acties kunnen worden geëvalueerd.

4. Bepaling van de normen welke van toepassing zouden moeten zijn.

De onderliggende waarden (en de daarbij behorende normen) die van toepassing zijn bij investeringsbesluiten (c.q. de bestedingsbeslissing met betrekking tot de aanwezige en/of binnenkomende kasgeld) betreffen zowel sociale als economische criteria, waarbij conflicterende belangen kunnen spelen tussen met name de individuele besluitnemer (ondernemer), de ondernemingsorganisatie, marktconcurrenten, de lokale gemeenschap of de samenleving als geheel (zie ook Figuur 1, p.27).

Uiteindelijk bepalen deze sociale en economische criteria het maatschappelijk bestaansrecht van een onderneming. Als objectieve norm geldt daarbij de eerder aangegeven hoofddoelstelling van een onderneming, namelijk de existentiële voorwaarde van het overleven.

Het financieel management proces zoals weergegeven in Figuur 1 geeft aan dat als criterium voor overleven geldt dat de uitgaande kasstromen en binnenkomende kasstromen bij een onderneming als functie van de tijd (minimaal) met elkaar in evenwicht dienen te zijn.

5. Vaststelling van het benodigde tijdsinterval van terugkoppeling.

Het van de overlevingsnorm afgeleide criterium betreffende het tijdsaspect waarbinnen dit kasstroom evenwicht aanwezig dient te zijn, is met name afhankelijk van het zogenaamd financieel weerstandsvermogen van de desbetreffende onderneming.

Dit weerstandsvermogen, bestaat uit het aanwezige (structurele) overschot aan liquide middelen en/of de capaciteit van een onderneming om op relatief korte termijn additionele financiering aan te trekken (hier kan worden gedacht aan het beschikken over een kredietruimte bij de bank en/of leveranciers, het beschikken over deugdelijke onbezwaarde onderpanden en het beschikken over garanties van derden).

Voldoende weerstandsvermogen biedt de zekerheid dat bij een tijdelijk ongunstige ontwikkeling van de omzet en de rentabiliteit de financiering van geplande activiteiten doorgang kan vinden zonder dat de onderneming zijn toevlucht hoeft te nemen tot ongewenste financiële noodmaatregelen zoals overleg met crediteuren, eventueel surséance van betaling (zie ook: Bilderbeek, 1986, pp. 3-6).

Bij gunstige ontwikkeling van omzet en rentabiliteit biedt een hoog weerstandsvermogen desgewenst de mogelijkheid van een versnelde groei van de onderneming.

In het algemeen geldt dat zolang een onderneming nog toegang heeft tot de diverse deelmarkten van de geld- en kapitaalmarkt, weerstandsvermogen aanwezig is. In principe zijn alle middelen ter handhaving cq. vergroting van het weerstandsvermogen gericht op het bewaren respectie-velijk verruimen van de toegang tot de geld- en kapitaalmarkt.

Door binnen het totale vermogen relatief veel met lang vreemd vermogen te werken, wordt vernieuwing van kredieten minder dikwijls noodzakelijk. De kans op niet-continuering wordt dus kleiner.

Alhoewel het weerstandsvermogen een belangrijke rol speelt bij het benodigde tijdsinterval van terugkoppeling, zal in het algemeen gelden dat een zo snel mogelijke terugkoppeling theoretisch het meest wenselijk is, opdat bij ongewenste ontwikkelingen zo snel mogelijk correctieve acties kunnen worden ondernomen.

De kwaliteit van de administratieve organisatie binnen de onderneming zal in de meeste gevallen een sterke bepalende factor zijn bij het tijdsinterval van terugkoppeling.

Gelet op diverse vertragende elementen die in de praktijk op kunnen treden bij het plegen van kasgeld-investeringen, is de verwachting dat een 'dynamisch' gebruik van KAS tot verbeterde inzichten leidt over de al dan niet volgtijdelijke wisselwerking tussen de drie samenstellende kasstromen. Bij een dergelijk 'dynamisch' gebruik van KAS is de verwachting dat naast de geleverde ondernemingsprestatie tevens de korte termijn continuïteitsverwachting van de betreffende onderneming inzichtelijk wordt gemaakt.

5.3 Samenvatting

Door het samenvoegen van de operationele, financiële en investerings kasstromen, ontstaat een kasstroom analyse model waarbij de resulterende finale kasstroom in samenhang met de samenstellende kasstromen als prestatie-indicator van een onderneming kan dienen.

Het aldus verkregen Kasstroom Analyse Systeem (KAS) blijkt, uitgaande van een formulering van de ondernemingsdoelstellingen in kasstroom termen, te voldoen als analysemodel van het te beheersen ondernemingsproces waarmee onder meer vaststelling mogelijk is van de oorzaken wanneer gefaald wordt bij het bereiken van een doel.

Daarnaast blijkt KAS in principe te kunnen worden gebruikt als voorspellend model waarmee de consequenties van correctieve acties kunnen worden geëvalueerd.

Het Kasstroom Analyse Systeem voldoet daarmee zowel als meetinstrument als aan het voorspellend model dat onderdeel uitmaakt van de vier noodzakelijke voorwaarden waaraan voldaan moet zijn, wil er sprake zijn van een beheerst proces.

Een meer-perioden weergave van de KAS prestatie-indicatoren zal naar verwachting tot een verbeterd inzicht kunnen leiden ten aanzien van de wisselwerking tussen de drie hoofd-kasstroomen als functie van de tijd.

6. Case-onderzoek KAS

Een case study kiest
per definitie voor een bepaalde
bron en een methode van waarnemen.

De Leeuw²⁰

6.1 Inleiding

In het voorafgaande van dit hoofdstuk werd een antwoord gegeven op de deel-onderzoeksvraag wat de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming is en hoe die met behulp van KAS kan worden gemeten.

In deze paragraaf zal de validiteit²¹ van KAS als meetinstrument nader worden onderzocht door het toe te passen bij de analyse van bedrijfseconomische gegevens van een tweetal ondernemingen. Daarbij gaat de interesse met name uit naar de zogenaamde inhoudelijke validiteit waarbij zal worden nagegaan in hoeverre de verschillende aspecten van KAS goed tot uitdrukking komen.

6.2 Ontwerp en methode van onderzoek

Het doel is om in praktijkgevallen enerzijds een verklaring te vinden voor veranderingen die optreden in de verschillende kasstromen van KAS en anderzijds het vinden van de oorzaken van de geconstateerde veranderingen opdat door het nemen van stuurcorrecties de (kasstroom) prestaties verbeterd zouden kunnen worden. Als empirische onderzoeksmethode werd gekozen voor de zogenaamde case study methodiek, dit in verband met KAS dat een gevalspecifieke analysemethode betreft. Gevalsstudie of case study is een vorm van veldonderzoek waarbij indringende bestudering van een geval of enkele gevallen plaatsvindt (De Leeuw, 1990, p.131). Yin (1994, p.13) geeft aan dat de case study één van de verschillende manieren is om sociaal-wetenschappelijk onderzoek te verrichten. "In general, case studies are the preferred strategy when 'how' or 'why' questions are being posed, when the investigator has little control over events, and when the focus is on a contemporary phenomenon within some real-life context", aldus Yin. Voor de onderzoeksopzet werd gekozen voor het case study model dat in Figuur 10 (p.62) is weergegeven.

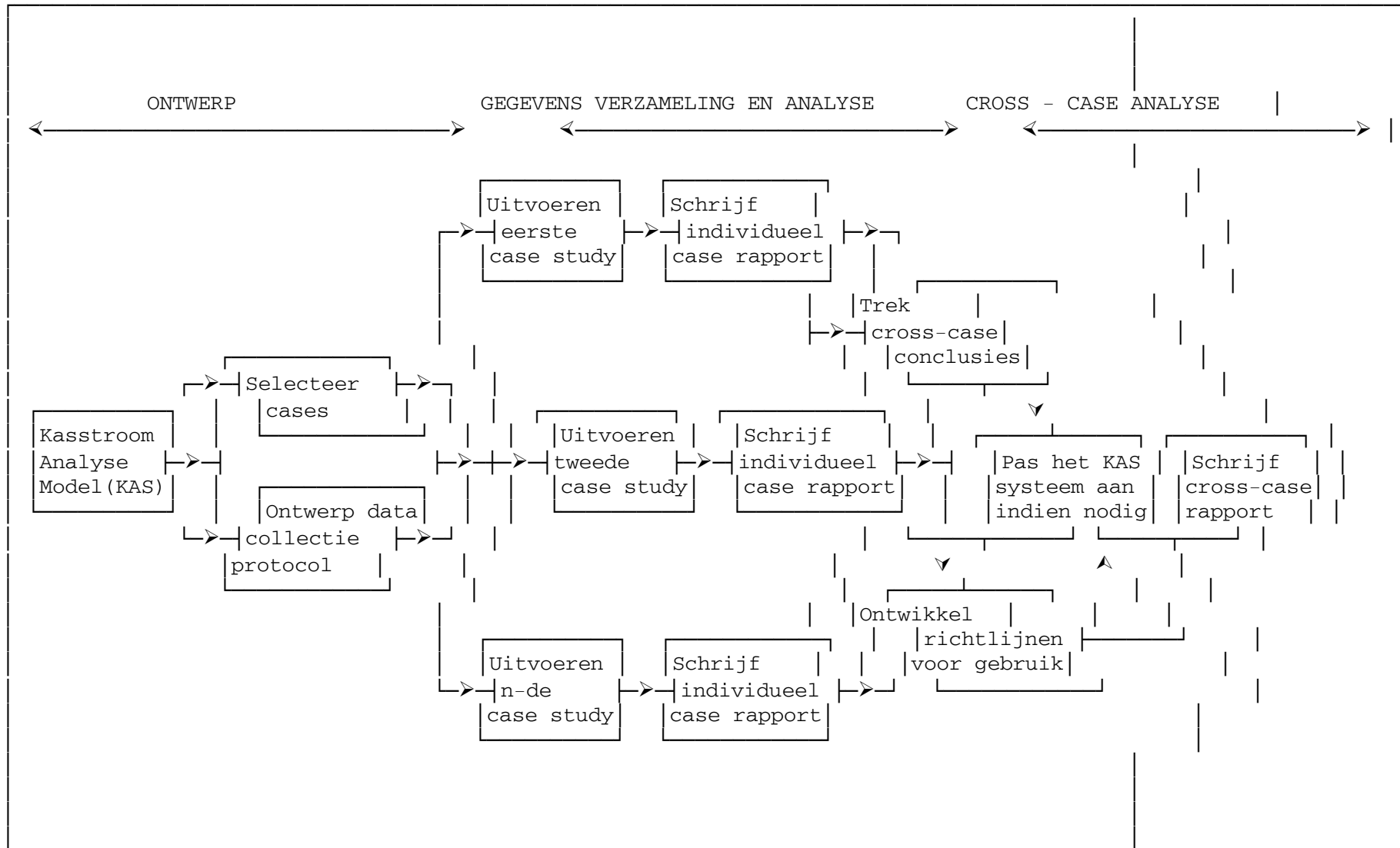
6.3 Case selectie

Gelet op de vraagstelling betreffende de validiteit van KAS als meetinstrument van bedrijfs-economische prestatie, werd gekozen voor een meervoudig case-study ontwerp omdat het bewijs dat van meerdere gevallen wordt verkregen doorgaans als meer overtuigend wordt ervaren. Enkelvoudige case-studies zijn daarbij per definitie geschikter om uitzonderingsgevallen, zeldzame of kritische situaties en onthullende gevallen te onderzoeken. Yin (1994, pp.52-53) geeft aan dat bij meervoudig case-study onderzoek het wel noodzakelijk is dat elke case een eigen specifiek doel dient binnen het raam van de onderliggende vraagstelling die in dit hoofdstuk aan de orde is. De belangrijkste overweging die ten grondslag ligt aan de keuze van de hierna beschreven gevallen is vanuit praktische gronden de beschikbaarheid van relevante gegevens van verschillende typen bedrijven.

20. 1990, p.128.

21. De Leeuw (1990, pp. 93-94) geeft aan dat een meetinstrument valide is als het inderdaad datgene meet wat is beoogd.

Figuur 10. Case-onderzoek KAS



Kasstroom Analyse Systeem

Afgeleid van: "Case Study Method", Yin (1994, p.56)

Door te kiezen voor verschillende typen van bedrijven wordt de beantwoording verbreed inzake de hiervoor genoemde validiteitsvraag betreffende KAS als meetinstrument van bedrijfseconomische prestaties. Het specifieke doel van elke case is dan ook binnen het raam van de meer algemene validiteit vraagstelling KAS validiteit voor het desbetreffende bedrijfstype te toetsen. Alhoewel in het kader van dit onderzoek KAS werd getoetst bij in totaal een tiental verschillende bedrijfsituaties, is het aantal in dit hoofdstuk te behandelen case-studies beperkt tot twee.

De resultaten van de overige case-studies worden daarna kort samengevat.

De eerste hierna te behandelen case betreft de in 1974 opgerichte Naamloze Vennootschap Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij (NOM) die vanuit haar gezicht als (bijzondere) participatiemaatschappij als financieringsbedrijf kan worden aangemerkt.

Als tweede case wordt de N.V. Meppeler Machine Fabriek behandeld. Het betreft hier een industrieel bedrijf dat in haar oorspronkelijke vorm werd opgericht aan het einde van de vorige eeuw.

6.4 Gegevensverzameling en -verwerking.

Het karakter van het Kasstroom Analyse Systeem brengt met zich mee dat er meerdere meet-momenten nodig zijn voor het uitvoeren van een analyse. De financiële gegevens die nodig zijn om met gebruikmaking van KAS de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming te meten zijn afkomstig van de winst- en verliesrekening en van de balans. Afhankelijk van het gewenste analyse niveau, worden van de winst- en verliesrekening en balans de volgende posten gebruikt:

Winst- en verliesrekening:

- a. omzet;
- b. kosten van grond- en hulpstoffen en uitbesteed werk;
- c. lonen en salarissen en overige personeelskosten;
- d. overige kosten;
- e. afschrijvingen;
- f. betaalde rente;
- g. buitengewone baten en lasten;
- h. belastingen;
- i. netto resultaat.

Balans:

- a. vaste activa;
- b. voorraden;
- c. handelsdebiteuren;
- d. liquide middelen;
- e. eigen vermogen vóór winstbestemming;
- f. lang vreemd vermogen;
- g. voorzieningen die ten laste van de winst zijn gecreëerd;
- h. kortlopende verplichtingen.

Winstbestemming:

- a. dividend.

Naar aanleiding van de in het vorige hoofdstuk beschreven theoretische synthese lijkt het mogelijk met behulp van de hiervoor genoemde basis gegevens een aantal figuren te genereren die in onderlinge samenhang de verklaring van een verandering in de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming kunnen geven. Afhankelijk van de beschikbaarheid kan een dergelijke analyse worden uitgevoerd op basis van maand-, kwartaal- of jaargegevens.

Bij de twee hierna te behandelen case-studies werd gebruik gemaakt van financiële jaarverslagen van de betreffende ondernemingen. Per bedrijf werd daarbij gelet op consistentie in de wijze van verslaglegging over de verschillende voor de case-studies gebruikte periodes.

De voor KAS benodigde gegevens van een aantal opeenvolgende verslagjaren werden vervolgens in een computermodel van KAS ingevoerd waarna door middel van grafische presentatie als eerste analyse-niveau een beeld werd gegenereerd van de bedrijfseconomische prestatie gekoppeld aan de operationele, financiële en investering-kasstroom. Vervolgens werden de samenstellende gegevens van iedere kasstroom nader geanalyseerd. Op deze wijze kunnen verklaringen worden gevonden voor veranderingen die optreden in de verschillende kasstromen van KAS alsmede de oorzaken worden gevonden van de geconstateerde veranderingen. De praktische betekenis hiervan is dat door het nemen van probleemspecifieke stuurcorrecties de bedrijfseconomische prestatie verbeterd zou kunnen worden. KAS kan vervolgens verder als voorspellend model worden gebruikt om de mogelijke consequenties van beoogde correctieve acties te evalueren.

6.5 Case study NV Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij (NOM)

6.5.1 Situatieschets

De regionale ontwikkelingsmaatschappij NOM werd in 1974 opgericht door de Staat der Nederlanden. Krachtens haar statuten heeft de NOM de opdracht 'een bijdrage te leveren aan de verbetering van de sociaal-economische structuur en de werkgelegenheid in het Noorden des Lands'. Zij doet dit via propagerende, adviserende en initiërende activiteiten en door participaties in het risicodragend vermogen van bestaande of nieuw op te richten ondernemingen (zie: Jaarverslag 1975/76 N.V. Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij, p.6). In 1987 werd een nieuw financieelstructuur ingevoerd bij de NOM waarbij de balans ingrijpend werd gesaneerd en de operationele doelstellingen opnieuw werden geformuleerd. Tegenover de waarde van de participaties op het moment van de wijziging verkreeg de Staat der Nederlanden deels aandelen in de NOM, terwijl zij voor het overige gedeelte aan de NOM een renteloze lening verstrekke. De statutaire bepaling, dat de door de NOM genomen participatiebesluiten door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders moeten worden goedgekeurd, kwam op dat moment te vervallen, waardoor de beslissingsbevoegdheid volledig bij de directie en de Raad van Commissarissen kwam te liggen.

6.5.2 Bedrijfseconomische analyse

Met gebruikmaking van KAS werd de bedrijfseconomische prestatie van de NOM onderzocht vanaf het moment van financiële herstructurering. De voor deze analyse gebruikte KAS-gegevens zijn in Overzicht 5 weergegeven. Deze gegevens zijn onttrokken aan de gepubliceerde NOM-jaarverslagen over de periode 1986 t/m 1993. Door middel van weergave van de KAS-gegevens in een aantal figuren wordt hierna inzichtelijk gemaakt hoe de verschillende samenhangende kasstromen en de samenstellende delen ervan zich over de gehele analyse-periode hebben ontwikkeld.

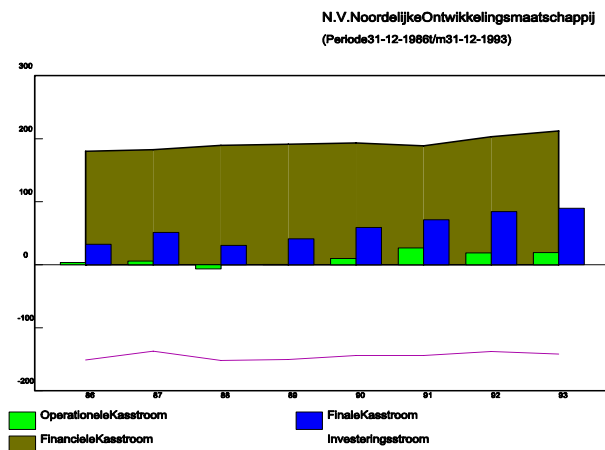
Overzicht 5.KAS - gegevens Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij

<i>(f x 1000)</i>	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Eigen Vermogen	114264	116206	121928	122962	124516	125891	132606	140711
Dividend	0	0	0	0	0	-6714	0	0
Langlopende Schulden	65848	66597	67291	68118	68926	69674	70594	71540
FINANCIËLE KASSTROOM	180112	182803	189219	191080	193442	188851	203200	212251
Historische Waarde Investerings	-150365	-135956	-149828	-157833	-144409	-161594	-172769	-186236
Herwaardering + Rentebijdring	-5284	-10906	-12518	-13192	-9577	-6544	-4086	-1902
Voorzieningen op Investerings	4477	9616	10530	20560	9956	23957	39019	46363
INVESTERINGSSTROOM	-151172	-137246	-151816	-150465	-144030	-144181	-137836	-141775
Vorderingen	-449	-3249	-9479	-2904	-2148	-2737	-4329	-4974
Kortlopende Schulden	1830	3017	1440	1597	10453	15668	14692	20072
Netto Werkkapitaal	1381	-232	-8039	-1307	8305	12931	10363	15098
Voorzieningen	0	0	0	0	0	0	0	319
Netto Winst	1942	5721	1034	1554	1270	13429	8105	3509

Kasstroom Analyse Systeem

OPERATIONELE KASSTROOM	3323	5489	-7005	247	9575	26360	18468	18926
FINALE KASSTROOM	32263	51046	30398	40862	58987	71030	83832	89402

Figuur 11. Ontwikkeling van resulterende kasstromen



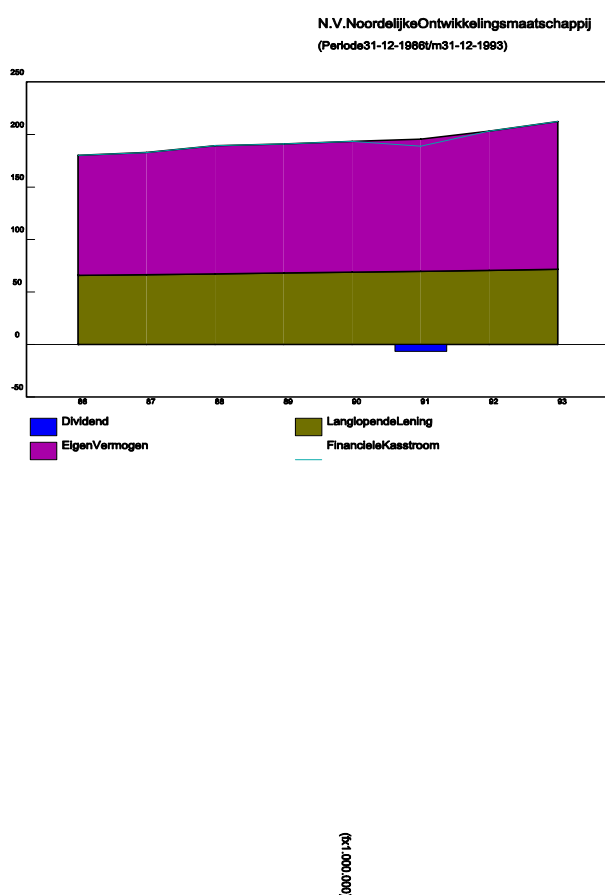
Figuur 11 toont de ontwikkeling van de in KAS gedefinieerde kasstromen in de periode 1987 tot en met 1993. De jaarlijkse financiële stroom blijkt net als de operationele stroom over de gehele periode genomen positief. Het geïnvesteerde vermogen neemt daarentegen in dezelfde periode af. De finale kasstroom (kasgeld en deposito's) van de NOM, in KAS gedefinieerd als de resultante van operationele stroom, investeringsstroom en financiële stroom blijkt sterk toegenomen. Het saldo van de liquide middelen hangt vooral samen met de bedragen die ontvangen zijn door het afstoten van participaties in de voorafgaande jaren (zie: Jaarverslagen NOM 1987 t/m 1993).

Wat betreft de financiële stroom kan worden opgemerkt dat ieder jaar de winst aan het eigen vermogen werd toegevoegd met als uitzondering het verslagjaar 1991 toen slechts de helft van de winst aan het eigen vermogen werd toegevoegd. Dit verklaart de dip in de financiële kasstroom grafiek. De andere helft van de winst over 1991 is zowel per 31/12'90 als per 31/12'92 als kort-lopende schuld aan aandeelhouders in de jaarrekening opgenomen en werd volgens het NOM Jaarverslag 1992 (p.7) in 1993 als dividend aan de aandeelhouders van de NOM uitgekeerd.

Een overzicht van de samenstellende delen van de financiële stroom is in Figuur 12 weergegeven. Het tweede bestanddeel van de financiële stroom betreft een jaarlijkse mutatie in de langlopende schulden.

De langlopende schulden van de NOM bestaat uit een renteloze lening van de Staat der Nederlanden die jaarlijks wordt verhoogd met 12½ procent²² van de apparaatskosten bestaande uit personeelskosten en een post overige kosten. Deze laatste post omvat o.m. investeringen in (kleinschalige) bedrijfs-ontwikkelingen (hoofdzakelijk bij startende ondernemingen) die direct op de winst- en verliesrekening van de NOM worden afgeboekt. Het betreft hier investeringen in de vorm van een achtergestelde lening tegen aangepaste voorwaarden met een maximum van f 100.000,- per geval. Ondernemingen, die met een redelijke kans van slagen nieuwe activiteiten ontwikkelen die een vermogensversterking rechtvaardigen, kunnen een beroep doen op deze faciliteit.²³

Figuur 12.Samenstelling financiële kasstroom



Het in vaste activa geïnvesteerde vermogen bij de NOM betreft de participatie-portefeuille van de NOM. Uitgangspunt bij participatie door de NOM in ondernemingen is het in principe tijdelijk verstrekken van risicodragend vermogen aan nieuwe of bestaande bedrijven, teneinde nieuwe activiteiten op te zetten of bestaande activiteiten te versterken. Behoudens bijzondere omstandigheden streeft de NOM daarbij naar minderheidsbelangen.

22. In het NOM Jaarverslag 1988, p.41 wordt abusievelijk een rentepercentage van 12 i.p.v. 12½ genoemd.

23. Eind 1993 bedroeg het door de NOM in deze faciliteit geïnvesteerde vermogen ca. f 5 miljoen. Dit bedrag was verstrekt aan in totaal zo'n 70 ondernemingen in Noord-Nederland.

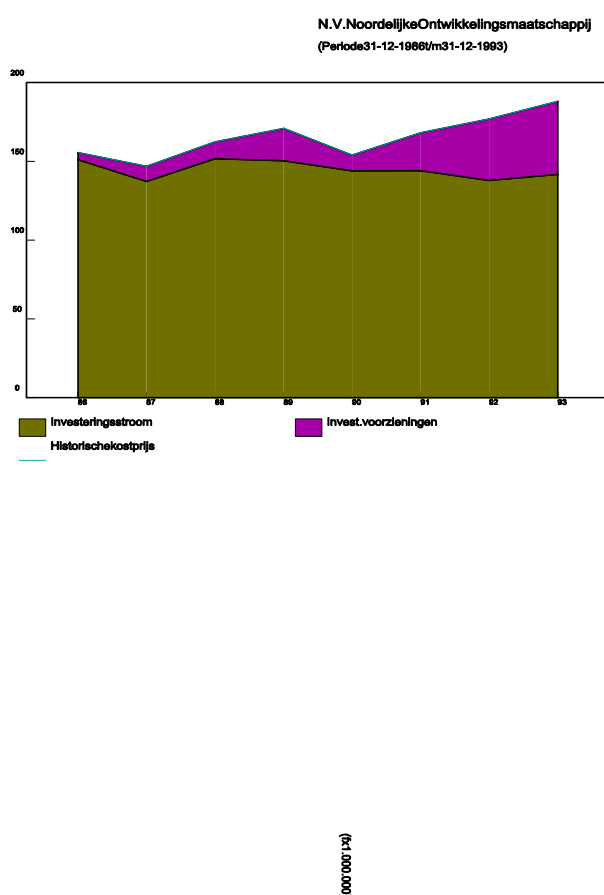
Kasstroom Analyse Systeem

De door de NOM geïnvesteerde risicodragende financieringen bedroegen eind 1993 in totaal ruim f 186 miljoen waarvan f 142 miljoen op de balans van 31/12/93 zichtbaar is.

Met als reden dat de participaties noch onderling, noch met de NOM een economische eenheid vormen, ongeacht de mate waarin geparticipeerd wordt, vindt geen consolidatie van de meerderheidsparticipaties plaats. In de jaarrekeningen van de NOM worden de participaties gewaardeerd tegen verkrijgingswaarde, onder aftrek van individueel bepaalde voorzieningen wegens te verwachten lagere verkoopwaarden.

Deze verkrijgingswaarde bestaat uit de historische kostprijs of de waarde bepaald op het moment van de balanssanering, waarvoor aandelen zijn verkregen door de Staat der Nederlanden (zie bijvoorbeeld: NOM, Jaarverslag 1992, p.32).

Figuur 13. Samenstelling investeringsstroom

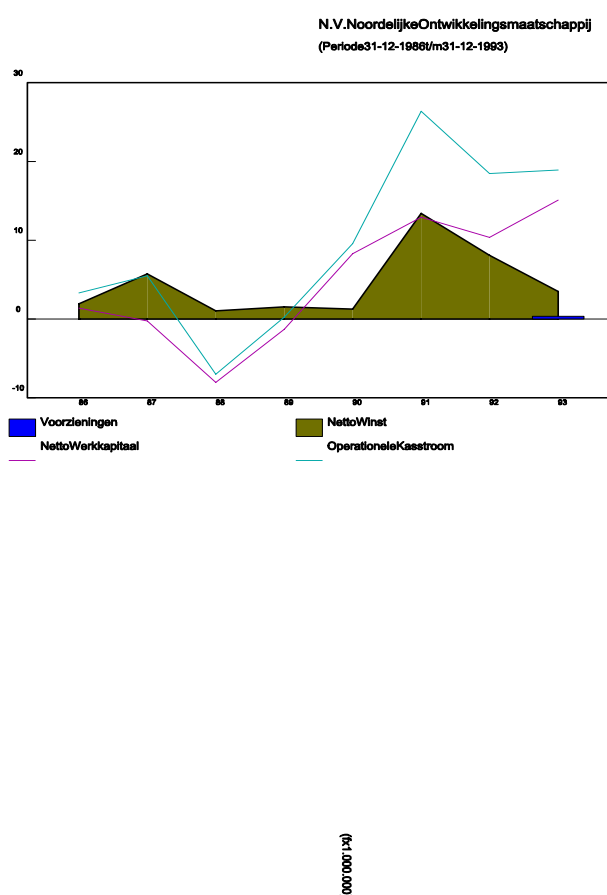


De samenstelling van de investeringsstroom is in Figuur 13 weergegeven. De in deze figuur aangegeven historische kostprijs is inclusief rentebijdringen op achtergestelde leningen en inclusief herwaarderingsverschillen als gevolg van de waarde bepaald bij de balanssanering.

De aard van het participatiebedrijf brengt met zich mee dat de samenstelling van de investering-portefeuille voortdurend aan wijzigingen onderhevig zal zijn. Het niveau van de investeringen op basis van historische kostprijs blijkt desondanks een stijgende lijn te vertonen. Hiermee in contrast staat de dalende trend van de investeringsstroom. Deze laat zich echter verklaren door een gelijktijdige toename van het voorzieningenniveau.

Uitgaande van een consistent beleid terzake van het treffen van voorzieningen zoals blijkt uit de NOM jaarverslagen 1987 t/m 1993, zou op basis van de historische kostprijsontwikkeling geconcludeerd kunnen worden dat de relatieve kwaliteit van de investering-portefeuille vanaf 1988 is verminderd. Over de periode 1987 t/m 1993, blijkt uit de NOM Jaarverslagen dat het aantal door de NOM gefinancierde ondernemingen in deze portefeuille is gegroeid van ruim 20 ultimo 1986 tot ruim 60 per 1992, ondanks het feit dat tussentijds nogal wat participaties zijn afgestoten. Het percentage startende ondernemingen bedroeg daarbij ultimo 1992 30%. (NOM Jaarverslag 1992, pp.15-17). Het lijkt aannemelijk dat het hoge percentage startende ondernemingen in combinatie met de wat slechtere economische situatie in die jaren een verklaring kan vormen voor een vermindering van de relatieve kwaliteit van de NOM-portefeuille.

Figuur 14.Samenstelling operationele kasstroom



Uit de toelichting op de jaarrekening (zie bijvoorbeeld NOM Jaarverslag 1992, p. 33) blijkt dat de opbrengsten van de participaties bestaan uit dividenden, commissarissenbeloningen en gerealiseerde winst bij verkoop. Verliezen bij afstoting worden afgeboekt ten laste van de ter zake gevormde voorziening. Toevoegingen aan deze voorziening komen ten laste van het resultaat. Met name de gerealiseerde opbrengsten en verliezen (via toevoegingen aan de terzake gevormde voorziening) bij afstoting blijken een sterk fluctuerende invloedsfactor op de jaarlijkse nettowinst. Dit verklaart de positief afwijkende winsten in Figuur 14. Het tweede samenstellen-de deel van de operationele kasstroom van de NOM, het netto werkkapitaal wordt gekenmerkt door een positieve uitschieter (de desbetreffende grafiek in Figuur 13 is in negatieve waarden weergegeven) in 1988.

Dit wordt vooral veroorzaakt door de voorfinanciering door de NOM van de bij de balans-sanering door de Staat der Nederlanden overgenomen rente- en aflossingsverplichtingen.

In 1990 doet zich de omgekeerde situatie voor waarbij de door de Staat der Nederlanden overgenomen rente- en aflossingsverplichtingen per balansdatum was vooruitbetaald aan de NOM. In 1991 en 1992 was op de kortlopende verplichtingen het dividend over 1991 ad f 6,7 miljoen opgenomen. Ook blijkt in de kortlopende verplichtingen over 1991 en 1992 een fors bedrag opgenomen aan 'nog te storten inzake participaties en leningen' (respectievelijk f 3 miljoen en f 4,3 miljoen).

6.5.3 Conclusies

Geconcludeerd kan worden dat door middel van het gebruik van KAS de veranderingen in de finale kasstroom van de NOM in de periode 1987 t/m 1993 verklaard kunnen worden uit de overige kasstromen in diezelfde periode en dat de samenstellende delen van de financiële, investering- en operationele kasstromen een verklarend beeld geven van respectievelijk de financiering van de vaste activa, de relatieve kwaliteit van deze activa en de oorzaken van veranderingen in de operationele kasstroom. Opvallend is de geconstateerde vermindering van de relatieve kwaliteit van het geïnvesteerd vermogen van de NOM vanaf 1988. Wanneer daarbij de stijging van de liquide middelen (finale kasstroom) over dezelfde periode in aanmerking wordt genomen, kan geconcludeerd worden dat de NOM blijkbaar niet in staat is goed renderende investeringen te vinden voor de haar ter beschikking staande liquide middelen. Anderzijds kan de geconstateerde afname in de relatieve kwaliteit van de investeringsportefeuille een gevolg zijn van beleidsmatige afwegingen omtrent het aanvaarden van extra risico's en langere pay-out perioden. Ook concurrerende verstrekkers van risico-financiering kunnen een rol spelen, met name bij de minder risicovolle ondernemingen. Daarnaast kan de geografische beperking - mede gelet op een relatief zwakke Noord-Nederlandse economie - die statutair aan de bedrijfsmatige uitoefening van de NOM is opgelegd een belangrijke rol spelen bij de teruggang in relatieve kwaliteit van haar investeringsportefeuille. Tenslotte kan een zwakke algemene economie²⁴ in het begin van de jaren negentig eveneens een invloedsfactor zijn op de relatieve kwaliteit van de NOM participatie-portefeuille. Het spanningsveld dat inherent is aan de taakstellingen van de NOM, blijkt uit hetzelfde Jaarverslag (1993, p.15) waarin de NOM directie het volgende stelt:

"Het is onvermijdelijk dat de NOM een meer kritisch acceptatie beleid voert, waarbij de NOM op marktconforme wijze risico en rendementsperspectief zal inschatten. Uiteraard is de NOM zich daarbij bewust van haar missie de structuur van de Noordnederlandse economie te versterken door het goede te behouden en het nieuwe te stimuleren."

24. De directie van de NOM stelt in het Jaarverslag 1993 (p.15) dienaangaande het volgende: "De aanhoudend zwakke conjunctuur laat duidelijk zijn sporen achter in de industriële ondernemingen, die deel uitmaken van de NOM-portefeuille. Afhankelijk van marktsegment en concurrentiepositie wordt het risico-profiel van de participaties in meerdere of mindere mate negatief beïnvloed".

6.6Case study N.V. Meppeler Machinefabriek

6.6.1Situatieschets

In 1898 startte F. Huisman de Meppeler Machine Fabriek (MMF). Rond 1916 ontstond het handelsmerk HA-ES (oorspronkelijke produkten o.a. scheepsmotoren, centrifugaal- en plunjer-pompen). Met dit merk groeide de MMF uit van een regionale fabriek tot een industrieel bedrijf met nationale bekendheid. In het verlengde van handelsactiviteiten die werden opgestart op het gebied van CV-ketels, werden door de MMF zogenaamde hoog rendement gaswandketels ont-wikkeld, geproduceerd en onder de naam Kiddy op de Nederlandse markt afgezet.

Het jaar 1991 resulteerde in een dieptepunt voor de MMF met een verlies van f 6,3 miljoen.

Eind 1991 werd door de toenmalige directie besloten tot een reorganisatie waarbij het personeels-bestand met circa 30 werknemers werd teruggebracht. In de daarop volgende jaren vond een aantal desinvesteringen plaats. Het betrof hier zowel de productieactiviteiten van de HA-ES pompen als van de Kiddy CV-ketels. De personeelsbezetting liep terug van 210 ultimo 1989 tot een zestigtal in het voorjaar van 1994 (Henzen, 1994). Medio maart 1997 kwam met de verkoop van de dochtermaatschappij Centrale handels Vennootschap aan Buderus Nefit Holding te Deventer een einde aan de activiteiten van MMF (Kiewiet, 1997).²⁵

6.6.2Bedrijfseconomische analyse

Met gebruikmaking van KAS werd de bedrijfseconomische prestatie van de MMF onderzocht over de periode voorafgaande aan de bedrijfsmatige omslag bij de MMF. De voor deze case study gebruikte KAS - gegevens zijn in overzicht 6 weergegeven. De gegevens zijn afkomstig uit de gepubliceerde jaarverslagen van de MMF betreffende de periode 1982 t/m 1990. De samen-hangende kasstromen volgens KAS en samenstellende delen van deze kasstromen worden hierna in een aantal grafieken weergegeven met als doel inzichtelijk te maken hoe de bedrijfsprestatie van de MMF zich over de analyse periode heeft ontwikkeld.

Figuur 15 laat de kasstromen zien gedurende een periode van 8 jaar.

De operationele stroom is aan het dalen vanaf 1986.

De investeringsstroom daalt in deze periode eveneens, met een relatief forse daling gedurende het jaar 1988. Dit laatste duidt op het afstoten en ten gelde maken van bepaalde investeringen. Een bevestiging hiervan wordt gevonden in het verslag van de directie van MMF over het boekjaar 1988. "De reeds in het vorig jaarverslag aangekondigde overdracht van onze aandelen in Keppel Kunststoffen B.V. te Doetinchem aan Ubbink N.V. te Doesburg werd in de loop van het ver-slagjaar, met een effectieve overdrachtdatum van 1 januari 1988, gerealiseerd.

In de geconsolideerde cijfers ultimo 1987 is Keppel Kunststoffen B.V. derhalve nog betrokken; ultimo 1988 daarentegen niet meer."

De sterk afnemende finale kasstroom in 1990 blijkt bij een licht stijgende financiële kasstroom en een dalende investeringsstroom een direct gevolg van een sterk dalende operationele kas-stroom in datzelfde jaar. De financieringsstroom daalt gedurende de periode 1982 tot 1988 in geringe mate en is vanaf 1988 licht stijgend. Een vrij sterke toename van de finale kasstroom in 1988 bij dalende financiële en operationele kasstromen blijkt direct gerelateerd aan de dalende investeringsstroom.

25. De omzet over 1996 bedroeg ongeveer f 17 miljoen en het bedrijf heeft in 1997 ongeveer 50 medewerkers op de loonlijst. "De handel in aandelen van de Meppeler machinefabriek op de Incourante Markt zit al jaren muurvast", aldus Kiewiet.

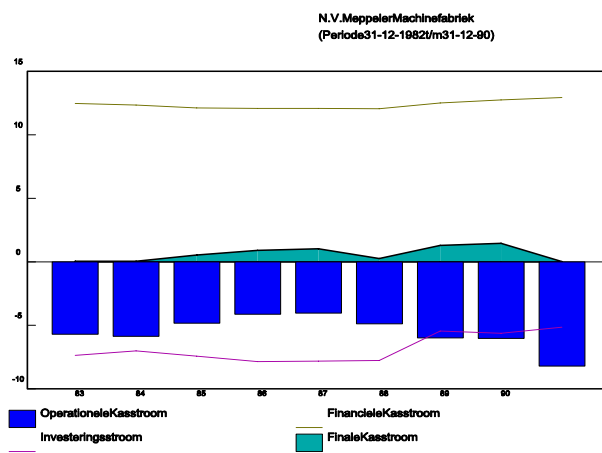
Overzicht 6.KAS - gegevens Meppeler Machine Fabriek

(f x 1000)	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Eigen Vermogen	9936	10027	10270	10521	10764	10964	11415	11951	12162
Dividend	-226	-251	-496	-537	-537	-563	-613	-552	-406
Langlopende Schulden	3836	3487	3198	3212	2913	2830	1571	1570	1667
Betaalde Rente	-421	-336	-178	-287	-255	-305	375	168	-37
FINANCIËLE KASSTROOM	13125	12927	12794	12909	12885	12926	12748	13137	13386
INVESTERINGSSTROOM	-7364	-7001	-7426	-7852	-7811	-7766	-5450	-5630	-5143
Omzet	49073	35347	40135	45164	44844	46926	41413	46149	43925
Toegevoegde Waarde	?	13644	16455	17781	17618	17896	15524	15955	13969
Voorraden	-11664	-9532	-8593	-9237	-10321	-9423	-10194	-10565	-12800
Vorderingen	-8496	-8339	-8910	-10454	-8819	-10479	-8004	-9108	-9100
Kortlopende Schulden	13044	10458	10994	13650	13112	12875	10699	12009	12137
Netto Werkkapitaal	-7116	-7413	-6509	-6041	-6028	-7027	-7499	-7664	-9763
Afschrijvingen	754	750	721	680	869	905	732	753	553
Betaalde Rente	421	336	178	287	255	305	-375	-168	37
Voorzieningen	0	0	0	75	0	0	0	96	379

Hoofdstuk II:Bedrijfseconomische prestatie

Netto Winst	234	456	772	852	857	925	1149	945	581
OPERATIONELE KASSTROOM	-5707	-5871	-4838	-4147	-4047	-4892	-5993	-6038	-8213
FINALE KASSTROOM	54	55	530	910	1027	268	1305	1469	30

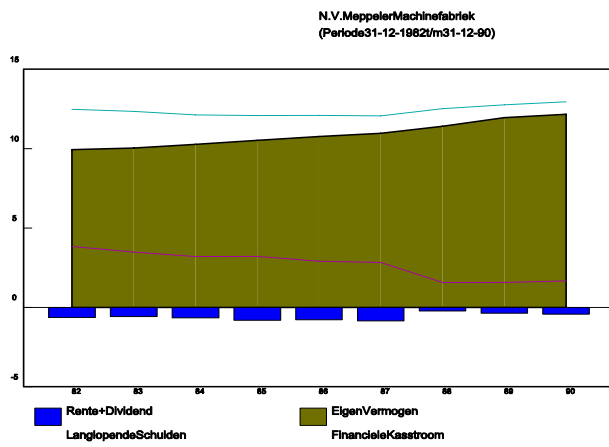
Figuur 15. Ontwikkeling van resulterende kasstromen



(000'000,-)

Figuur 16. Samenstelling en ontwikkeling van de financiële kasstroom

Hoofdstuk II: Bedrijfseconomische prestatie



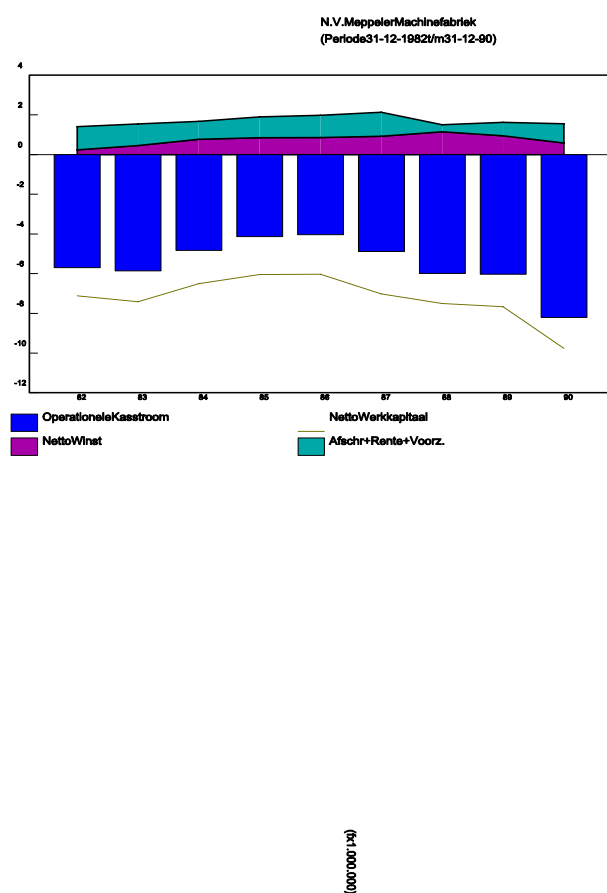
(000'000,000)

Kasstroom Analyse Systeem

Uit Figuur 16 blijkt dat de langlopende schulden tot en met 1988 afnemen. Het betreft hier blijkens de MMF Jaarverslagen (zie bijvoorbeeld MMF Jaarverslag 1988, p.15) aflossing van een lening onder hypothecair verband van onroerend goed van Keppel Kunststoffen B.V., het bedrijf dat zoals reeds eerder werd aangegeven, in 1988 werd verkocht aan derden.

De financiële kasstroom daalt in dezelfde periode minder dan de langlopende schulden in verband met een stijging van het eigen vermogen als gevolg van winstinhouding. De invloed van aflossing van het restant lang vreemd vermogen in 1988 op de in Figuur 16 aangegeven rente-betalingen komt duidelijk naar voren. De in 1989 resterende langlopende schulden betreft een balanspost voorzieningen met een langlopend karakter. Daarnaast geldt, dat gedurende de gehele periode dividend werd uitgekeerd aan de aandeelhouders van de MMF.

Figuur 17. Samenstelling en ontwikkeling van de operationele kasstroom



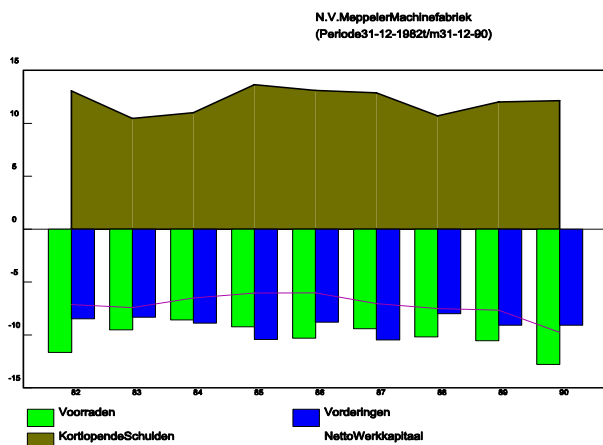
De in 1988 en 1989 in afwijking met voorgaande jaren gerealiseerde hogere nettowinsten blijken met name een gevolg van een positief (in de grafiek als negatieve waarden weergegeven) rentesaldo. Bij de samenstellende delen van de operationele kasstroom in Figuur 17 valt verder op dat de onderdelen Netto Winst, Afschrijvingen + Voorzieningen en Rente van relatief geringe betekenis zijn voor de operationele kasstroom van de MMF.

Daarentegen gaat er een sterk dominante invloed uit van het onderdeel Netto Werkkapitaal dat over de gehele analyse-periode in zeer belangrijke mate de richting en grootte van de operationele kasstroom blijkt te bepalen. Vanaf 1986 zien we het netto werkkapitaal (in Figuur 17 als negatieve waarde weergegeven) continue stijgen.

De verklaring hiervoor vinden we in Figuur 18, waaruit blijkt dat het stijgend voorraad-niveau in hoofdzaak de oorzaak is voor de toename van het werkkapitaal vanaf 1986. Het verschil tussen de Vorderingen en Kortlopende Schulden blijkt daarbij vanaf 1983 vrij constant.

De enige noemenswaardige uitzondering vormt de balanspost vorderingen ultimo 1986 die negatief afwijkt. Deze afwijking wordt bij het in dat jaar gelijk gebleven werkkapitaal gecompenseerd door een tijdelijke sterkere toename in de voorraden van de MMF.

Figuur 18.Samenstelling netto werkkapitaal



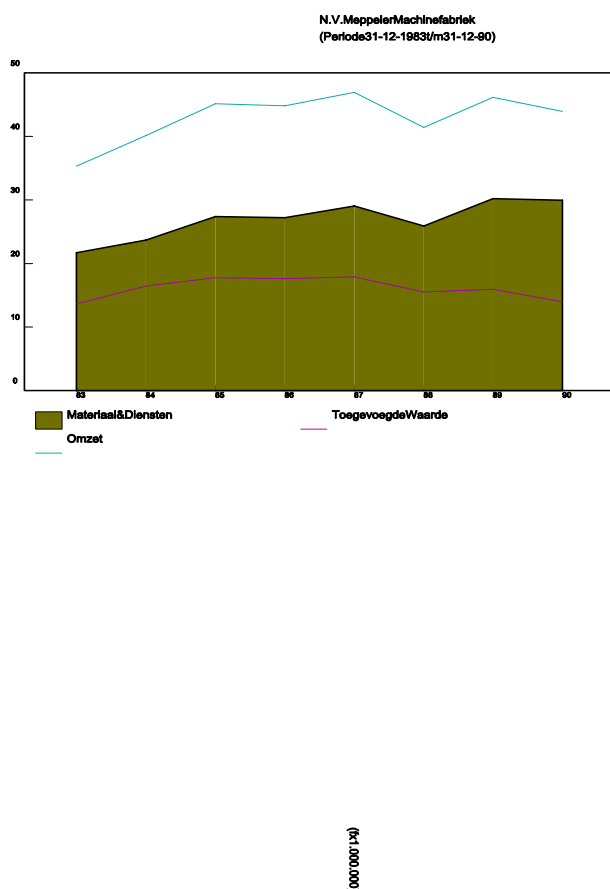
(000'000 '94)

De stijging van het netto werkkapitaal vanaf 1986, als direct gevolg van de stijging van de voorraadpositie van de MMF is des te opvallender wanneer we de vrij stabiele omzet (zie Figuur 19) gedurende dezelfde periode in ogenschouw nemen.

De terugval in omzet die in 1988 plaatsvond komt blijkens het directieverslag over dat jaar geheel voor rekening van het afstoten van Keppel Kunststoffen BV. De omzetzakking in 1990 blijkt volgens het desbetreffende directieverslag eveneens het gevolg van de verkoop van een dochteronderneming, ditmaal het bedrijf Roden Staal B.V.

Naast de omzetontwikkeling, geeft Figuur 19 ook de ontwikkeling van de toegevoegde waarde van de MMF weer. Uit deze grafiek blijkt een dalende trend in de toegevoegde waarde als gevolg van een toename van het gebruik van materiaal en diensten.

Figuur 19. Omzetontwikkeling



6.6.3 Conclusies

Geconcludeerd kan worden dat de veranderingen in de finale kasstroom bij de MMF verklaard kunnen worden uit de overige kasstromen en dat de verklarende financiële en operationele figuren een beeld geven van respectievelijk de financiering van de vaste activa en de oorzaak van de toename in de operationele kasstroom. De toename in het werkkapitaal en de toename in het gebruik van materiaal en diensten waren aandachtspunten die voor bijsturing in aanmerking hadden kunnen komen. Daarbij speelde het gevoerde (des)investeringsbeleid een belangrijke rol.

6.7 Cross-case conclusies en richtlijnen voor gebruik

De hiervoor behandelde case studies geven aan, net als een aantal andere case-studies die in het kader van dit onderzoek werden verricht (zie: Weerkamp, 1991), dat met KAS een instrument ontwikkeld is waarmee veranderingen in de finale kasstroom verklaard kunnen worden uit de overige kasstromen en waarmee de achterliggende oorzaken van veranderingen vastgesteld kunnen worden door middel van de samenstellende delen die de operationele, investering- en financieringsstroom vormen. Gewenste stuurcorrecties op basis van de achterliggende oorzaken van veranderingen in de kasstromen, kunnen vervolgens op eenvoudige wijze met gebruik van KAS worden gesimuleerd door de desbetreffende inputgegevens in het KAS-computermodel te wijzigen en vervolgens de outputgegevens te genereren.

Uit een tweetal, binnen het kader van dit onderzoek uitgevoerde doch hier niet behandelde cases bleek dat KAS ook uitstekend geschikt is om op korte termijn (periodes korter dan een jaar) veranderingen in kasstromen te registreren en een verklaring hiervoor aan te dragen. De input frequentie bepaalt echter in hoeverre een gefundeerd oordeel gegeven kan worden. De input van financiële gegevens op kwartaal-basis lijkt minimaal noodzakelijk te zijn. De overige cases tonen aan dat ook op de langere termijn veranderingen in de kasstromen zichtbaar gemaakt kunnen worden en dat ook hier de oorzaak van veranderingen, en dus mogelijke stuurcorrecties, blijken uit de samenstellende delen van de kasstromen. Uit één case, waar slechts gegevens van drie opeenvolgende jaarrekeningen beschikbaar waren, bleek dat een periode van drie jaar eigenlijk te kort is om een goede indruk te geven van het verloop van de kasstromen. Dit ondanks de constatering dat ook bij deze case study de veranderingen in de finale kasstroom verklaard kunnen worden uit de overige kasstromen in de des-betreffende periode en dat de oorzaken van de veranderingen vastgesteld kunnen worden.

Ten slotte kan gemeld worden dat het gebruik van KAS in een enkel geval als tijdrovend ervaren werd in verband met problemen om de voor het KAS model benodigde posten uit de balans en winst- en verliesrekening van de betreffende onderneming te 'distilleren'. Enerzijds hield dit verband met ruime begripstoekenningen aan balanst termen, anderzijds met vrij ondoor-zichtige vermogensmutaties die gedurende opeenvolgende jaren hadden plaatsgevonden.

Zonder voorbehoud kan echter gesteld worden dat de empirie van een aantal case studies aan-geeft dat KAS gebruikt kan worden om de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen te meten.

7. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk II

Het toenemende aantal 'schandalen' in de grote democratieën die betrekking hebben op geld is (dus) geen anomalie. Deze schandalen zijn het logische gevolg van de overwinning van de enige universaliteit die ons nog rest: geld. Dit is de maatstaf voor het succes van individuen en samenlevingen.

Jean-Marie Guéhenno²⁶

De vraagstelling die aan dit hoofdstuk ten grondslag ligt en het daarbij geformuleerde onderzoeksdoel werd in de inleiding (p.23) geformuleerd als:

"Wat is bedrijfseconomische prestatie van een onderneming en hoe kan die prestatie worden gemeten? Het onderzoeksdoel bij deze vraag betreft de ontwikkeling van een systeem voor het meten en analyseren van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen."

Op basis van de in dit hoofdstuk beschreven resultaten kan het antwoord op de vraagstelling als volgt worden geformuleerd: "Bedrijfseconomische prestatie van een onderneming kan worden gedefinieerd in termen van (trend-) ontwikkeling van samenhangende kasstromen betreffende investeringen, financiering, operationele activiteiten en liquide middelen."

Ter realisatie van het onderzoeksdoel werd een samengesteld kasstroom analysemodel (KAS) ontwikkeld dat resulteert in een zogenaamde finale kasstroom. De finale kasstroom betreft hier de mutatie in liquide middelen die in een analyse-periode plaatsvindt. Aan de hand van een aantal case-studies waarbij het KAS-ontwerp wordt toegepast in de praktijk, blijkt KAS met name bij een meer-perioden weergave ('bench-marking') van de kasstroomgegevens een goed inzicht te geven in de prestatie van ondernemingen.

De belangrijkste bevindingen van dit hoofdstuk worden hierna verder uiteengezet.

Allereerst werd in dit hoofdstuk ingegaan op het financieel management proces, waarbij o.a. bleek dat alhoewel er bij investeringsbeslissingen in het algemeen sprake is van conflicten betreffende de uitgangspunten voor waardeberekening en daarmee verbonden resultaatmetingen, deze ondergeschikt zijn aan solventie/overlevings criteria waarbij de uitgaande kasstromen van ondernemingen tijdgebonden met de ingaande kasstromen minimaal in evenwicht dienen te zijn.

Na het in beschouwing nemen van een aantal methodes van prestatiemeting, wordt geconcludeerd dat een verbeterd systeem voor het meten van ondernemingsprestaties kan worden ontwikkeld door de kasstroom prestatie-maatstaf te koppelen aan een systeem met een verklaarend karakter, naar analogie van het Du Pont systeem. In het tweede deel van dit hoofdstuk worden een aantal definitiekeuzen gemaakt betreffende het cash-flow begrip, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen een drietal samenstellende kasstromen en een resulterende kasstroom:

i: operationeel, ii: financieel, iii: investeringsgewijs, iv: liquide middelen.

Deze definitiekeuzen worden achtereenvolgens kort samengevat:

Ad i: Operationele kasstroom

De operationele kasstroom gedurende een bepaalde meetperiode werd gedefinieerd als:

netto winst na belasting + afschrijvingen + voorzieningen ten laste van de winst gevormd + betaalde rente +/- mutaties in het netto werkkapitaal uitgezonderd de liquide middelen.

Door zowel de nettowinst als het werkkapitaal in de operationele kasstroom te betrekken, ontstaat een verbeterde operationele succesindicator.

26. 1994, p.108

Dit wordt onderschreven door het in Harvard Business Review in juli 1995 gepubliceerde resultaat van onderzoek naar financiële cijfers van vijfhonderd belangrijke producenten in Europa, Japan en Noord-Amerika waarin wordt geconcludeerd dat de produktiviteit van het werkkapitaal de concurrentiepositie van het bedrijf beïnvloedt en een hanteerbaar instrument vormt om de ondernemingsprestatie te meten (zie: Financieel Actueel, oktober 1995). Wanneer de aan het werkkapitaal onderliggende cijfers worden vergeleken met voorgaande perioden, geven de verschillen aan hoe effectief genomen maatregelen ter verbetering van bedrijfsprocessen geweest zijn. Terwijl een winststreven op korte termijn vaak ten koste kan gaan van succes op de lange termijn, hebben maatregelen die de produktiviteit van werkkapitaal verhogen zoals het afschaffen van bepaalde (geen waarde toevoegende) stappen in het productieproces en het stroomlijnen van de facturering geen negatieve gevolgen op de lange termijn, waardoor de concurrentiepositie van een bedrijf wordt verbeterd.

Ad ii: Financiële kasstroom

De financiële kasstroom werd gedefinieerd in termen van veranderingen in lang vermogen, betaalde rente en uitgekeerd dividend, waarbij werd aangegeven dat de financiële structuur op een bepaald moment het resultaat is van een compromis tussen overwegingen van zeggenschap, elasticiteit en rentabiliteit. Het bepalen van de gewenste mate van elasticiteit, van weerstands-vermogen, alsmede de eisen ten aanzien van de zeggenschap blijkt daarbij vooral afhankelijk van de visie op toekomstige ontwikkelingen, de bereidheid tot risico-aanvaarding en de situatie op de vermogensmarkt.

Ad iii: Investeringsstroom

De investerings-kasstroom tenslotte werd gedefinieerd als de investering in en/of de desinvesteringen van vaste activa, waarbij nadrukkelijk geldt dat de bepaling van het geïnvesteerde vermogen in vaste activa aan het begin en aan het eind van de meet-periode volgens dezelfde waarderingsmethodieken dient te geschieden.

Ad iv: Liquide middelen

De resulterende finale kasstroom betreft de mutatie in liquide middelen en kan worden beschouwd als een algehele prestatie-indicator die trendmatig positief dient te zijn opdat er voldoende ruimte is voor minimaal een evenwicht tussen de inkomende en uitgaande kasstromen. De als gevolg van de finale kasstroom opgebouwde liquiditeitspositie van een onderneming kan behalve als buffer voor het risico/evenwicht tussen inkomende en uitgaande kasstromen, worden aangewend (in geval van 'over'-liquiditeit) om desgewenst de financie-ringsstructuur te wijzigen of voor het plegen van additionele investeringen die in principe gericht zullen zijn op versterking van de concurrentie-positie van de onderneming.

Van elk van de eerste drie kasstromen werd vervolgens een verklarend model ontwikkeld met een aantal samenstellende elementen. Dit is belangrijk voor het verkrijgen van inzicht in veranderingen bij de opbouw van de achterliggende bestanddelen van de gedefinieerde kasstromen. Een voorbeeld waar een verklarend model tot beter inzicht leidt, betreft bezuinigingen op gebieden als marketing en produkt-research als gevolg van een winststreven op korte termijn waarbij mogelijk de kansen op lange termijn succes worden verkleind. Vervolgens werden de eerder aangegeven vijf processtappen die moeten leiden tot de keuze van een methode voor het meten van de prestatie van een onderneming, aan de hand van de ontwikkeling van KAS nader in beschouwing genomen. Geconcludeerd werd dat KAS blijkt te voldoen als analysemodel van het te beheersen ondernemingsproces waarmee ondermeer vaststelling mogelijk is van de oorzaken wanneer gefaald wordt bij het bereiken van een doel. Daarnaast blijkt KAS in principe te kunnen worden gebruikt als voorspellend model in de zin van het kunnen evalueren van de consequenties van voorgenomen correctieve acties. Daarmee voldoet KAS zowel als meet-instrument als aan het voorspellend model, beide onderdelen van de in eerder in dit hoofdstuk (p.32) aangegeven voorwaarden van Parker, Ferris en Otley waaraan voldaan moet zijn om van een beheerst proces te kunnen spreken.

1. Inleiding

De entrepreneur speelde - en speelt - een zeer belangrijke rol in het economische denken. Hij is het stralende middelpunt in het sombere gezelschap van arbeiders, witte-boorden employées, plechtige directeuren en alle mogelijke concernfunctionarissen.

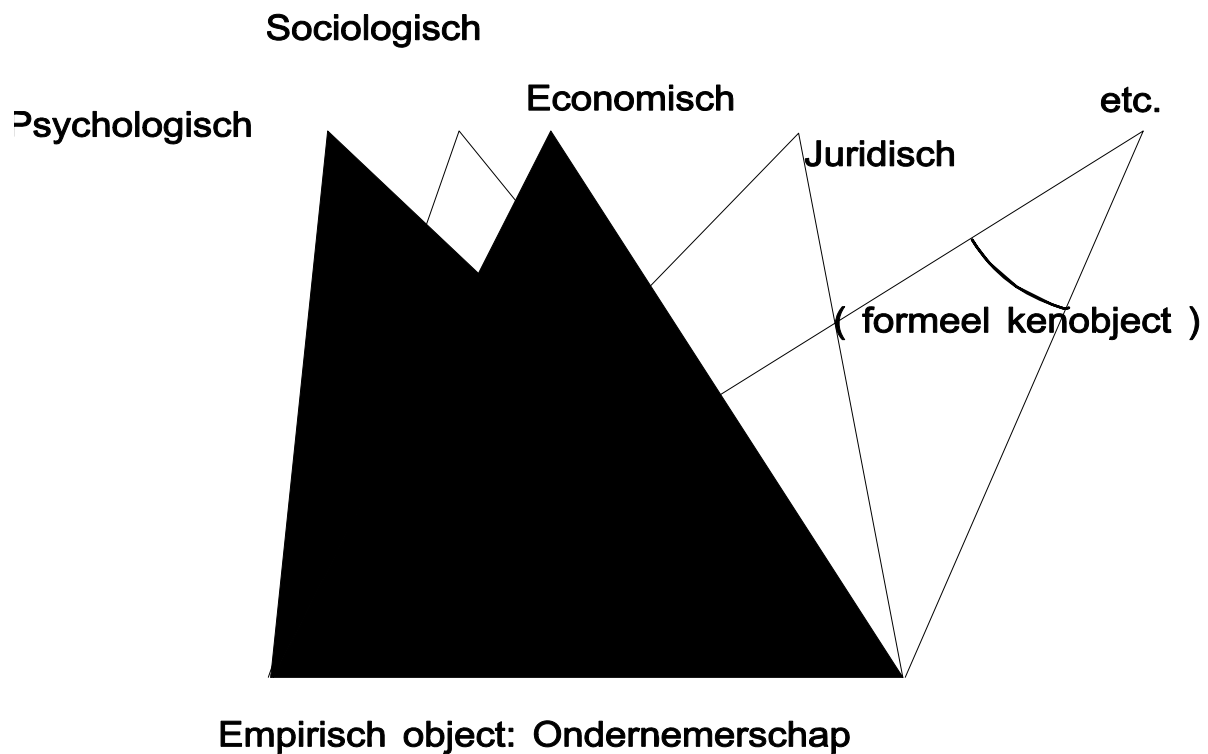
John Kenneth Galbraith¹

De tweede van de in § 2.2 van Hoofdstuk I aangegeven onderzoeksvragen luidt:

*"Wat is ondernemerschap?" Het aangegeven onderzoeksdoel bij deze vraag betreft:
"Het verkrijgen van inzicht in achtergronden en context van ondernemerschapskennmerken."*

De gekozen benaderingswijze voor het beantwoorden van deze onderzoeksvraag gaat uit van de gedachte dat ondernemerschap kan worden gezien als een empirisch (materieel) object dat bestudeerd kan worden vanuit verscheidene kenobjecten zoals in Figuur 1 is aangegeven en is ontleend aan Bilderbeek e.a. (1992, pp. A1/5 en A1/6).

Figuur 1. Ondernemerschap als (materieel) object



1. 1989, p.169

Hoofdstuk III: Kenmerken van Ondernemerschap

Conform één van de begrenzings die in § 2.4 van Hoofdstuk I (p.13) werd aangegeven, wordt de aandacht in dit onderzoek beperkt tot de economische en psychologische kenobjecten zoals aangegeven in Figuur 1.

Alhoewel in dit hoofdstuk geen specifieke aandacht zal worden besteed aan andere invalshoeken en de daarbij behorende aspecten, zullen bij de hierna volgende begripsverkenning en definiëring van ondernemerschap, ook enkele aspecten van andere kenobjecten in beschouwing worden genomen.

2. Ondernemerschap, begrip en definitie

The search for the source of dynamic entrepreneurial performance has much in common with hunting the Heffalump.....
Not having explored his current habitat with sufficient care, some hunters have used as bait their own favorite dishes and have then tried to persuade people that what they caught was a Heffalump. However, very few are convinced, and the search goes on.

Peter Kilby²

2.1 Inleiding

Daar rond het begrip ondernemen alsmede de begrippen ondernemer en ondernemerschap, zoals hiervoor reeds werd aangegeven, in de bedrijfskundige literatuur gebruik wordt gemaakt van een groot aantal uiteenlopende definities en concepten vanuit diverse disciplines en invalshoeken, lijkt het verstandig om als uitgangspunt voor de begripsverkenning, een woordenboek omschrijving te lenen. Aangezien het zeer wel mogelijk is dat woordenboek omschrijvingen zowel in de tijd als met elkaar al dan niet in belangrijke mate van betekenis kunnen verschillen, namen wij een aantal van dergelijke omschrijvingen in beschouwing.

Een tweetal omschrijvingen in de Nederlandse taal werden aangevuld met een enkele Angelsaksische omschrijving, waarbij het tijdsaspect ook in aanmerking werd genomen. De reden voor het kiezen van een aantal Angelsaksische omschrijvingen naast de Nederlandse woordenboek definities ligt in het feit dat de door ons geraadpleegde literatuur omtrent ondernemers begrippen, met name van Angelsaksische (vooral Amerikaanse) origine bleek te zijn. Naast deze woordenboek omschrijvingen zal in de volgende paragraaf begripstoekenning vanuit een aantal bedrijfskundige disciplines in beschouwing worden genomen, echter zonder dat daarmee volledigheid wordt beoogd.

2.2 Begripsverkenning

Het begrip 'ondernemen' wordt door Kramers' Nederlands Woordenboek omschreven als: "beginnen, aanpakken, op zich nemen", en het begrip 'ondernemer' als: "die iets onderneemt".

Het Angelsaksische synoniem van ondernemer, entrepreneur, werd volgens Shapero en Sokol (1982, p.77) door het Oxford English Dictionary in 1897 omschreven als:

"the director or manager of a public musical institution; one who undertakes an enterprise: especially a contractor."

Longman Dictionary of Contemporary English (1981, p.366) definieert 'entrepreneur' o.a. als een begrip van Franse origine met de betekenis: "a person who makes the plans for a business or a piece of work and gets it going". Van Dale Groot Woordenboek der Nederlandse Taal tenslotte definieert het begrip 'ondernemer' in economische zin als: "een persoon die (in) een tak van handel of bedrijf zelfstandig, voor eigen rekening en risico werkt, op grond van het bezit van produktiemiddelen en met vreemde arbeidskracht: de ondernemer is in het kapitalistische stelsel organisator en leider van het productieproces." Deze laatste definitie maakt melding van het begrip risico net als die in Webster's Dictionary (2nd ed., p.108): "One who organizes and directs a business undertaking, assuming the risk for the sake of the profit." Dit 'risico'-element is, zoals we later in dit hoofdstuk zullen zien zowel onderwerp van studie binnen de psychologie als binnen de economie.

2. 1971,p.1; Voor deze analogie gebruikte Peter Kilby het begrip 'Heffalump' uit Winnie-the-Pooh.

Alhoewel woordenboeken behulpzaam kunnen zijn bij het definiëren van begrippen in het algemene spraakgebruik, is het mogelijk dat in een wetenschapsgebied begrippen afwijkend zijn gedefinieerd van dit spraakgebruik. Naar onze mening dient dergelijk wetenschappelijk taalgebruik uiteindelijk de basis te vormen voor de door ons te gebruiken definiëring.

Het door ons gekozen uitgangspunt daarbij betreft de in paragraaf 1 gekozen benaderingswijze waarbij ondernemerschap als (materieel) object wordt beschouwd. De hiervoor aangegeven belangrijkste invalshoeken van waaruit ondernemerschap is onderzocht, te weten economische, sociologische en psychologische invalshoeken, zullen daarbij in aanmerking worden genomen. Daarnaast zal aandacht worden besteed aan de juridische invalshoek.

Als vertrekpunt voor het vormen van een definitie van ondernemerschap zochten wij de eventuele juridische betekenis van de daarmee samenhangende begrippen. Een in dat kader passende definitie werd aangetroffen onder de algemene bepalingen van de Nederlandse wet op de ondernemingsraden (zie: Maeijer en Scheltema, 1991, p.817). De ondernemer wordt daarin gedefinieerd als:

1. De natuurlijke persoon en de niet-publiekrechtelijke rechtspersoon die een onderneming in stand houdt;
2. De publiekrechtelijke rechtspersoon die een onderneming in stand houdt waarin uitsluitend of nagenoeg uitsluitend krachtens arbeidsovereenkomst arbeid wordt verricht.

Gelet op de onderzoeksstelling gaat onze belangstelling in de eerste plaats uit naar de eerst-genoemde definitie met een nadruk op de natuurlijke persoon. We zien uit deze definitie dat het instandhoudingsproces (continuïteit) van een onderneming hoofdbepalend is voor het begrip ondernemer. Het begrip 'onderneming' wordt in dezelfde wet op de ondernemingsraden gedefinieerd als: "elk in de maatschappij als zelfstandige eenheid optredende organisatorisch verband waarin krachtens arbeidsovereenkomst arbeid wordt verricht".

Van Haren (1982, p.245) geeft het volgende commentaar bij deze laatste begripsomschrijving: "Dat wil zeggen: alle samenwerkingsverbanden, waarin in gezagsverhouding wordt gewerkt, door de wet als onderneming worden beschouwd, ook al zijn zij absoluut niet als een onderneming in de strikte, economische zin van het woord aan te merken. Ziekenhuizen, scholen, administratiekantoren, omroepverenigingen enz. zijn 'ondernemingen' in de zin van de Wet op de ondernemingsraden, maar zij zijn dat niet in het gewone en het economische spraakgebruik".

Een andere omschrijving van het begrip ondernemer, is die van de in bedrijfskundige literatuur veelvuldig geciteerde econoom Marshall (1920, pp.293-298) (zie bijv. McClelland e.a., 1969, p.214). Marshall stelt dienaangaande: "The entrepreneur, through vigorous activity, combines the factors of production, labor and capital, so as to produce an increased output of goods and services, thus increasing the total wealth or material welfare of the society." Recente definities door de econoom Bilderbeek (1986, p.2)³ betreffende de begrippen 'produceren in economische zin' en 'bedrijfshuishouding' sluiten nauw aan op deze begripsomschrijving van Marshall.

3. Bilderbeek definieert deze begrippen als: "Produceren in economische zin is het toevoegen van waarde door middel van het combineren van produktiefactoren. Over de produktiefactoren (grond, arbeid, kapitaal, ondernemerschap) moet de bedrijfshuishouding beschikkingsmacht hebben wil zij haar functie in het economisch verkeer vervullen. De bedrijfshuishouding kan worden omschreven als een open systeem van menselijke talenten en materiële middelen dat zich richt op het voortbrengen (produceren) van goederen en/of diensten ten behoeve van bepaalde segmenten in de samenleving."

Daar waar Marshall de nadruk legt op vergroting van de totale rijkdom of het materiële welbevinden als doelstelling van de ondernemer, stelt de Griekse filosoof Aristoteles (1976, pp.12-21)⁴ dat er naast de accumulatie van rijkdom en materieel welbevinden, in een 'huishouding' ook additionele doelstellingen gediend (kunnen / zouden moeten) worden. " The quality of courage, for example, is not intended to make wealth, but to inspire confidence; neither is this the aim of the general's or of the physician's art; but the one aims at victory and the other at health."

In het verlengde daarvan constateren wij dat in het hedendaagse economische gebeuren diverse doelstellingen gelden voor verschillende bij een onderneming direct, dan wel indirect betrokken partijen. Te denken valt hier aan bijvoorbeeld de regelmatig in de publiciteit verschijnende scherp geprofileerde groepsdoelstellingen van werkgevers en werknemers zoals produktiviteit, arbeidsomstandigheden, beloning en werkgelegenheid.

De gedachte dat doelstellingen in hoofdzaak persoonsverbonden zijn, dan wel door groepen van personen worden nagestreefd, wordt bevestigd door de socioloog Van Zuthem (1986, pp.28-29) die stelt dat het kenmerkend is voor het economische leven, waarin schaarste aan middelen ter bevrediging van behoeften een grote rol speelt, dat de nadruk vooral ligt op de doelstellingen van personen en groepen. Van Zuthem⁵ geeft ook aan dat doelstellingen net als 'waarden' mede de basis vormen voor normen. Het aangeven van de aanwezigheid van verschillende doelstellingen binnen een onderneming als maatschappelijke bestaansredenen van die onderneming lijkt derhalve een belangrijk element van een definitie van ondernemerschap.

Een ander belangrijk element wordt door Van Zuthem (p.26)⁶ aangereikt d.m.v. het begrip 'vrijheid van ondernemen'. "Vrijheid van ondernemen is de vrijheid naar eigen inzichten en eigen rekening deel te kunnen nemen aan de voortbrenging van goederen en diensten. Hier ligt de kern van particuliere ondernemingsgewijze produktie.", aldus Van Zuthem. Bij het 'naar eigen inzicht deelnemen aan de voortbrenging van goederen en diensten' zal de levensbeschouwelijke achtergrond (cultuur) van de ondernemer doorgaans een significante rol spelen.

"Boven" deze verschillende doelstellingen van personen en groepen van personen in een onderneming ligt de zogenaamde "external end" gedachte (zie ook: Bilderbeek, 1980, p.4). Hierbij geldt als existentiële voorwaarde het functioneren (overleven) van een onderneming in haar omgeving(en), aan welke voorwaarde de individuele doelstellingen van personen en groepen van personen in relatie tot de onderneming ondergeschikt zijn.

4. Aristoteles geeft ook aan dat er grenzen zijn verbonden aan de rijkdom welke nodig is. "Of the art of acquisition then there is one kind which by nature is a part of the management of a household, in so far as the art of household management must either find ready to hand, or itself provide, such things necessary to life, and useful for the community of the family or state, as can be stored. They are the element of true riches; for the amount of property which is needed for a good life is not unlimited...."

5. Van Zuthem, definieert de begrippen waarden, doelstellingen en normen als volgt: "Onder waarden verstaan we centrale maatstaven met behulp waarvan men het eigen gedrag en dat van anderen beoordeelt", welke definitie Van Zuthem overneemt van J.A.A. van Doorn en C.J. Lammers, *Moderne Sociologie*, Utrecht/Antwerpen, 1976; "Doelstellingen zijn bewust geformuleerde situaties, die men wenst te bereiken."; "Normen zijn gedragsregels."

6. Van Zuthem stelt inzake het begrip 'vrijheid' het volgende: "Vrijheid als waarde heeft geen algemeen erkende inhoud, ook al kunnen velen zich wellicht vinden in de omschrijving 'afwezigheid van belemmeringen bij het doen van een keuze' (G. Grossman, *Economische stelsels*, Utrecht/Antwerpen, 1970). Wanneer te sterke nadruk wordt gelegd op zelfbepaling en zelfontplooiing, kan vrijheid uitlopen op onvrijheid voor anderen. In een samenleving is vrijheid dan ook altijd een vrijheid in gebondenheid, d.w.z. een gebondenheid aan de vrijheid van anderen en aan de belangen van de samenleving als geheel".

Het proces van instandhouding en continuïteit komt bij elk van de hiervoor beschreven juridische, economische, sociologische, psychologische en culturele aspecten duidelijk als integraal onderdeel naar voren. Hieruit kan ons inziens worden afgeleid dat de belangrijkste samenbindende factor tussen de kenobjecten van het empirische object ondernemerschap het instandhoudingsproces van de onderneming betreft, hetgeen welhaast als vanzelfsprekend voorkomt.

2.3 Definitie ondernemerschap

Het voorgaande in aanmerking nemende kan het begrip ondernemerschap worden gedefinieerd als:

"Het verschijnsel, waarbij een individu voor eigen rekening en risico en naar eigen inzicht een bedrijfshuishouding in het economische verkeer initieert en/of doet functioneren, waarbij gelijktijdig verschillende doelstellingen bij verscheidene personen of groepen van personen aanwezig zijn, die echter ondergeschikt zijn aan het 'external-end', zijnde de existentiële voorwaarde van de onderneming".

Gelet op de in het vorige hoofdstuk geformuleerde onderzoeksvraag kan daarbij het volgende worden opgemerkt:

1. De aandacht voor ondernemerschap gaat op deze plaats niet specifiek uit naar het proces van startende ondernemingen maar veeleer naar het functioneringsproces van ondernemingen;
2. De individuen die 'een bedrijfshuishouding doen functioneren' welke deel uitmaakt van de portefeuille van een participatiemaatschappij doen dit niet (meer) geheel voor eigen rekening en risico. Gelet op het moderne economische verkeer zal overigens in de meeste gevallen 'de eigen rekening' en het 'eigen risico' in min of meerdere mate worden gedeeld met financiers zoals banken en crediteuren;
3. Het gelijktijdig aanwezig zijn van verschillende doelstellingen bij verscheidene personen of groepen van personen die ondergeschikt zijn aan de existentiële voorwaarde van een bedrijfshuishouding ligt impliciet besloten in het 'doen functioneren' van die bedrijfs-huishouding.

De eerder genoemde ondernemerschaps-definitie kan met inachtnaam van deze opmerkingen worden vereenvoudigd, en wel als volgt:

"Ondernemerschap is het verschijnsel waarbij een individu naar eigen inzicht een bedrijfshuishouding in het economische verkeer doet functioneren."

Uit deze definitie blijkt dat ondernemerschap niet noodzakelijkerwijs voor 'eigen rekening en risico' wordt uitgeoefend. Hierdoor is het ondernemerschapsbegrip ook toepasbaar bij het besturen van grotere ondernemingen waar het aandeelhouderschap en het management door-gaans (al dan niet in belangrijke mate) van elkaar gescheiden zijn.

Modieus gebezigde terminologie omtrent 'het bevorderen van intern ondernemerschap' valt eveneens onder de vereenvoudigde ondernemerschaps-definitie.

3. Economie en de Ondernemer

"Economics without psychology" has not succeeded in explaining important economic processes and "psychology without economics" has no chance of explaining some of the most common aspects of human behavior.

George Katona⁷

3.1 Inleiding

Nadat in de vorige paragraaf het begrip ondernemerschap werd gedefinieerd, zal in deze paragraaf worden ingegaan op de economische rol van de ondernemer.

In de economische literatuur wordt bij overzichten van het vroege economische denken veelal een plaats ingeruimd voor de Griekse filosoof Aristoteles (zie bijv. Galbraith, 1989; Hébert en Link, 1982, p.9; Zimmerman, 1987).

Aristoteles gaf een vaak bekritiseerde uitgesproken mening te kennen met betrekking tot verschillende methoden die worden gehanteerd bij het verwerven van rijkdom:

"There are two sorts of wealthgetting,.....; one is a part of household management, the other is retail trade: the former necessary and honourable, while that consists in exchange is justly censured; for it is unnatural, and a mode by which men gain from one another. The most hatred sort, and with the greatest reason, is usury, which makes a gain out of money itself, and not from the natural object of it. For money was intended to be used in exchange, but not to increase at interest. And this term interest (tokos, lit. 'offspring'), which means the birth of money from money, is applied to the breeding of money because the offspring resembles the parent. Wherefore of all modes of getting wealth this is the most unnatural."

(Aristotle, 1976, p.18).

We zien hieruit dat Aristoteles vermogensaanwas (wealth-getting) noodzakelijk (en eerbaar) achtte als onderdeel van het 'household management', terwijl hij het maken van winst uit handel net als het in rekening brengen van rentelasten veroordeelde als zijnde onnatuurlijke vormen van vermogensaanwas. Over de wijze waarop deze vermogensaanwas dan wel diende te geschieden, gaf Aristoteles het volgende aan:

"The useful parts of wealth-getting are, first, the knowledge of live-stock-which are most profitable, and where, and how-as, for example, what sort of horses or sheep or oxen or any animals are most likely to give a return. A man ought to know which of these pay better than others, and which pay best in particular places, for some do better in one place and some in another.

Secondly, husbandry, which may be either tillage or planting, and the keeping of bees and of fish, or fowl, or of any animals which may be useful to man."

Produktkennis, winstbesef en marktkennis komen hier naar voren als belangrijke bestanddelen van vermogensaanwas.

In samenhang met het 'household management' lijkt het belang dat Aristoteles hecht aan instrumenten ten behoeve van produktie als onderdeel van een 'huishouding' ("....the State is made up of households...") zeker zo belangrijk.

"Property is a part of the household, and the art of acquiring property is a part of the art of managing the household. And as in the arts which have a definite sphere the workers must have their own proper

7. 1976, p.9

instruments for the accomplishment of their work, so it is in the management of a household", (Aristotle, 1976, p.7).

De hier aangegeven begrippen arbeid (the workers) en kapitaal (instruments of production) alsmede de eerder genoemde begrippen van vermogensaanwas, produktkennis, winstbesef en marktkennis, spelen ook in het hedendaagse economische denken nog steeds een belangrijke rol.

Het individu dat deze factoren combineert en daarbij economische groei bewerkstelligt, wordt zoals wij eerder in dit hoofdstuk reeds aangaven, door de econoom Marshall 'entrepreneur' genoemd: "The entrepreneur, through vigorous activity, combines the factors of production, labor and capital, so as to produce an increased output of goods and services, thus increasing the total wealth or material welfare of the society".

3.2 Entrepreneur en economische groei

Alhoewel in § 1 van Hoofdstuk I reeds werd ingegaan op de economische betekenis van kleine ondernemingen voor de werkgelegenheid, worden hierbij nogmaals enige situatiemarken dienaangaande weergegeven. De betekenis van produktie voor de mate van materiële welstand die uit Marshall's definitie van de 'entrepreneur' blijkt, wordt o.a. onderschreven door Galbraith (1989, p.271). "In de moderne industriële economie is de produktie van het allergrootste belang, niet vanwege de goederen die geproduceerd worden, maar vanwege de werkgelegenheid en het inkomen dat daaruit voortvloeit.", aldus Galbraith. De betekenis van de 'entrepreneur' wordt echter door Galbraith vanuit een ander gezichtspunt bekeken dan dat welk uit de definitie van Marshall blijkt. Galbraith (1989, pp.267-268) merkt op dat ongeveer tweederde van de hele Amerikaanse produktie afkomstig is van de 1000 grootste industriële ondernemingen en er voor de individuele entrepreneur alleen een rol is weggelegd in de uit kleinere ondernemingen bestaande secundaire sector van een economie die beheerst wordt door grote concerns. Galbraith gaat daarbij echter niet in op de vraag welke ondernemingen zorgen voor groei van de werk-gelegenheid. Stevenson en Sahlman (1986, p.5) stellen dienaangaande: "In all countries in which job creation has been carefully studied, economists have found that small, entrepreneurial firms have been disproportionately responsibly for job creation." Een rapport van de Amerikaanse regering (State of the Small Business, 1985) benadrukt volgens Stevenson en Sahlman dat 67% van alle nieuwe banen in de Verenigde Staten van Amerika worden gecreëerd door kleine ondernemingen en geeft aan dat kleine ondernemingen voor 38% bijdragen aan het bruto nationaal produkt van de USA. Birch en McCracken (1982) komen volgens Sexton (1982, pp.5-6) tot de conclusie dat een groot percentage van alle nieuwe banen in de Verenigde Staten in de periode 1960-1970 werden gegenereerd door slechts een relatief gering aantal groei-georiënteerde, maximaal 5 jaar oude, kleine ondernemingen binnen de totale groep van kleine ondernemingen.⁸ Onderzoekresultaten als die van Birch beperken zich niet tot de situatie in de Verenigde Staten. Stevenson en Sahlman (1986, p.6) merken hierover het volgende op: "Taking the lead from Birch's original U.S. studies, researchers in England, Holland, and many lesser-developed countries have found similar results. Small, entrepreneurial firms are leading in the economic creation of wealth and jobs." Sexton (1982, p.32) geeft enigszins relativerend aan dat echter niet alle groei aan kleine ondernemingen kan worden toegeschreven. "There are other growth-oriented firms that, because of their growth orientation, have outgrown the term small."

8. Sexton stelt dienaangaande: " This growth orientation leads to innovation, job creation, and economic expansion. The growth orientation has also been attributed by many to be the difference between entrepreneurial firms and the multitude of other small firms that have little impact on economic development. Thus it is the relatively few entrepreneurial firms within the small business sector and not the entire sector that has a significant impact on the economic development of a region, state or country. Consequently, initiatives to attract or initiate firms that will contribute to economic development should be directed toward entrepreneurial growth-oriented firms and not toward small businesses in general. A significant factor about growth or growth orientation is that it is not inevitable, nor does it occur of and by itself. It is a conscious decision made by some business owners and avoided by others."

De Nederlandse situatie betreffende het relatief geringe aantal groei-georiënteerde ondernemingen blijkt o.a. uit onderzoek door kredietinformatieverstrekker Graydon (Blom, 1993). Uit het onderzoek komt naar voren dat van de 37.000 jaarlijks startende bedrijven in Nederland na circa vijf jaar 60% afvalt, al dan niet na faillissement. De resterende 40% gaat door, maar voegt weinig waarde toe en slechts een klein deel stoot door naar de grens van meer dan 100 werknemers (Zie ook: Van der Vaart, 1994). Van der Vaart stelt dat het VNO nog pessimistischer is en 40% ziet afhaken, 20% heel klein ziet blijven, 30% iets ziet groeien, 9% iets groter ziet groeien en nauwelijks 1% ziet doorgroeien naar een 'behoorlijke omvang'.

Samenvattend kan gesteld worden dat de grote industriële concerns weliswaar de economie lijken te beheersen, doch klaarblijkelijk een relatief kleine rol spelen bij de groei van diezelfde economie. De betekenis van een relatief gering aantal groei-georiënteerde ondernemingen binnen de groep van kleine ondernemingen blijkt voor de ontwikkeling van de economie daarentegen zeer beduidend.

De onderscheidende rol die de individuele ondernemer daarbij vervult speelt derhalve terecht een centrale rol in de economische theorievorming.

Hierna zullen we de meest onderscheidende rollen behandelen zoals die in de ondernemerschapstheorie aan de ondernemer worden toebedacht. Het uitgangspunt daarbij is om in grote lijnen inzicht te verkrijgen over de aard van deze rollen en niet om een volledige opsomming na te streven van de verschillende economen met hun verschillende gezichtspunten.

Wel werd daarbij gekozen voor een historisch perspectief met als doel enig inzicht te verkrijgen hoe de ontwikkeling van de ondernemerschapstheorie heeft plaats gevonden. In veel gevallen worden in de economische literatuur gecombineerde rollen toebedacht aan het verschijnsel ondernemer.

Stevenson en Sahlman (1986, p.16) noemen bijvoorbeeld Richard Cantillon, Jean Baptiste Say en Schumpeter als de belangrijkste auteurs die een bijdrage leverden aan het ondernemerschapsbegrip. "It is clear that some of the more current popular definitions do not contribute very much to our understanding of entrepreneurship", aldus Stevenson en Sahlman.

Alhoewel wij onderschrijven dat Cantillon, Say en Schumpeter belangrijke bijdragen leverden aan de ondernemerschapstheorie, menen wij dat de auteurs Baudeau, Von Thünen, Von Mangoldt en Kirzner evenzeer belangrijke bijdragen aan de ondernemerschapstheorie leverden. In de volgende paragrafen worden de in de economische literatuur beschreven tijdsvolgorde-rijke functies en combinaties van functies van ondernemerschap nader behandeld.

Het selectie-uitgangspunt daarbij betreft nieuwe zienswijzen omtrent ondernemerschap en/of het toekennen van nieuwe (combinaties van) functies aan het ondernemerschapsbegrip.

3.2.11755: Herstel van markt-evenwicht, dragen van risico, vooruitzien

Hébert en Link (1982, pp.14-17) noemen in een uitgebreid historisch overzicht van ondernemerschap Cantillon's postume werk 'Essay sur la nature du commerce en général' dat 21 jaar na zijn dood in 1755 verscheen, als het eerste belangrijke werk dat de entrepreneur een centrale rol gaf in het handelsgebeuren.

"Cantillon's vision of the market was that of a self-regulating network of reciprocal exchange arrangements. His markets produced (equilibrium) prices, and the entrepreneur had a central role in effecting this result", aldus Hébert en Link.

Stevenson en Sahlman (1986, p.16) stellen dat Cantillon de economische functie van de ondernemer zag als het dragen van risico bij het kopen tegen zekere prijzen en het verkopen tegen toekomstige onzekere prijzen. Daarbij diende Cantillon's ondernemer waakzaam te zijn en hij moest vooruit kunnen zien. Cantillon kende echter geen nadrukkelijke vernieuwende of innoverende functie aan ondernemerschap toe. (Zie bijvoorbeeld ook: Van Praag, 1996, p.12).

3.2.21767: Financieel onafhankelijkheidsstreven middels uitvinding en vernieuwing

Belangrijke toevoegingen aan Cantillon's concept van ondernemerschap werden geleverd door Baudeau (Baudeau [1767], 1910), die aan de agrarische ondernemer naast Cantillon's risico-kenmerk, de ondernemerskenmerken bekwaamheid, informatie-vergaring en vernieuwing als onderscheidend toevoegde. Baudeau behoorde tot een groep mensen, door hemzelf 'Les économistes' genoemd, die later in de geschiedenis beter bekend stonden als de Physiocraten (Zimmerman, 1987, pp.121-122). Volgens Zimmerman behoorde Baudeau tot een groep bewonderaars van de medicus Quesnay die Quesnay's gedachten uitdroegen zonder er echter iets wezenlijks aan toe te voegen.

Zimmerman lijkt met deze uitspraak Baudeau echter te kort te doen wanneer Baudeau's bijdrage aan de ondernemerschapstheorie in beschouwing wordt genomen.

Baudeau's entrepreneur wordt duidelijk door winst gemotiveerd en is innovatief bezig teneinde winst te optimaliseren. Hébert en Link (1982, pp. 25-26) stellen dienaangaande het volgende:

"He is a decision-making individual who bears risk because of the nature of his activities, but he also invents or innovates in order to reduce his costs and thereby raise his profits. This second feature of entrepreneurship represents an advance over Cantillon's theory, becoming more important,....,at a later stage of the development of the theory of entrepreneurship".

Zoals uit dit citaat blijkt, wordt Baudeau's ondernemer door Hébert en Link ook gekarakteriseerd als besluitnemer en risiconemer.

Baudeau's theorie van ondernemerschap gaat daarbij volgens Hébert en Link van de veronderstelling uit dat gebeurtenissen welke een effect hebben op economische activiteiten de neiging vertonen om in twee categorieën uiteen te vallen: die welke ondergeschikt zijn aan menselijk beheer en die welke dat niet zijn. Daar waar de ondernemer met de eerste categorie wordt geconfronteerd, zal zijn succes afhangen van zijn kennis en bekwaamheid; daar waar hij zich inlaat met de tweede categorie, gaat hij risico aan.

"Where Baudeau went beyond Cantillon is in emphasizing and analyzing the significance of ability. Baudeau underscored the importance of "intelligence" - the entrepreneur's need for knowledge and information", aldus Hébert en Link.

Daarbij geven zij aan dat vanuit de gedachtengang van Cantillon de agrarische ondernemer in staat diende te zijn om de verschillende produktieve elementen, met name inkooprijzen, volledig te beheersen aangezien de produktie voor zijn eigen rekening en risico kwam. Indien hij daartoe niet in staat zou zijn, zou hij slechts een pion worden in het spel van kapitalisten.

Baudeau (1910, p.46) kwam daarom met de volgende een aanvullende zienswijze:

"Such is the goal of the grand productive enterprises; first to increase the harvest by two, three, four, ten times if possible; secondly to reduce the amount of labour employed and so reduce costs by a half, a third, a fourth, or a tenth, whatever possible".

Om dit te kunnen bereiken moest de ondernemer een vernieuwer zijn en Baudeau was zich volgens Hébert en Link volledig bewust van de vooruitgang welke door uitvindingen mogelijk werden gemaakt.

Zij baseren dit op werk van Hoselitz (1960, p.246) die aangeeft dat reeds ten tijde van de Physiocraten, landelijke verspreiding plaats vond van handboeken en instructieboeken waarin o.a. nieuwe gereedschappen, gewassen en procedures werden beschreven. Ook werden er beschrijvingen rondgestuurd van model-boerderijen en proeffabrieken met als doel de interesse van alerte agrarische ondernemers op te wekken.

3.2.31815: Coördinatie en toezichthouding

Jean-Baptiste Say benadrukt volgens Hébert en Link (1982, p.32) het kritisch oordelend vermogen van de entrepreneur in onder meer de volgende beschrijvingen:

"The entrepreneur is he who estimates needs and above all the means to satisfy them, who compares the end with these means. Hence his principal quality is to have good judgment. He can lack personal knowledge of science, by judiciously employing that of others, but he must not lack judgment; for then he might produce at great expense something that has no value (Say, 1840, p.100)." en:

"To be an entrepreneur requires a combination of moral qualities, that are not often found together. Judgment, perseverance, and a knowledge of the world, as well as of business. He is called upon to estimate, with tolerable accuracy, the importance of the specific product, the probable amount of the demand, and the means of its production: at one time he must employ a great number of hands; at another, buy or order the raw material, collect labourers, find consumers, and give at all times a rigid attention to order and economy; in a word, he must possess the art of superintendence and administration (Say, 1845, pp. 330-331)."

Stevenson en Sahlman (1986, p.16) geven aan dat Say (1815) Cantillon's omschrijving van de entrepreneur verruimde door er het concept van het samenbrengen van de produktiefactoren aan toe te voegen.

Deze toevoeging deed anderen de vraag stellen of er sprake is van een unieke ondernemende functie dan wel simpelweg een vorm van management.

Van Praag (1996, p.14) geeft aan dat Say drie onderscheidende productie-functies onderkende, namelijk de functies van theoretische kennis opbouw, de toepassing van kennis en de uitvoering ervan. De activiteiten van de ondernemer bestaan in de zienswijze van Say met name uit de toepassing van kennis voor het scheppen van een produkt voor menselijke consumptie.

3.2.41826: Innovatie en winstgeneratie

Von Thünen (1826) legde de succesvolle verbinding tussen de afzonderlijke delen van de ondernemer-schapstheorie waarbij enerzijds de ondernemer werd gekarakteriseerd als risico-nemer en de ondernemer anderzijds als vernieuwer werd geportretteerd.

Met betrekking tot innovatie stelde Von Thünen (1960, p.248):

"Necessity is the mother of invention; and so the entrepreneur through his troubles will become an inventor and explorer in his field. So, as the invention of a new and useful machine rightly gets the surplus which its application provides in comparison with an older machine, and this surplus is the compensation for his invention, in the same way what the entrepreneur brings about by greater mental effort in comparison with the paid manager is compensation for his industry, diligence, and ingenuity."

Volgens Zimmerman (1987, p.237) was Von Thünen de eerste die winst zag als een vergoeding voor een niet-verzekerbare risico. Von Thünen (1826, p.479) stelde dienaangaande:

"Es gibt keine Assekuranzgesellschaft gegen alle und jede Gefahr, die mit der Übernahme eines Gewerbes verbunden ist; ein Teil der Gefahr muss immer von dem Unternehmer selbst getragen werden. Durch das blosser Sinken der Preise der Produkte, Fabrikate und Handelswaren kann der Pächter eines Guts, der Fabrikant wie der Kaufmann, sein ganzes Vermögen verlieren-und gegen diese Gefahr gibt es keine Assekuranzgesellschaft." Von Thünen ziet de winst dus als een vergoeding voor het niet-verzekerbare marktrisico dat de ondernemer accepteert. "We vinden deze opvatting pas weer terug bij Frank H. Knight, in Risk, Uncertainty and Profit uit 1921. Volgens hem zijn de onzekerheden verzekerbare, de ondernemersrisico's, dat wil zeggen de marktrisico's echter niet", aldus Zimmerman.

Von Thünen had er volgens Zimmerman echter veel minder ruimte voor nodig om dit te zeggen dan Knight. Verder lijkt Von Thünen de redentatie te volgen dat gelegenheidskosten de basis vormen van dit risico-element. "He who has enough means to pay to get some knowledge and education for public service has a choice to become either a civil servant or, if equally suited for both kinds of jobs, he is guaranteed subsistence for life; if he chooses the latter, an unfortunate economic situation may take all his property, and then his fate becomes that of a worker for daily wages. Under such unequal expectations for the future what could motivate him to become an entrepreneur if the probability of gain were not much greater than that of loss?", (Von Thünen, 1960, p.247).

3.2.51848: Directievoering, beheer, supervisie en het dragen van risico

De belangrijkste verdienste van Mill (1848) met betrekking tot ondernemerschap was dat hij het begrip 'entrepreneur' in algemeen gebruik bracht onder met name Engelse economen. (Zie bijvoorbeeld: Hébert en Link, 1982, p.45; Brockhaus Sr., 1982, p.40).

Mill beschreef volgens Wärneryd (1986, p.3) vier ondernemende functies: 'direction', 'control', 'superintendence' en 'risk bearing'. In wezen verschilt deze zienswijze niet noemenswaard van de ondernemersfuncties van Jean-Baptiste Say zoals hiervoor in § 3.2.3 aangegeven.

"In Mill's view, the risk bearing criterion was what most distinguished the entrepreneur from a manager", aldus Wärneryd. Hébert en Link (1982, pp.44-5) geven aan dat Mill drie beloningsgedeelten voor de 'businessman' onderscheidde:

- 1)"According to his theory, the businessman receives what Mill called 'the wages of superintendence', which is a return for his special skill and ability as a manager."
- 2)"He further receives a premium for risk taking (although Mill did not progress as far as Cantillon in elaborating this point)."
- 3)"Finally, the businessman receives interest on the owned part of the capital he employs."

3.2.61907: Allocatie van middelen

Von Mangoldt (1907, p.41) gaf in tegenstelling tot Say aan dat ondernemingstaken zoals het samenstellen van kapitaalgoederen, de supervisie van het bedrijf en het bewaken van krediet- en handelskanalen niet tot de kern behoren van het concept van de entrepreneur.

Alhoewel ondernemers doorgaans participeren in hun eigen bedrijf met hun eigen vermogen en persoonlijke supervisie, redeneerde Von Mangoldt dat deze diensten net zo goed door externe financiers en betaalde arbeidskracht kunnen worden verstrekt en derhalve geen onderdeel vormen van ondernemende activiteiten.

"That which alone is inseparable from the concept of the entrepreneur is, on the one hand, owning the output of the undertaking - control over the product brought forth, and, on the other hand, assuming responsibility for whatever losses may occur" (Von Mangoldt, 1907, p.41).

Zimmerman (1987, p.237) geeft aan dat Von Mangoldt ondernemerswinst enerzijds ziet als de evenwichtsprijs tussen aanbod van en de vraag naar ondernemerscapaciteiten, doch anderzijds als het overschot van de opbrengst boven de kosten.

Von Mangoldt's theorie concentreerde zich niet zozeer op een ideaal type ondernemer maar eerder op de besluiten die de ondernemer moet nemen in een onzekere, concurrerende omgeving: de keuze van technieken, de allocatie van produktieve factoren en het vermarkten van produkten.

"Although he recognized that succesful innovation is part of entrepreneurship, Mangoldt nevertheless expressed more interest in the allocative function of the entrepreneur (Hébert en Link, 1982, pp.48-49)".

3.2.71934: Innovatie en marktverstoring

Schumpeter (1934) zag het werk van de Duitse econoom Von Mangoldt betreffende ondernemerschap als "the most important advance since Say". Daar waar Von Mangoldt de verklaring voor winst zag in een 'huurvergoeding' voor bekwaamheid, baseert Schumpeter de verklaring voor winst nadrukkelijk op de rol van innovatie. Kent (1982, pp.240-241) stelt dienaangaande:

"The entrepreneur, as an innovator, is one who creates profit opportunities by devising a new product, a new production process, or new marketing strategy. If successful, the entrepreneur is able to achieve a position of temporary monopoly, which permits pure economic profit to be earned until rivals catch up or leap ahead with innovations of their own. The Schumpeterian dynamic is that one innovation opens the door to others. Growth is sparked by a "thundering herd" of entrepreneurs, each creating his own temporary advantage."

Schumpeter zag de ondernemer als een vernieuwer die het economische evenwicht verstoort en zodoende nieuwe ontwikkelingen initieert. Schumpeter verwierp het concept dat de ondernemer per definitie een risiconemer is.

"Risk obviously always falls on the owner of the means of production or of the money-capital which was paid for them, hence never on the entrepreneur as such", aldus Schumpeter.

Galbraith (1989, p.169) stelt in dit verband:

"Anders dan de kapitalist draagt de ondernemer niet de last van een marxiaanse schuld. Dat hij tot op de dag van vandaag dit aura meedraagt, is de belangrijkste erfenis van Schumpeter."

Schumpeter's entrepreneur loopt dus alleen risico voor zover hij vermogen in zijn bedrijf heeft geïnvesteerd. Deze risico-benadering zorgde ervoor dat de betekenis van Schumpeter's bijdrage aan de ondernemerschapstheorie door sommigen in twijfel wordt getrokken.

Hébert en Link (1982, p.47) stellen bijvoorbeeld bij hun behandeling van het werk van Von Thünen: "Economic analysis having come this far by 1850, we may well question whether Joseph Schumpeter took a step backward in the next century by excluding risk bearing from the nature of entrepreneurship, confining its meaning instead solely to innovative activity..."

3.2.81983: Evenwichtsherstel van toekomstige markten

Kirzner (1983, p.156) beschouwt het vraagstuk of risico een onderdeel is van zuiver ondernemerschap en de stellingname van Schumpeter dienaangaande dat per definitie de ondernemer niets te verliezen heeft als tenminste gedeeltelijk irrelevant.

"But what is important about linking the entrepreneur with the phenomenon of uncertainty is not that it is the entrepreneur who accepts the disutilities associated with the assumption of the hazards of the business in an uncertain world. What is important is that the entrepreneur, motivated by the lure of pure profits, attempts to pierce through these uncertainties and endeavors to see the truth that will permit profitable action on his part."

Volgens Wärneryd (1986, p.4), ziet Kirzner (1979, p.109) de ondernemer als "...the prime agent in the process from disequilibrium to equilibrium and thus of particular importance in the context of economic development."

Kirzner (1983, pp.148-155) splitst ondernemerschap op in twee delen, enerzijds ondernemerschap zoals zich dat bij individuele handelingen voordoet en anderzijds ondernemerschap binnen de marktcontext. Daarnaast maakt hij onderscheid tussen de ondernemerschapskennmerken welke nodig zijn voor een 'single-period market' en een multiperiod market'.

De ondernemerschapskennmerken zoals die volgens Kirzner gelden voor een 'single-period market' zijn:

- a. Ondernemerschap bij individuele handelingen bestaat uit het streven, zeker te stellen dat de toekomst van het individu zoals hij die voor zich ziet, aansluit bij zijn toekomst zoals die zich daadwerkelijk zal openbaren. De gelegenheid voor ondernemerschap doet zich voor als gevolg van de onzekerheid van de toekomst. Bij afwezigheid van ondernemende waakzaamheid, berusten geslaagde handelingen op louter toeval. Beloning voor het "aanzetten" van ondernemende waakzaamheid wordt geleverd door de zuivere winst (of vermijding van verlies) die wordt afgeleid van het vervangen van handelingen die op een minder nauwkeurig vooruitziende blik zijn gebaseerd door handelingen die zijn gebaseerd op de meer realistisch beschouwde toekomst.
- b. Ondernemerschap in de markt heeft als basis de verrichting van het zeker stellen van meer eenduidigheid tussen verschillende delen van de markt. Als kenmerk geldt de alertheid van ondernemers bij het tot stand komen van transacties in verschillende marktsegmenten. De gelegenheid voor markt-ondernemerschap doet zich voor als gevolg van informatie-asymmetrie. Beloning voor markt-ondernemende activiteiten komt voort uit de zuivere winst die gemaakt kan worden door afwijkingen op te merken tussen de prijzen waarvoor markttransacties in verschillende delen van de markt beschikbaar zullen zijn.

Kirzner introduceert vervolgens het tijdsaspect en stelt:

"...the introduction of the passage of time, although leaving the overall formal function of market entrepreneurship unchanged, will of course introduce substantial modification into the way we must imagine entrepreneurship to be exercised concretely.....But whereas in the case of entrepreneurship in the single-period market (that is, the case of the entrepreneur as arbitrageur) entrepreneurial alertness means alertness to present facts, in the case of the multiperiod entrepreneurship alertness must mean alertness to the future."

Volgens Kirzner dient de ondernemer met het oog op het tijdsaspect van de 'multiperiod market' de kwaliteiten visie, dapperheid, vastberadenheid en creativiteit te bezitten.

"There can be no doubt that in the concrete fulfillment of the entrepreneurial function these psychological and personal qualities are of paramount importance. It is in this sense that so many writers are undoubtedly correct in linking entrepreneurship with the courage and vision necessary to create the future in an uncertain world (rather than with merely seeing that which stares one in the face.", aldus Kirzner.

In wezen voegt deze laatste beschouwing van Kirzner weinig toe aan het vroeg-economisch denken van Aristoteles (zie paragraaf 3.1) die stelde:

"The useful parts of wealth-getting are, first, the knowledge of live-stock -which are most profitable -and where, and how-as, for example, what sort of horses or sheep or oxen or any animals are most likely to give a return. A man ought to know which of these pay better than others, and which pay best in particular places, for some do better in one place and some in another."

3.3 Economische functie van ondernemerschap samengevat

We zien bij Kirzner dat ondernemerschap een spelfunctie vervult bij het herstellen van een, met name als gevolg van informatieleemtes, verstoord marktevenwicht. Schumpeter daarentegen is echter de gedachte toegedaan dat de ondernemer door middel van innovaties het aanwezige marktevenwicht juist verstoort. De schijnbare discrepantie tussen deze twee zienswijzen lijkt voort te komen uit definitie-verschillen van het begrip markt-evenwicht, dan wel de uitleg die aan het begrip ondernemerschap wordt gegeven.

Vanuit het herstel van marktevenwicht geredeneerd, lijkt de ondernemende functie uit twee onderdelen te bestaan, namelijk productie en handel. Hedendaagse economen scheren deze twee onderdelen van de economische functie overigens doorgaans over één kam. Het meest belangrijke onderdeel lijkt daarbij de productiefunctie, terwijl de zo door Aristoteles verfoeide handelsfunctie de inkoop betreft van goederen op een bepaald tijdstip op een bepaalde markt tegen een zo laag mogelijke prijs, met als doel deze goederen op een andere markt en/of een ander tijdstip tegen een zo hoog mogelijke prijs te verkopen. De belangrijkste problematiek die zich bij deze beide ondernemende functies voordoet betreft het inschatten van toekomstige marktbehoeftes. We zagen in de inleiding van dit hoofdstuk dat Aristoteles dit laatste reeds als belangrijk aspect van het 'management of the household' beschouwde. ("A man ought to know which of these pay better than others, and which pay best in particular places, for some do better in one place and some in another.")

In het verlengde van de voorgaande discussie over marktevenwicht voor ondernemingen kan worden aangegeven dat er omwille van de continuïteit van een onderneming tijdsafhankelijke strategische keuzen tussen innoveren en het investeren in productie-capaciteit moeten worden gemaakt. Volgens Kreiken (Elan, september 1993, pp. 21-23) is eenzijdigheid voor ondernemingen heel gevaarlijk als overlevingsstrategie.

Kreiken stelt dienaangaande: "Als je bijvoorbeeld innoveert in een opgaande conjunctuur, ben je geld aan 't verspillen. Want je hebt capaciteit nodig; je moet aan de vraag voldoen. Maar als je investeert in capaciteit in een zich stabiliserende markt, ben je bezig met zelfmoord."

De door Baudeau aangegeven noodzaak aan kennis en financieel onafhankelijkheidsstreven, de door Mangoldt genoemde bekwaamheid inzake de allocatie van middelen en de door Kirzner vermelde waakzaamheidsfunctie, lijken onlosmakelijk verbonden aan de visionaire en/of innovatieve economische rollen van ondernemerschap welke, zoals hiervoor werd aangegeven, blijken uit de beschrijvingen van Cantillon, Baudeau, Von Thünen, Schumpeter en Kirzner.

Het economische risico dat in het voorgaande als onderscheidene ondernemerschapsfunctie naar voren kwam, hoort volgens Schumpeter niet thuis bij het begrip ondernemerschap doch bij de vermogenverschaffers. Strikt genomen lijkt Schumpeter's redenatie juist. Het lijkt echter niet eenvoudig om de risicofunctie welke ondernemers vervullen, die (in veel gevallen hun totale) vermogen investeerden in hun onderneming, geheel losgekoppeld te zien van het begrip ondernemerschap, aangezien de economische risico's die deze ondernemers op zich nemen, in de persoon van de ondernemer onlosmakelijk zijn verbonden met de andere functies die hij uitoefent.

Betreffende de functies van rentmeesterschap (Baudeau), het samenbrengen van productiefactoren, leidinggeven, toezichhouden en uitvoeren (Say, Mill), geldt ook dat deze functies niet in alle gevallen per definitie door de ondernemer behoeven te worden uitgeoefend. Gelet echter op het feit dat met name bij de kleinere ondernemingen diverse van deze functies, door het individu ondernemer worden uitgevoerd, zal ook in deze gevallen gelden, dat deze functies een intrinsiek onderdeel van het begrip ondernemerschap vormen.

Samenvattend kan worden gesteld dat de economische functie van ondernemerschap in de samenhangende termen visie/innovatie, risico/onzekerheid en leidinggeven/rentmeesterschap kan worden gedefinieerd.

4. Psychologie en de Ondernemer

De stelling dat het grootste probleem waarmee een groeiend bedrijf te kampen kan hebben een volbloed ondernemer als eigenaar is, is dan ook volkomen juist.

F. Derek du Toit⁹

4.1 Inleiding

In § 2 werd het begrip ondernemerschap gedefinieerd als het verschijnsel waarbij een individu naar eigen inzicht een bedrijfshuishouding in het economische verkeer doet functioneren.

Vervolgens werd in de vorige paragraaf de economische functie van ondernemerschap samen-gevat in de termen visie/innovatie, risico/onzekerheid en leidinggeven/rentmeesterschap. In aansluiting daarop kan het begrip ondernemer worden omschreven als iemand die onderne-mende activiteiten uitoefent binnen het kader van de hiervoor genoemde economische functie van ondernemerschap.

Uit de hiervoor geformuleerde definitie van ondernemerschap blijkt duidelijk dat de drang om onafhankelijk actief te zijn een belangrijke rol speelt in de keuze voor het ondernemerschap. In het verlengde van deze gewenste onafhankelijkheid geldt als kenmerkend voor de organisatie van de desbetreffende ondernemingen, dat besluitvorming inzake sleutel-activiteiten binnen de onderneming zoals investeringen, inkoop, productie en verkoop doorgaans is geconcentreerd in een enkelvoudig centrum van besluitvorming, zijnde de ondernemer.¹⁰

Ook het door Baudeau aangegeven financieel onafhankelijkheidsstreven waardoor de onder-nemer kan voorkomen om een pion te worden van vermogensverschaffers, sluit nauw aan op de hiervoor geformuleerde definitie van ondernemerschap, zowel met betrekking tot het eigen inzicht als de ondergeschiktheid aan de impliciete existentiële voorwaarde.

Gelet op het hiervoor gestelde inzake het motivatie-aspect van gewenste onafhankelijkheid, lijkt op voorhand beïnvloeding - door bijvoorbeeld een bij de onderneming betrokken participatie-maatschappij - van het bedrijfseconomisch gedrag van de ondernemer en de daaraan ten grondslag liggende besluitvorming derhalve niet op eenvoudige wijze te bewerkstelligen.

Individuele psychologische factoren staan bij een dergelijke gewenste gedrags-beïnvloeding centraal. Katona (1976, p.9) geeft aan dat de basisbehoefte aan psychologie bij economisch onderzoek ligt besloten in de behoefte om de krachten achter economische processen te ontdekken en te analyseren; de krachten welke verantwoordelijk zijn voor economische acties, besluiten en keuzes. Betreffende de economische en psychologische theorie-ontwikkeling stelt van Raaij (1986 [a], pp.11-12) dat, terwijl een deductieve benadering overheerst in de economie, psychologisch onderzoek voornamelijk wordt gekenmerkt door een inductieve benadering.¹¹

9. 1980, p.44

10. Zie bijvoorbeeld ook: Schuit J.W.R. en M. van Wijk, 1994, p.17.

11. "Theory development in economics and in psychology differs to some extent. A deductive approach dominates in economics. Hypotheses (conclusions) are derived from a theory and tested with empirical data. Or, a sequence of logical deductions (from initial assumptions) is developed and the final conclusion is empirically tested. Rejection of a hypothesis is a signal that the theory or the sequence of reasoning should be revised. One difficulty in the deductive approach is the attribution of a rejection to a specific cause. If a hypothesis is rejected, this might be due to a poor definition or operationalization of the concept under study. It might be a problem of the validity or reliability of the measurement as well. An inappropriate test procedure is a third cause (e.g., sample too small). A fourth reason might be an invalid or incomplete theory. With one test, it is impossible to ascertain which cause or combination of causes is the right one. Many economic phenomena are stochastic, which means, that one rejection is not enough to falsify a theory. Clarkson (Clarksson, G.P.E., The theory of Consumer demand: A critical appraisal (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1963) describes these aspects of micro-economic theory.

Musgrave (Musgrave R.A., "Unreal Assumptions" in Economic Theory: The F-twist untwisted, Kyklos 34 (1981) 377-387.) distinguishes between types of assumptions in economic theory. Psychological research is dominated by inductive approaches, although a deductive approach prevails in mathematical psychology. Theory formation in psychology remains closer to the

Het eerste deel van de uitdrukking 'economische psychologie' staat in verband met het omgaan met schaarse middelen (geld, tijd, inspanning, ruimte, materiële middelen en energie) om behoeften te bevredigen en geeft uitdrukking aan activiteiten en de uitkomsten van activiteiten in een rekeneenheid (b.v. geld). Het tweede deel geeft aan dat economische psychologie betrekking heeft op menselijke ervaringen en gedrag. Gecombineerd geven de twee delen als resultaat dat 'economische psychologie' de omvattende studie is naar menselijke ervaringen en menselijk gedrag terzake van het omgaan met de schaarse middelen geld, tijd en inspanning teneinde aanwezige behoeften te bevredigen. Volgens de Franse sociaal psycholoog Gabriel Tarde (1902) was hijzelf de eerste die het concept van economische psychologie gebruikte in een artikel dat in 1881 werd gepubliceerd, volgens Reynaud (1964) zijn er echter reeds lang voor Tarde's publikatie pogingen geweest om economie en psychologie te combineren. In het begin van de jaren veertig werd economische psychologie geïntroduceerd in de Verenigde Staten van Amerika door de psycholoog George Katona die vervolgens zo'n veertig jaar lang met publicaties met name op het gebied van consumentengedrag toonaangevend was op het gebied van de economische psychologie. Daarnaast is er sinds Tarde een Franse traditie in economische psychologie met Pierre-Louis Reynaud en Paul Albu als de bekendste vertegenwoordigers in recente tijden. Hun idee over het onderzoeksgebied is veel ruimer dan de betekenis die Katona aan de economische psychologie gaf. De Franse benaderingen worden meer gekarakteriseerd door een zoektocht naar een theoretisch raamwerk en het ontwikkelen van een algemene theorie in plaats van te vertrouwen op empirische gegevens betreffende individuen. Reynaud (1974, 1981) heeft veel aandacht besteed aan de dynamiek van economisch groei¹², terwijl Albu (1976) met name interesse toonde voor het ontwikkelen van een economisch concept dat op behoeften is gebaseerd. Net als Reynaud betreft Albu psychologie met betrekking tot organisatie en industrie bij het terrein van de economische psychologie. (Zie: Wärneryd, 1988, pp.9-10).¹³

empirical world and has less stringent assumptions. In many psychological studies, a stringent theory is not or is only very limited specified. "Relevant" factors are measured and correlated with the (dependent) variable under study. In an empiricist manner, these relevant variables are related to the dependent variable. In comparison with economics, theory formation is thus more "a posteriori" process. With a second (validation) sample, this theory should be tested. However, in order to determine which variables are relevant, the researcher usually employs some "implicit theory", aldus van Raaij.

12. Over de vraag wat precies met de uitdrukking 'economische groei' wordt bedoeld en of die hetzelfde is als 'economische ontwikkeling', bestaat enige controverse. Doorgaans wordt economische groei gemeten aan de hand van stijging van het werkelijke inkomen per hoofd van de bevolking. Zie verder ook § 3.2 van dit hoofdstuk.

13. In wezen gaf in het vroeg-economische denken Aristoteles (1976, pp.16-17) reeds in ruime zin de aanzet voor het hedendaagse terrein van de economische psychologie: "...The source of the confusion is the near connection between the two kinds of wealth-getting; in either, the instrument is the same, although the use is different, and so they pass into one another; for each is a use of the same property, but with a difference: accumulation is the end in the one case, but there is a further end in the other. Hence some persons are led to believe that getting wealth is the object of household management, and the whole idea of their lives is that they ought either to increase their money without limit, or at any rate not to lose it. The origin of this disposition in men is that they are intent upon living only, and not upon living well; and, as their desires are unlimited, they also desire that the means of gratifying them should be without limit. Those who do aim at a good life seek the means of obtaining bodily pleasures; and, since the enjoyment of these appears to depend on property, they are absorbed in getting wealth; and so there arises the second species of wealth-getting. For, as their enjoyment is in excess, they seek an art which produces the excess of enjoyment; and, if they are not able to supply their pleasures by the art of getting wealth, they try other arts, using in turn every faculty in a manner contrary to nature."

Een duidelijke parallel lijkt hier te kunnen worden getrokken met uitspraken van de econoom Tobin (1972, p.55) die in het Katona Festschrift aangeeft: "The wealth model offers him (George Katona) plenty of latitude. He is right that once consumption is not liquidity-constrained it is a highly psychological variable. Wealth itself is highly psychological.....But in the long run attitudes and valuations are strongly governed by objective realities, and the purposes for which wealth is desired determine how much is accumulated."

MacFadyen en MacFadyen (1986, pp.442-444) ontwikkelden een conceptueel model van de economische psychologie dat is weergegeven in Figuur 2. We zien hieruit dat in het conceptuele model van de economische psychologie, het gedrag (actie) van het individu, een centrale rol vervult. MacFadyen en MacFadyen stellen dienaangaande: "The general approach in economic psychology, as in neoclassical economics and most of psychology, is one of 'methodological individualism', with explanations of social events drawn from the actions of individuals."¹⁴

Alhoewel theorievorming op het gebied van de economische psychologie, met name door de invloed van Katona veelal in verband wordt gebracht met consumentengedrag¹⁵, bestudeert de economische psychologie als discipline, naast de psychologische mechanismen en processen welke ten grondslag liggen aan consumptiegedrag ook ander economisch gedrag.

Wärneryd geeft aan dat onderzoeksproblemen op het gebied van de economische-psychologie voortkomen uit drie soorten economische realiteit of "arenas":

- 1.the consumer marketplace where consumer and household behavior is in the center of attention;
- 2.the business arena where entrepreneurship and business behavior are the focal points;
- 3.the citizen/society arena where economic relations such as social benefits/taxes and reactions to economic policy measures are problem areas of special concern.

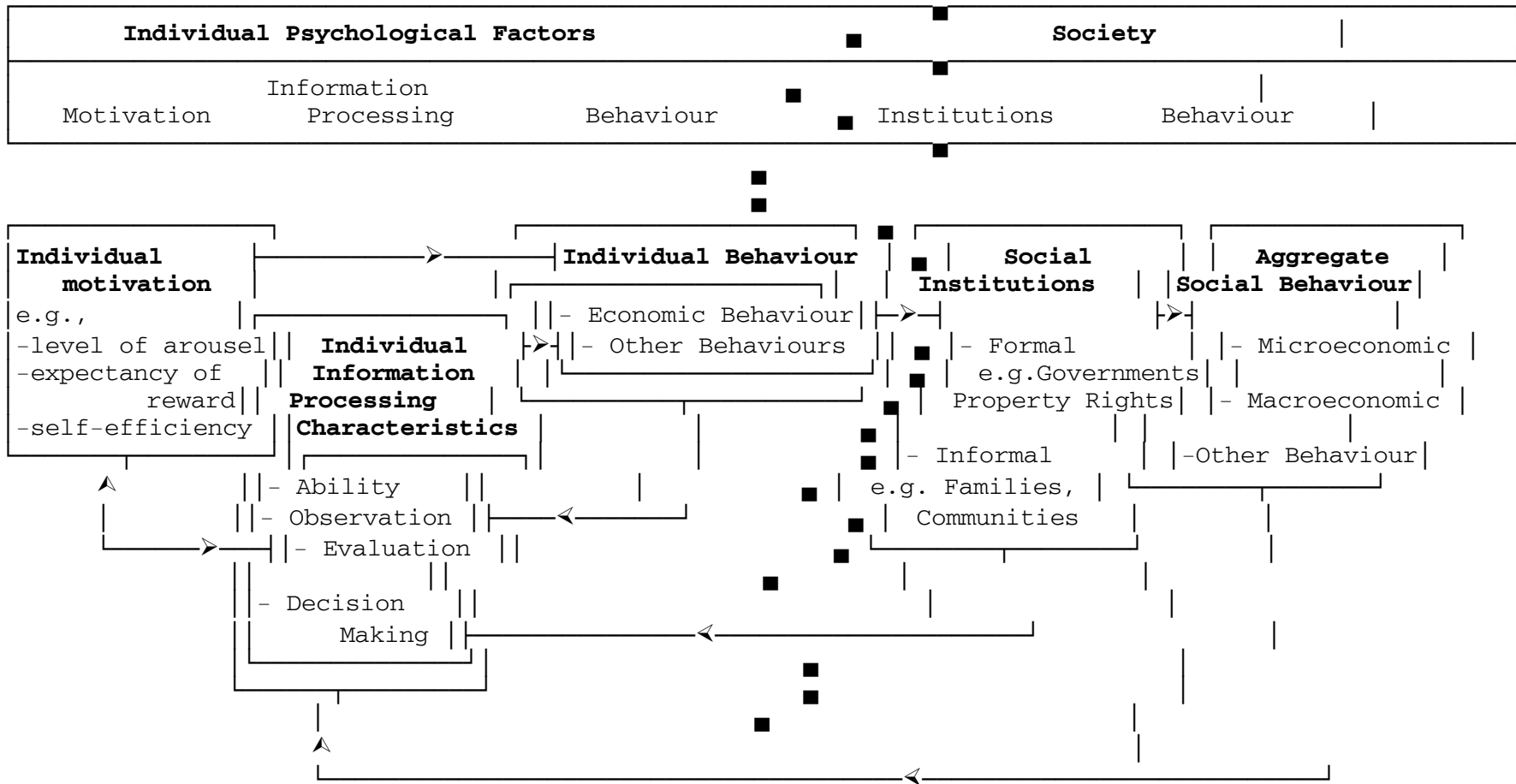
Gelet op de aan dit hoofdstuk ten grondslag liggende vraagstelling, gaat de belangstelling in deze paragraaf uit naar psychologische concepten en theorieën met een focus op ondernemerschap en zakelijk gedrag.

Blijkens het conceptuele model van MacFadyen en MacFadyen zoals weergegeven in Figuur 2, kan worden afgeleid dat externe (economisch) gedrags-beïnvloeding van een ondernemer slechts mogelijk is door invloed uit te oefenen op zijn motivatie via het individuele informatie-verwerkingsproces en met name dmv het beïnvloeden van de individuele bekwaamheid van de ondernemer en de processen van observatie, evaluatie en besluitvorming. Dit lijkt op zich een vrij logische afleiding.

14. MacFadyen en MacFadyen stellen verder: " The figure might also be viewed as providing a 'holistic' point of view, at least in the sense that no parts of the system are depicted as operating independently. In particular, the distinction between "economic" behaviour and "other" behaviours can not be clearly defined. Of course, neoclassical economics, in its 'imperialistic' mode, already accepts this; from the viewpoint of economic psychology the critical element is the view that basic psychological processes are important determinants of all behaviours including the economic. In practise in economic psychology, as in other social sciences, the predominant research method is reductionist, in the general sense that models consider only a part of the whole flow depicted in the figure, but treat that part as if it were a deterministic system. One could argue that such reduced models are fully explanatory; our view, like that of many others, is more eclectic; for example, we would argue that a variety of motivational factors influence individuals, so that a number of different theoretical models will help us understand economic models; theories in economic psychology tend to be viewed as complementary rather than competing."

15. Oppedijk van Veen (1985, p.82) concludeert bijvoorbeeld dat het economisch-psychologisch onderzoek in Nederland zich vooral heeft toegespitst op de bestudering van het economisch gedrag van het individu als consument.

Figuur 2. Conceptueel model van Economische-Psychologie



Bron: MacFadyen en MacFadyen, 1986, p.443

4.2 Motivatie theorieën

De hiervoor door ons geformuleerde definitie van ondernemerschap bevat duidelijke elementen van doelgericht handelen. Ook in andere beschrijvingen van het begrip ondernemerschap blijkt doelgericht handelen een belangrijk onderdeel.

Kirzner (1979, p.109) geeft bijvoorbeeld het volgende aan bij een beschrijving van de voornaamste karakteristieken van ondernemerschap: "...In addition to the exploitation of perceived opportunities, purposive human action involves a posture of alertness toward the discovery of as yet unperceived opportunities and their expectations.

This element in human action -- the alertness toward new valuations with respect to ends, new availability of means -- may be called the entrepreneurial element in the individual decision. () Awareness of this element in human action leads to the recognition that knowledge by the outside observer of the data surrounding a decision-making situation is not sufficient to yield a prediction of the decision that will be made. The observer's calculation of the optimum choice relevant to the data may be profoundly irrelevant."

Bij het doelgericht handelen doen zich verder vragen voor als: Wat motiveert de "actor"? (waarom en wanneer?), en Hoe komt die motivatie tot stand?

Trompenaars (1985, p.27) geeft aan dat 'action' niet alleen maar gedrag is vanwege het feit dat er motivatie aanwezig is, en geeft vervolgens, deels in navolging van Weber (1947, pp.98-99) aan:

"The motive of action is a complex of subjective meaning which seems to the actor himself... an adequate ground for the conduct in question. The motives emerge from the interactivity between self (man) and self's context."

Motivatie theorieën kunnen worden onderscheiden in inhoudelijke theorieën en proces theorieën. Terwijl inhoudelijke motivatie theorieën de factoren in de mens of zijns omgeving bespreken die aanleiding geven tot bepaald gedrag, gaan proces theorieën in op de motivationele processen die zich in mensen afspelen waardoor gedrag richting krijgt.

Twee bekende proces theorieën betreffen de 'expectancy-valence' theorie van Vroom (1964) en het motivatiemodel van Lawler (1981). Ten aanzien van de voornaamste negatieve kenmerken geldt dat beide theorieën weliswaar een goede verklaring bieden voor tot-stand-gebracht gedrag, maar dat hun voorspellende waarde vooralsnog niet erg groot is gebleken. Daarbij geldt dat bepaalde onderdelen of begrippen moeilijk te meten zijn, zoals 'inspanning' (Vinke en De Rooij, 1986). Voor zover bekend zijn deze proces theorieën niet op directe wijze in verband gebracht met het begrip ondernemerschap.

Wanneer we literatuur betreffende psychologie en ondernemerschap bestuderen, zien we daaren-tegen dat een aantal inhoudelijke motivatie theorieën veelvuldig worden gebruikt in beschrijvingen en onderzoeken waar getracht wordt ondernemers te onderscheiden van niet-ondernemers, dan wel getracht wordt te discrimineren tussen succesvolle ondernemers en niet-succesvolle ondernemers (zie bijv. Begley/Boyd (1987, pp.80-85), Bellu (1988), Brockhaus (1982, pp.39-57), Gasse (1982, pp.57-71) en Wärneryd (1986).

Het betreft hier de volgende theorieën die hierna worden behandeld:

1. Prestatie-Motivatie (McClelland, Atkinson)
2. Attribution Theory (Kelley)
3. Locus of Control Theory (Rotter)
4. Tolerance of Ambiguity (Budner)
5. Type A Behavior (Friedman & Roseman)

4.2.1 Prestatie-Motivatie theorieën

Onderzoeken naar de motivatiegrondslagen van menselijk handelen, werden door McClelland verder ontwikkeld tot een theorie over prestatie-georiënteerd handelen, waarbij McClelland de opvatting heeft dat één behoefte centraal staat en de persoonlijkheid van mensen typeert.

Deze behoeften-theorie van McClelland maakt een onderscheid in drie dominante behoeften:

- a. prestatiebehoefte (need for achievement);
- b. de behoefte aan macht (need for power);
- c. affiliatiebehoefte (need for affiliation).

McClelland en Burnham (1976, pp.100-110) voerden onderzoek uit waaruit blijkt dat een hoge machtsbehoefte samen met een lage affiliatiebehoefte de meeste kans op succes in management-functies hebben.

Daarnaast wordt in een aantal onderzoeken een relatie tussen 'need for achievement' en ondernemerschap aangegeven (zie bijvoorbeeld: South, 1974, pp.509-510; Durand en Shea, 1974, pp.57-63).

Het uitgangspunt bij de 'need for achievement' benadering van McClelland is dat gedrag het resultaat is van behoeften aan succes en het vermijden van falen. De motivatie van een persoon om bepaald actiegedrag te vertonen, wordt door McClelland in formule-vorm weergegeven:

$$\text{Nach} = (\text{Bs} \times \text{Vs} \times \text{Ws}) - (\text{Bf} \times \text{Vf} \times \text{Wf}),$$

waarin:

Nach= Need for achievement

Bs= Behoefte aan succes Bf= Behoefte om falen te vermijden

Vs= Verwachting van succes Vf= Verwachting van falen

Ws= Waarde van succes Wf= Waarde van vermijden van falen

McClelland e.a (1969, pp.50-53) formuleren bij de 'need for achievement' theorie vier condities welke nodig zijn om de prestatie-behoefte te activeren bij het uitvoeren van een activiteit:

1. De betrokken personen moeten zichzelf verantwoordelijk achten voor de uitkomst van hun handelen;
2. Er moet duidelijke kennis over de resultaten aanwezig zijn, zodat de persoon weet dat hij of zij succesvol was of gefaald heeft;
3. Succes moet niet van tevoren vaststaan, maar verbonden zijn met een gematigd risico;
4. De mogelijkheid moet aanwezig zijn de omgeving te onderzoeken, eventueel te reizen of nieuwe dingen uit te proberen.

Bij een beschouwing van 'Individual motivation' concepten, noemt MacFadyen (1986, p.83) bij het 'Achievement motive' van McClelland als voordeel:

"Achievement motivation has been linked to economic growth", en als nadeel:

"It is not clear to what extent achievement motivation is social or individual, intrinsic or extrinsic in its basis".

Gasse (1982, pp.57-58) geeft een aantal methodologische tekortkomingen aan bij de 'achievement motivation' benadering.

In de eerste plaats stelt Gasse dat de achievement motivation approach geen rekening houdt met de historische en holistische structuur waarin motivatie plaats vindt.

Volgens Gasse stelt McClelland, dat de economische, sociale en politieke determinanten van de verdeling van de macht en de richting van de prestatie verwaarloosbaar zijn. Gunder (1969) en Kunkel (1965) suggereerden volgens Gasse dat deze theorie ontoereikend is omdat het de bepalende sociale en historische structuren niet kan identificeren, terwijl zowel Weber (1950) als Tawney (1947) hebben benadrukt dat de rationele besluiten van ondernemers onvermijdelijk beperkt zijn en gekleurd worden door het culturele milieu.

Een tweede tekortkoming van de 'achievement motivation theory' is volgens Gasse het nevel-achtige van het concept zelf. Voor McClelland, zo stelt Gasse, is 'achievement motivation' (en dientengevolge ondernemerschap) een methode van denken. Het te onderzoeken gebied is volgens Gasse, die Berlew (1969) daarbij citeert, niets meer dan het volgende:

"If I can tap into someone's brain and get the content of their [sic] thought process, what they [sic] go around through life thinking about, and what kinds of things are there; entrepreneurs tend to think in a certain way about certain kind of things".

Gasse suggereert dat uiteenlopende resultaten welke werden verkregen in 'achievement motivation' onderzoek wellicht een gevolg zijn van een gebrek aan overeenstemming inzake de interpretatie en het meten van gegevens.

Als derde tekortkoming van de 'achievement motivation theory' tenslotte, stelt Gasse dat McClelland zijn onderzoeken beperkte tot economische activiteiten als het juiste kanaal voor de drijfveer voor prestatie, terwijl Gasse stelt, dat andere terreinen van professioneel streven zoals kunst, politiek, godsdienst of onderwijs, evenzo juiste kanalen voor 'achievers' kunnen opleveren. Mensen die zichzelf wijden aan deze diverse sectoren, kunnen eenvoudigweg worden gekarakteriseerd door McClelland's karakteristieken van ondernemerschap.

Zelfs binnen economische activiteiten, kan dit concept van ondernemerschap worden toegepast op managers, boeren, verkopers, professionals, en anderen. Dientengevolge, zo stelt Gasse, gaat het specifieke en de onderscheidende kracht van het concept grotendeels verloren.

Begley en Boyd (1987) suggereren dat achievement motivation wellicht slechts van cruciaal belang is voor succes bij startende bedrijven.

Het onderzoek naar prestatie-motivatie heeft zich ook in een andere richting ontwikkeld dan die welke door McClelland wordt vertegenwoordigd. Terwijl het uitgangpunt van de McClelland's theorie is dat gedrag het resultaat is van behoeften aan zowel succes als aan het vermijden van falen, ontwikkelde Atkinson (1957, pp.359-372) een model voor het nemen van risico dat is afgeleid van de relatie welke McClelland vond tussen prestatiebehoefte en een voorkeur voor gematigde kansen van slagen.

Atkinson behoort volgens Wärneryd (1986, p.15), net als McClelland tot diegenen die niet de volledige stap willen zetten naar een cognitieve motivatie theorie, waarbij zij ertoe neigen om beschrijvingen van cognitieve gebeurtenissen louter te zien als onbetrouwbare indicatoren van motivatieprocessen.

Weiner (1974) bekritiseert deze aspecten van de achievement theorie en suggereert een enigszins gewijzigde theorie welke dezelfde onderzoeksresultaten kan verklaren als de 'achievement motivation' theorie en zelfs meer voorspellingen kan doen. Weiner's uitgebreide of alternatieve theorie bevat hypothesen omtrent causale bijdragen, voor het eerst geformuleerd in Heider's 'attribution theorie' (1958), welke volgens Wärneryd hebben geleid tot een enorme hoeveelheid onderzoek naar zowel fundamentele als toepassingsgerichte samenhangen.

4.2.2 'Attribution' theorie

Kelley (1967)¹⁶ definieert 'attribution theory' volgens Van Raaij (1986 [b], pp.353-379) als: "A theory about how people make causal explanations, about how they answer questions beginning with "why?".

Van Raaij zelf stelt dat de 'attribution theory' een beschrijving is van een proces, hoe mensen oorzaken toekennen aan gebeurtenissen en gedragingen.

"Attribution theory provides a useful structure for the explanation of economic motivation. How actions and events are evaluated is not only determined by their intrinsic properties but also by the perceived causes and intentions.", aldus Van Raaij.

Mac Fadyen beschrijft de 'Attribution theory', zoals weergegeven door Heider (1958) en Kelley (1967, pp.192-237), als een cognitief motivatieconcept waarbij de motivatie verondersteld wordt te zijn gericht op het begrijpen van oorzaak en gevolg relaties. Dit is zowel van toepassing op de eigen activiteiten van iemand als op die van anderen.

De voor- en nadelen van de 'attribution' theorie zoals aangegeven door MacFadyen zijn in Overzicht 2 weergegeven.

16. Kelley definieerde volgens Van Raaij (1986[a]), vier criteria welke de observator gebruikt in het proces van toekenning van oorzaken: "(1)Distinctiveness or noncommon effect; the effect is attributed to the entity if it uniquely occurs when the entity is present and does not occur in its absence; (2) Consistency over time; each time the entity is present, the effect occurs; (3) Consistency over modality; the effect may be observed through different modalities, e.g. seeing, hearing, smelling; and (4) Consensus; many observers perceive the same effect." Van Raaij (1986[a]) geeft ook aan dat Kelley het zogenaamde 'covariation' principe toepast bij informatie, afkomstig van meerdere observaties over een tijdsperiode. Het andere principe daarbij, is het 'configuration' principe, toegepast bij informatie, afkomstig van een enkele waarneming, doch door verschillende waarnemers en op verschillende manieren verkregen. De eerste twee, hiervoor genoemde criteria behoren tot het 'covariation' principe, terwijl de laatste twee criteria tot het 'configuration' principe behoren. Kelley's 'covariation' benadering, werd volgens Van Raaij verder ontwikkeld door McArthur (1976) tot de 'agent-target' benadering, waarbij McArthur bij haar benadering uitgaat van een algemeen informatie formaat: AGENT(source) —————> VERB(medium) —————> TARGET(audience). Van Raaij (1986[b]) stelt in dit verband: "Agent attribution leads to the conclusion that the agent has a certain proclivity for the action and the expectation that the agent will respond in the same way to other targets (target generalization). Target attribution makes one conclude that the target has provoked the emotion or opinion and the expectation that the target will elicit other, related emotions or opinions from the agent (response generalization)". Betreffende het 'configuration' principe, stelt Van Raaij dat deze teruggebracht kan worden tot het 'covariation' principe. "Internal causes are agent attributions and external causes are target or circumstance attributions. Additional information about the target (e.g. task difficulty) is in fact consensus information. An easy task means a high consensus condition (almost all agents succeed at the task), while a difficult task means a low consensus condition (almost no agent succeeds at the task). Additional information about the agent (e.g. high or low ability) is in fact distinctiveness information. A high-ability agent implies a high distinctive condition (high-ability agents succeed at nearly all the tasks), while a low-ability agent implies a high distinctive condition (low-ability agents succeed at almost no task)".

Overzicht 2. Voor- en nadelen van de 'Attribution' theorie

Attribution Theory	
Advantages	Disadvantages
1. An approach to motivation firmly based on the premise that thoughts guide behavior.	1. Research evidence implies that individuals are less rational than attribution theory suggests, where, for example, there is a bias in attributions to enhance one's own self-esteem.
2. Explanatory power in suggesting how individuals discriminate between different emotions by attributing emotional causes through labelling them.	2. Attribution or "rationality" is limited by the information available.
3. Many similarities to the rationality concept in economics.	3. Attributions occur after the behavioral response.

Afgeleid van: MacFadyen (1986, pp.81-82)

Wärneryd (1986, p.40) geeft aan dat onderzoek gebaseerd op de moderne cognitieve psychologie nog in de kinderschoenen staat en alhoewel veelbelovend, moet nog aangetoond worden dat ondernemerschap er in enige significante mate mee verklaard kan worden.

Desondanks worden een tweetal cognitieve structuren wel in verband gebracht met ondernemerschap. Het betreft hier de aan de 'causal attribution' theorie verwante 'locus-of-control' theorie van Rotter¹⁷ en de cognitieve 'tolerance of ambiguity' structuur van Budner.

Deze beide motivatie-theorieën worden hierna achtereenvolgens behandeld.

17. Zie bijvoorbeeld: Van Raaij (1986 [b], p.366), die aangeeft dat de 'locus-of-control theorie verwant is aan 'causal attribution'.

4.2.3 Locus-of-control theorie

De 'locus-of-control' theorie werd ontwikkeld door Rotter (1966) in een poging lange termijn effecten te verklaren betreffende de 'versterking' die optreedt in een persoon door het omgaan met zijn of haar omgeving. Het uitgangspunt bij deze theorie is dat mensen in specifieke situaties ervaringen opdoen van uiteenlopende aard. Op basis van die ervaringen uit het verleden ontwikkelen zich verwachtingen omtrent gedrag en de mogelijke consequenties ervan.

(Zie ook: Vinke en De Rooij, 1989).

Rotter geeft met betrekking tot de door hem aangegeven 'versterking' die optreedt, de volgende uitleg: "When a reinforcement is perceived by the subject as following some action of his own but not being entirely contingent upon his action, then, in our culture, it is typically perceived as the result of luck, chance, fate, as under the control of others or as unpredictable because of the great complexity of the forces surrounding him. When the event is interpreted in this way by an individual, we have labeled this a belief in external control. If the person perceives that the event is contingent upon his own behavior or his own relatively permanent characteristics, we have termed this a belief in internal control."

Volgens Rotter ondervindt een individu de uitkomst van een gebeurtenis als wel of niet binnen zijn persoonlijke controle en begrip (zie: Brockhaus, 1982).

Er zijn aanwijzingen dat ondernemers risico's waarnemen als iets dan gemakkelijk bestuurd kan worden binnen hun eigen veld van bekwaamheden en vaardigheden, ook wanneer anderen deze risico's niet durven te nemen (Langer, 1975).

In de locus-of-control theorie worden ondernemers als 'internals' gekarakteriseerd, of te wel, ondernemers geloven volgens deze theorie dat hun gedrag relatief beslissend is in het bepalen van hun lot. Van Raaij (1986 [b], p.366) geeft bijvoorbeeld aan: "Internal' persons are more likely to attain knowledge about their environment and try to control their environment. 'Externals' are more fatalistic and perceive their behavior to be determined by external forces beyond their control".

Gasse (1982, p.59) stelt in dit verband : "Because the entrepreneurs' decisions have a direct influence on their business performance, they must believe in the efficacy of their actions... Uncertainty about the future and a pessimistic economic outlook may impede investment and cause entrepreneurs to turn down opportunities. Optimism, on the other hand (which seems deeply ingrained in American culture), restrains the perception of uncertainty. Also, when uncertainty is perceived, it may be viewed as an exiting stimulus rather than a severe threat."

Onderzoek door Duchesneau en Gartner (1988), naar de karakteristieken van de leidende ondernemers bij succesvolle en falende nieuwe ondernemingen, gaf als resultaat, dat de 'locus of control' karakteristiek 'Internalism' bij succesvolle ondernemingen "Moderately High" is en die van niet-succesvolle, dan wel mislukte ondernemingen "Very High" is.¹⁸

Begley en Boyd (1987) geven in hun onderzoek naar voorspellende indicatoren van financiële prestatie aan dat er indicaties zijn dat de 'internal control' geneigdheid blijkbaar in verband gebracht kan worden met de financiële prestatie van ondernemingen. Onderzoek naar de hypothese "Among small business founders there will be a positive relationship between internal locus of control and corporate financial performance", naar aanleiding van Brockhaus' suggestie: "this internal belief and the associated greater effort... hold promise for distinguishing successful entrepreneurs from the unsuccessful", leverde echter een onverwachte relatie op.

18. Internalism: F = 3.76; Sign. Level = .06; (scale: 0-5):
Failure: Mean = 4.69; Std. Dev. = .63;
Success: Mean = 4.07; Std. Dev. = .95.

Bij bedrijven met oprichters als directeur, werd een significante positieve relatie gevonden tussen de interne locus of control en bedrijven met een slechte liquiditeitspositie, terwijl geen statistisch significante relaties aanwezig bleken voor de variabelen 'groei' en 'rendement op geïnvesteerd vermogen'. Als verklaring voor de onverwachte relatie tussen de interne 'locus of control' en bedrijven met een slechte liquiditeitspositie, geven Begley en Boyd de volgende suggestie:

"This unexpected relationship may indicate that internals feel in control of their asset to liquidity ratio, and therefore are less concerned about building a high ratio to protect themselves".

Bellu (1988, p.18) zegt aansluitend aan het voorgaande:

"Some researchers have attempted to distinguish entrepreneurs on the internal-external dimension by utilizing the 'locus-of-control' framework, developed by J. Rotter. The inconclusiveness of this research has led to contrasting conclusions. In contrast to 'locus of control' research, which predicts expectancy shifts to be a function of the I-E [Internal-External] dimension, the research evidence provided by Weiner (1980) strongly suggests that the stability of causal attributions, rather than their locus of control, is related to expectancy of success."

4.2.4 Tolerance of ambiguity

De hiervoor behandelde 'locus-of-control' theorie lijkt nauw verwant aan het 'tolerance of ambiguity' concept. Budner (1962, pp. 29-50) definieert 'intolerance of ambiguity' als de geneigtheid om onduidelijke situaties als bedreigend waar te nemen; 'tolerance of ambiguity' is dan de geneigtheid om dergelijke situaties als wenselijk waar te nemen.

Sexton en Bowman (1985, pp.129-140) geven aan dat 'ambiguity tolerance' een persoonlijkheidskarakteristiek betreft welke invloed uitoefent op de manier waarop iemand informatie in dubbelzinnige (onduidelijke) situaties op een rij zet. Volgens Sexton en Bowman kan 'tolerance of ambiguity' als een continuüm worden beschouwd. In het ene uiterste, wordt onduidelijkheid als onwenselijk, vol stress en bedreigend ervaren. Bij onzekere situaties, worden door de besluitnemer die 'ambiguity' onwenselijk acht, problemen aangepakt terwijl er onvoldoende informatie uit de omgeving beschikbaar is.¹⁹ In het andere uiterste van het 'ambiguity tolerance' continuüm, bestaat de zienswijze dat onduidelijkheid een gewenst en uitdagend doel is. Het nemen van besluiten binnen deze cognitieve structuur is anders, omdat er geen noodzaak aanwezig is om blootstelling aan de onduidelijke situatie te minimaliseren. Onderzoek door Sexton en Bowman met behulp van de zogenaamde 'Budners Tolerance-Intolerance of Ambiguity Scale' bevestigde het onderscheidende vermogen van de 'tolerance of ambiguity' karakteristiek bij "potentiële ondernemers". De onderzochte groepen betroffen studenten met als hoofdstudierichtingen: "entrepreneurship", "business" en "non-business".²⁰

19. Sexton en Bowman (p.131) geven, hieromtrent het volgende aan:

"Anxiety is produced by an ambiguous situation, and the intolerant individual 'may make some responses before adequate information is available for the most appropriate response'. Under conditions of uncertainty, the decision maker who finds ambiguity undesirable, approaches problem-solving with less than adequate information."

20. Voor meer details betreffende de uitgevoerde onderzoeken, zie: Sexton en Bowman, 1985, pp 131-135. Sexton en Bowman geven in hun onderzoeksverslag niet expliciet aan welke studierichting "entrepreneurship" aan welke universiteit in hun onderzoek werd betrokken. De vlucht echter die deze studierichting in de Verenigde Staten heeft genomen, blijkt uit een opgave door K.H. Vesper in: Research on education for entrepreneurship, in: Encyclopedia of entrepreneurship, C.A. Kent, D.L. Sexton en K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1982, pp. 323-324. Vesper geeft aan dat terwijl er in 1967 bij een achttal vier-jarige opleidingen de studierichting "entrepreneurship" bestond, er in 1978 zo'n 150 van dergelijke opleidingen in de Verenigde Staten werden aangeboden.

"With one exception (South Florida) the only four-year schools in the United States that offer courses in entrepreneurship are schools of business administration and schools of engineering. At last report 118 business schools and 28 engineering schools offered such courses.", aldus Vesper.

Ook een aantal andere onderzoeken door o.a. Sexton onder "potentiële ondernemers", bevestigden het onderscheidende vermogen van de 'tolerance of ambiguity' karakteristiek. De relevantie van het 'tolerance of ambiguity' aspect in relatie tot werkelijk functionerende ondernemers blijkt echter niet uit deze onderzoeken.

In een beperkt praktijkonderzoek door Begley en Boyd (1987) werden de volgende twee hypothesen onderzocht:

1. In a sample of small business CEOs, founders will manifest higher ambiguity tolerance than nonfounders;
2. Among small business founders there will be a positive relationship between tolerance of ambiguity and corporate financial performance.

De voorspelling van de eerste hypothese, dat oprichters een grotere tolerantie voor onduidelijke situaties kunnen opbrengen, werd in het onderzoek van Begley en Boyd niet verworpen.

Daarentegen werd de tweede hypothese door de onderzoeksresultaten echter niet ondersteund.

4.2.5 Type A persoonlijkheid

Volgens Begley en Boyd (1987), definiëren Friedman en Rosenman het 'Type A Behavior Pattern (TABP)' als: "an action-emotion complex that can be observed in any person who is aggressively involved in a chronic, incessant struggle to achieve more and more in less and less time, and if required to do so, against the opposing efforts of other things or other persons."

Een aantal eerdere onderzoeken door Begley en Boyd onder bedrijfseigenaren naar deze karakteristiek lieten in vergelijking met een landelijke norm een significant verschil zien, doch deze onderzoeken betroffen bedrijfseigenaren als een collectieve entiteit waarbij geen onderscheid werd gemaakt tussen oprichters en niet-oprichters. De twee hypothesen :

1. "In a sample of small business CEOs, founders will manifest more Type A behavior than non-founders"; en
2. "Among small business founders there will be a negative relationship between Type A behavior and corporate financial performance";

werden in het recentere onderzoek van Begley en Boyd echter beide niet bevestigd. De resultaten van dit laatste onderzoek suggereren, dat het 'Type A behavior pattern' concept geen onderscheidende karakteristiek oplevert voor de oprichter-ondernemer, in vergelijking met de niet-oprichter ondernemer. "The two groups do not differ in Type A tendencies.", aldus Begley en Boyd. In het kader van de tweede door Begley en Boyd onderzochte hypothese kan de volgende eindconclusie worden vermeld:

"Although methodological and statistical limitations may have influenced study findings, an alternative explanation is that the paper accurately reflects the negligible impact of psychological attributes on financial performance., the restricted size and age ranges of previous studies may have confounded growth with size and profits with experience. Further, while the psychological variables included in this study are often used to describe entrepreneurs, various studies contest their prevalence. Even if one accepts the widespread existence of such 'entrepreneurial' attributes, their effectiveness remains conjectural."

4.2.6 Samenvatting motivatie theorieën

Uitgangspunt bij de 'need-for-achievement' theorie is dat gedrag het resultaat is van behoeften aan zowel succes als het vermijden van falen.

Alhoewel in een aantal onderzoeken een relatie tussen de 'need-for-achievement' en ondernemerschap wordt aangegeven, blijkt uit kritiek van zowel MacFaydyen (1986), Wärneryd (1986) als Gasse (1982) dat de prestatie-behoeften theorieën van McClelland (1961) en Atkinson (1964) geen specifieke en onderscheidende kracht bezitten als concept van ondernemerschap. Begley en Boyd (1987) suggereren dat prestatie-motivatie wellicht slechts van cruciaal belang is voor succes bij startende bedrijven.

Heider's (1958) 'attribution' theorie is een cognitief motivatieconcept waarbij de motivatie verondersteld wordt te zijn gericht op het begrijpen van oorzaak en gevolg relaties. Eén van de voordelen van deze theorie betreft diverse overeenkomsten met het rationaliteits concept binnen de economie.

Nadelen betreffen o.a. dat de 'rationaliteit' beperkt wordt door de informatie die beschikbaar is en verder dat individuen minder rationeel blijken te zijn dan wordt gesuggereerd door de 'attribution' theorie.

Alhoewel onderzoek naar ondernemerschap gebaseerd op de moderne cognitieve psychologie nog in de kinderschoenen lijkt te staan, wordt een tweetal cognitieve structuren, de 'locus-of-control' theorie en het 'tolerance-of-ambiguity' concept wel in verband gebracht met ondernemerschap. De 'locus-of-control' theorie karakteriseert ondernemers als 'internals', of te wel ondernemers geloven volgens deze theorie dat hun gedrag beslissend is in het bepalen van hun lot. De 'locus-of-control' karakteristiek 'internalism' blijkt volgens onderzoek door Duchesneau en Gartner (1988) bij succesvolle ondernemingen "Moderately High" te zijn en die van niet-succesvolle, dan wel mislukte ondernemingen "Very High". Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat ondernemers die op extreme wijze geloven dat hun gedrag beslissend is in het bepalen van hun lot daarmee belemmerend werken voor het succes van hun onderneming. Verder bleek dat in het onderzoek van Begley en Boyd (1987) een significante positieve relatie werd aangetroffen bij bedrijven met oprichters als directeur tussen de interne 'locus-of-control' en bedrijven met een slechte liquiditeitspositie. Als mogelijke verklaring hiervoor suggereren Begley en Boyd dat 'internals' denken macht te hebben over hun liquiditeitspositie en zich daarom minder bezig houden met het opbouwen van een goede liquiditeitspositie ter bescherming van zichzelf. We zien hierin een mogelijke aansluiting bij de 'Pecking Order' theorie van Myers en de ondernemersvoorkeur voor interne financiering in de praktijk zoals aangegeven in paragraaf 3 van Hoofdstuk IV.

Het 'tolerance-of-ambiguity' concept betreft een persoonlijkheids karakteristiek welke invloed uitoefent op de manier waarop iemand informatie in onduidelijke situaties op een rij zet. Alhoewel praktijk-onderzoek aangeeft dat onder directeuren van kleine bedrijven oprichters een hogere tolerantie voor onduidelijke situaties zullen manifesteren dan niet-oprichters, is niet gebleken van enige invloed hiervan op de financiële bedrijfsprestatie.

Het 'Type A' gedragspatroon tenslotte betreft een samenhang van gedrag en emotie dat waargenomen kan worden bij personen die op agressieve wijze opgaan in een chronisch niet-aflatend gevecht om steeds meer te bereiken in steeds minder tijd. Uit onderzoek blijkt dat bedrijfseigenaren in de Verenigde Staten van Amerika in vergelijking met een landelijke norm op significante wijze het 'Type A' gedragspatroon vertonen. Daarentegen blijkt uit later onderzoek dat onder directeuren van kleine bedrijven, dat het 'Type A behavior pattern' concept geen onderscheidende karakteristiek oplevert voor de oprichter-ondernemer, in vergelijking met niet-oprichters. Ook blijkt het 'Type A' gedragspatroon geen onderscheidende karakteristiek van financiële bedrijfsprestatie.

Geconcludeerd wordt dat de hiervoor onderzochte motivatie-theorieën bij ondernemers op zich zelf geen onderscheidende karakteristiek opleveren die de (financiële) bedrijfsprestatie beïnvloedt.

4.3 Persoonskenmerken

Naast pogingen om ondernemers als groep binnen bepaalde motivatietheorieën te plaatsen, is veelvuldig getracht om ondernemers middels karaktereigenschappen onder één noemer te brengen. Bedrijfskundige literatuur bevat een enorme, gevarieerde hoeveelheid aan veronderstelde onderscheidende eigenschappen en karakteristieken van (succesvolle) ondernemers.

Voorbeelden hiervan zijn:

- a. leeftijd, opleiding, woonomgeving (Brockhaus, 1982, pp.52-55 en Gasse, 1982, pp.63-66);
- b. familie achtergrond, het deel uitmaken van een minderheidsgroepering zoals immigranten, leeftijd, opleiding, werkervaring (Wärneryd, 1986, pp.35-37);
- c. eerlijkheid, intelligentie, bekwaamheid, goed onderricht op het specifieke terrein (niet noodzakelijk als gevolg van een formele opleiding), energie niveau, ego, moed, enthousiasme, de wens geld te verdienen, creativiteit, vindingsrijkheid, vasthoudendheid, leiderschapskwaliteiten, geluk, kans associaties, doeloriëntatie, eerstgeboren of enig kind, tijdsfactor, het zich als kind anders gevoeld hebben dan anderen, het op vroege leeftijd werken voor een tastbare beloning, huwelijkse staat, gedrevenheid (Lipper & Ryan, 1984).

Een ander voorbeeld betreft empirisch-statistisch onderzoek door Van Praag (1996) naar factoren van succesvol ondernemerschap²¹ met als steekproef zowel een Nederlandse als een Amerikaanse groep van ondernemers²². De belangrijkste resultaten van dit onderzoek zijn in Figuur 3 samengevat.

Het door middel van persoonskenmerken typeren van (groepen) individuen is een vrij gangbaar toegepaste methode bij de werving en selectie van personeel. Een voorbeeld hiervan is de in 1962 ontwikkelde Myers-Briggs Type Indicator (MBTI) welke uitgaat van een typering bestaande uit vier hoofdprioriteiten, welke uit 8 mogelijkheden worden geselecteerd (zie ook: Volder, 1985, pp.467-470). Hierdoor komt Myers-Briggs tot 16 type mogelijkheden. De 8 mogelijkheden waaruit de vier hoofdprioriteiten worden geselecteerd zijn:

1. Extraversion 4. Judgment 7. Feeling
2. Sensing 5. Introversie 8. Perception
3. Thinking 6. Intuition

Het door Volder aangegeven praktische toepassingsgebied van de MBTI is het zoeken van het juiste menstype bij de invulling van een bepaalde vakature in het bedrijfsleven.

Toepasbaarheid van een dergelijk systeem op de heterogene groep van ondernemende individuen lijkt echter niet tot een onderscheidende typering van het begrip 'ondernemer' te hebben geleid of onderscheid te kunnen maken tussen "goede" en "slechte" ondernemers. Er zijn ons geen publikaties bekend over een op dergelijke basis ontwikkelde typering van ondernemers.

21. De volgende succes-indicatoren werden bij het empirisch onderzoek door Van Praag (1996, p.4) gebruikt:

- a. The longer an entrepreneur survives as such, the more succesful he is. More specifically, the longer an entrepreneur survives before exiting the entrepreneurial state involuntarily, the more succesful he is.
- b. The more personnel an entrepreneur has under his control, the more succesful he is."

22. Door Van Praag (1996, p.3) wordt het begrip ondernemer als volgt gedefinieerd:

"An entrepreneur is someone who indicates either that (s)he has started a business venture alone or with a group or that (s)he has acquired a (family) business, alone or with a group. or:

An entrepreneur is someone who indicates himself or herself to be selfemployed in an (un)incorporated business."

Figuur 3. Start- en succesfactoren van ondernemers

explanatory variable	effect on start	effect on success
risk aversion	-	
own capital	+	0
female	-	0
I.Q.	+	0
Parental background variables		
father self-employed	+	0
father manager	+	0
father unskilled worker	-	0
Human capital variables		
age	0	+/-
education	-/+	0/+
science oriented education	0	+
arts and letters oriented education	-	0
highest education general intermediate level	+	0
highest education vocational intermediate level	+	0
self-employment experience	+	0
experience in the industry		+
experience in the occupation		+
number of job changes	+	0
Variables related to motivation and situation		
unemployed at start	0	-
start while still employed		+
start because of 'opportunity or challenge'		+
start because of 'organizational reform'		+
married at start	-	
Macroeconomic variables		
low unemployment rate	+	0
business failure rate		-
Psychological variables		
strict religion	-	
extravert child	+	0

Bron: Van Praag, 1996, p. 120

Onderzoek naar verondersteld onderscheidende eigenschappen van ondernemers heeft vooral plaatsgevonden bij startende ondernemers en meer algemeen, bij het kleinbedrijf.

Een voorbeeld hiervan in Nederland is het onderzoek van Altink c.s. (1989) waarbij uit de antwoorden van 38 adviseur-beoordelaars van het Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf Nederland een twintigtal min of meer relevant dan wel in zekere mate noodzakelijke geachte beoordelingscriteria naar boven kwamen drijven. De in dit onderzoek op een 5-puntsschaal hoogstscorende (tussen 'relevant' = 4 en 'noodzakelijk' = 5) eigenschappen betreffen:

1. Motivatie / Doorzettingsvermogen: het willen bereiken van een gesteld doel en zich hiervoor inzetten;
2. Marktgerichtheid: gevoelig zijn voor en gebruik maken van de markt / het klimaat en veranderingen daarin;
3. Zelfstandigheid / Besluitvaardigheid: zelf beslissingen nemen en handelend optreden;
4. Realistische instelling: bij eigen plannen en doelen voldoende rekening houden met de feitelijke situatie en mogelijkheden die aanwezig zijn;
5. Betrouwbaarheid: consistent gedrag vertonen, beloften nakomen;
6. Flexibiliteit: improvisatie- en aanpassingsvermogen bij wijzigingen in de omgeving;
7. Initiatief: uit zichzelf zaken ter hand nemen en tot actie overgaan, zonder af te wachten wat anderen gaan doen;
8. Stress-bestendigheid: adequaat reageren bij tegenspoed, tegenwerking, en onder tijdsdruk.

Een 'norm'-score voor de in het onderzoek gevonden 20 criteria vormt de basis voor de zoge-naamde (relatieve) 'Beoordelingsschaal voor ondernemerskwaliteiten (BSOK), (Altink c.s., 1989). De BSOK is bedoeld als hulpmiddel voor de beoordeling van ondernemerskwaliteiten in het licht van een aantal aspecten van de ondernemingssituatie.

Op de onderliggende vraagstelling betreffende de wijze waarop bedrijfseconomisch gedrag van ondernemers beïnvloedbaar is geeft een benadering als BSOK echter geen antwoord. Onderzoeken zoals die van Altink c.s. leveren verschillende, vaak elkaar overlappende lijsten van ondernemerskarakteristieken.

Hornaday (1982, pp.20-37) neemt de resultaten van een zevental onderzoeken naar verondersteld onderscheidende kenmerken van ondernemers in beschouwing. Het betreft hier in totaal 42 verschillende kenmerken. Nadere beschouwing van het overzicht van Hornaday leert, dat een viertal kenmerken in deze zeven onderzoeken met een gewogen frequentie van meer dan 70% voorkomen, te weten:

1. Zelfvertrouwen;
2. Energie en toewijding;
3. Het in staat zijn afgewogen risico's te nemen;
4. Gevoelig voor suggesties en kritiek.

De relevantie van deze karakteristieken is echter niet duidelijk, mede gelet op het feit dat Hornaday niet aangeeft of onderzocht werd of de verschillende karakteristieken al dan niet on-derling afhankelijk zijn. Anders dan een indicatieve waarde, is het moeilijk om enige diepgaande statistische betekenis aan onderzoek naar dergelijke vermeende kenmerken van het individu ondernemer te ontleen.

Afgezien van een variatie aan gebruikte onderzoeksmethoden, kan gesteld worden dat onder-nemers geen homogene groep vormen. Brockhaus (1982, p.40) merkt hierover bijvoorbeeld het volgende op: "...a well-defined entrepreneurial population does not exist and research findings are often difficult to compare and make generalization a dangerous practise."

De econoom en psycho-analyticus Kets de Vries (1990, pp.118-119) geeft aan dat ondanks het feit dat ondernemers als groep moeilijk onder één noemer te vangen zijn, ze toch een aantal karaktereigenschappen gemeen lijken te hebben, namelijk:

1. Ondernemers lijken bijvoorbeeld zeer resultaatgericht te zijn, ze nemen graag de verantwoordelijkheid voor beslissingen en hebben een hekel aan sleur en routinewerk.
2. Creatieve ondernemers hebben veel energie en een grote dosis doorzettingsvermogen en fantasie, die gekoppeld aan de bereidheid om redelijke, gecalculeerde risico's te nemen, hen in staat stellen iets dat veelal begint als een heel eenvoudig en slecht omljnd idee om te zetten in iets concreets.
3. Ondernemers kunnen ook een enthousiasme in een organisatie opwekken dat heel aanstekelijk werkt. Ze brengen het gevoel over een doel voor ogen te hebben, en zo overtuigen ze anderen ervan dat er nu dan ook echt iets gebeurt. Ondernemers bezitten de verleidingskracht, de sportiviteit of het charisma²³ die nodig zijn om een organisatie te leiden en stuwkracht te geven.

4.4 Leiderschaps-aspecten

Als tegenhanger van de hiervoor onder punt 3. genoemde charismatische eigenschappen voor het leiden van een organisatie, merkt Kets de Vries op dat ondernemers echter persoonlijke grillen kunnen hebben waardoor ze moeilijk zijn om mee of voor te werken.

Ondanks het feit dat ondernemers in allerlei vormen voorkomen, ieder met zijn of haar eigen karakteristieke eigenaardigheden zal een aantal combinaties karakterinstellingen en de daaruit voortvloeiende stijl van leidinggeven meer succesvol zijn dan andere stijlcombinaties.

23. Volgens Weber (1947) wordt de uitdrukking charismatisch leiderschap gebruikt om leiders te beschrijven die, vanuit de kracht van hun persoonlijke bekwaamheden, in staat zijn om diepgaande en uitzonderlijke invloed uit te oefenen op hun volgelingen. House c.s. (1990) stelt dat charisma op drie verschillende manieren kan worden gedefinieerd: "Charisma may be defined in terms of charismatic leader effect on followers (1), leader behavior that leads to charismatic effects (2), or attributions of charisma to leaders by followers and observers (3)." De bijbehorende definities worden door House c.s. als volgt aangegeven: (1) "Specifically, we define charismatic leadership as a process of interaction and communication between a salient individual (the leader) and an unspecified number of interrelated others (the followers) which results in a strong internalization of the leader's values and goals by the followers, a strong personal moral (as opposed to calculative) commitment to these values and goals, and a tendency on the part of the followers to transcend their own self-interest for the sake of the collective (team or organization). Operationally these effects can be identified by the degree of similarity between the leader's goals and values and those of the followers, the tendency of the followers to comply with the leaders' directions in the absence of clear rewards and sanctions, and the willingness of followers to make personal sacrifices for the sake of the collective mission outlined by the leader." (2) "The second....is in terms of the degree to which the leader engages in the following behaviors: (a) articulating and focusing an ideological vision and mission; (b) showing a high degree of confidence in themselves and their beliefs; (c) setting challenging expectations for followers; (d) providing a personal example of involvement in, and commitment to, the mission for the followers to emulate; (e) showing confidence in and respect for followers; and (f) behaving in a manner that reinforces the vision and the mission of the leader." (3) "Finally a third definition of charisma can be formulated in terms of attributions made about the leader by observers. Specifically, we define charisma attributionally as the degree to which the leader is attributed a special and extraordinary gift or ability to command loyalty from followers; to transform followers' needs, values and goals; and to influence followers to go beyond the call of duty by making personal sacrifices in the interest of the leader's mission and the collective."

Overzicht 3. Karakter-spectrum

Instelling	Aanleg voor leider	Aanleg voor volgeling
	Narcistisch	zeer weinig
	Agressief	weinig
	Paranoïde	veel
	Matig	veel
	Theatraal	veel
	Afstandelijk	matig
	Dwangmatig	veel
	Passief-agressief	weinig
	Afhankelijk	zeer weinig
	Masochistisch	zeer weinig

Bron: Kets de Vries, 1990, p.74

Een overzicht van de diverse persoonlijkheden en de waarschijnlijkheid waarmee de afzonderlijke stijlen te vinden zijn in de positie van leider of volgeling wordt gegeven in overzicht 3.

Hierbij moet beseft worden dat 'pure' typen zelden voorkomen.

Wat de situatie nog gecompliceerder maakt is volgens Kets de Vries het feit dat differentiële diagnoses maar al te vaak zeer moeilijk te stellen zijn.

4.4.1 Faal-factor van leiderschap

Bepaalde combinaties neigen naar leidinggevende posities terwijl bepaalde andere op de status van volgeling aansturen.

Bepaalde vermengingen van stijlen kunnen soms een gunstige combinatie vormen, terwijl andere zeer onfunctioneel kunnen zijn en meer ontvankelijk voor de zogenaamde F-factor.

Deze F-factor of 'Failure-factor' van leiderschap is de combinatie van psychologische factoren die het functioneren van een leidinggevende negatief kunnen beïnvloeden. Het bezitten van elementen van narcisme is volgens Kets de Vries vaak een 'sine qua non' voor leiderschap.

Een combinatie van narcisme en dwangmatigheid schept bijvoorbeeld een sfeer van aanvullende elementen die succes in de hand werkt. In tegenstelling daarmee leidt de combinatie van paranoia en afstandelijkheid niet bepaald tot effectief leiderschap.

Alhoewel, zoals in Overzicht 3 aangegeven, elementen van bepaalde stijlen meer aanleg scheppen voor succesvol leiderschap dan andere, is het een kwestie van gradatie. Terwijl een gematigde aanwezigheid van stijlcombinaties totaal geen slechte uitwerking kan hebben, zal een overdreven hoeveelheid volgens Kets de Vries leiden tot ineffectiviteit.

Osborne (1991) concludeert aan de hand van onderzoek, waarbij twee dozijn accountants en juristen werden betrokken met een gezamenlijke professionele ervaring met enkele honderden ondernemingen, dat een cruciale factor die succesvolle ondernemers onderscheidt van hen die falen, de wijze van omgaan betreft met de unieke machtspositie die verbonden is aan een meerderheids-aandelenpakket in een onderneming.

In wezen wenden veel falende ondernemers hun macht aan op een wijze die niet bevorderlijk is voor de continuïteit van hun onderneming.

Osborne geeft naast een korte beschrijving van een tweetal case-studies, de volgende signalen aan die volgens zijn onderzoek dit verkeerd gebruik van macht indiceren:

1. One sign of entrepreneurial attitudes that may abuse ownership power is highly centralized authority, manifested by communication that is almost exclusively top down. This behaviour is often accompanied by an 'I am never wrong' syndrome which, in turn, leads to an aversion to bad news or any form of negative feedback;
2. A concomitant symptom in our talks is distrust of the competence of subordinates. Entrepreneurs who distrust their subordinates tend to withhold information from them, and the result is underutilized, underdeveloped subordinates;
3. This distrust is often accompanied by an unwillingness to seek help and respond to expert sources of help, either internal or external to the organization. Such an owner is, of course, insulated from new ideas. Not surprisingly, these owners prefer a reactive management style. They are reluctant to commit planned outcomes and avoid shared planning processes, formal or informal.

Vervolgens trekt Osborne een aantal parallellen met 16e eeuwse ideeën van Niccolo di Bernardo Machiavelli omtrent het regeren van een staat, zoals weergegeven in een minder bekend werk van Machiavelli met als Engelse titel "The Discourses".

Osborne 'distilleert' uit dit werk van Machiavelli een viertal gedragslijnen voor regeren die hij vervolgens 'vertaald' in praktische gedragsregels voor 21e eeuwse ondernemingen. Deze gedragslijnen zijn in Overzicht 4 weergegeven.

Overzicht 4. Gedragsregels voor het gebruik van persoonlijke macht in een organisatie

Government Business

Precept One: Democratic practices are superior to other political forms. Participative practices are superior to autocratic practices.

Precept Two: Ultimately, even the despot must rely on mass consent to build a great firm, independent of the entrepreneur's personal ambitions. In the long haul, employees must want to build a great firm, independent of the entrepreneur's personal ambitions.

Precept Three: Cohesiveness, organic unity, and stability are a political imperative. Shared planning processes and team building are essential to organizational survival.

Precept Four: The great prince exercises power with humility. The great leader seldom resorts to position power.

Bron: Osborne, 1991, p.28; Niccolo di Bernardo Machiavelli, "The Discourses".

Teneinde Machiavelli's 'vertaalde' ideeën toepasbaar te maken voor ondernemingen, ontwikkelde Osborne een stappenplan voor de praktijk. Het betreft hier drie stappen bestaande uit:

1. de vorming van een formele dan wel informele 'board of directors' (RvC) met een duidelijke inhoudelijke taakstelling die is gebaseerd op specifieke behoeften van strategische aard, voortkomt uit het ondernemingsplan, dan wel bepaalde bedrijfsproblemen betreft;
 2. het initiëren van een continu strategisch planning proces waarbij zowel 'board members' als senior managers worden betrokken;
 3. het opzetten van een 'creativity strike force' samengesteld uit een viertal interne medewerkers die ideeën moeten genereren voor verbeterde winstgevendheid.
- Deze ideeën worden vervolgens in Osborne's stappenplan teruggekoppeld met de voorgaande stap betreffende het strategisch planning proces.

Het door Osborne aangegeven machtsaspect van ondernemerschap vinden we terug in verslagen van Kets de Vries (1985; 1990, pp. 119-133) die tot stand kwamen aan de hand van onderzoek door middel van interviews met en diepgaande observaties van 38 ondernemers uit veel verschillende bedrijfstakken. Verslaglegging van Kets de Vries in antwoord op o.a. de vraag waarom vooral ondernemers vatbaar zijn voor de hiervoor genoemde F-factor, wordt hierna samengevat:

A. Ambivalente houding ten opzichte van leiding geven.

Een kenmerkend thema in het leven en de persoonlijkheid van veel ondernemers is hun ambivalentie ten opzichte van leiding geven. Soms worden ze zo in beslag genomen door het vraagstuk van het leiding geven dat dit gevolgen heeft voor hun bestuurscapaciteiten, hetgeen de manier waarop ze met anderen kunnen opschieten negatief beïnvloedt. Kopers van ondernemingen die door zulke mensen zijn opgezet, moeten volgens Kets de Vries bereid zijn een middelmatige groep managers over te nemen.

B. Gevoel van wantrouwen

Nauw verwant aan de behoefte om leiding te geven is de neiging om anderen te wantrouwen. Sommige ondernemers staan bekend als extreme voorbeelden hiervan, vanwege hun diepge-wortelde wantrouwen jegens de wereld om hen heen. Als een sterk gevoel van wantrouwen gekoppeld aan de drang naar macht de boventoon voert, zijn de gevolgen voor de organisatie ernstig in de vorm van een verslechterend moreel, ontevredenheid onder de werknemers en dalende produktie.

C. Verlangen naar applaus

Verlangen naar applaus kan volgens Kets de Vries misschien op één manier ontleed worden door het te bekijken als een narcistische reactie op het gevoel onbelangrijk te zijn, een niemendal. Een uiting van deze behoefte is de interesse die sommige ondernemers aan de dag leggen voor het bouwen van monumenten als symbolen van hun prestaties. Soms is het monument een indruk-wekkend kantoorgebouw of een imposante fabriek; soms is het een produkt dat een symbolische betekenis krijgt.

D. Verdedigingsmechanismen

1. Opdeling - de neiging om kwesties in extremen te zien in de omgang met andere mensen - is een veel voorkomend verdedigingsmechanisme bij ondernemers. Zij idealiseren sommige mensen en zetten hun op een voetstuk, terwijl anderen zogenaamd niet deugen.

2. Een ander verdedigingsmechanisme betreft de neiging interne problemen te wijten aan externe factoren waarbij het ongenoegen en de angst op anderen geprojecteerd wordt. Wanneer deze neiging tot projecteren overdreven wordt en de boventoon gaat voeren, kan het problematisch worden. In een organisatie draagt deze manier van denken bij tot interne politieke strijd, tot ontkenning van verantwoordelijkheden en tot bekrompenheid en cliëkvorming.

3. Ten slotte zijn er nogal wat ondernemers bereid om het passieve in het actieve om te zetten, een karaktereigenschap die in verband staat met de moeite die ze hebben om hun impulsen te onderdrukken en hun angsten en depressies in de hand te houden. Ze vluchten in daden, ook al zijn die impulsief en ondoordacht, zonder rekening te houden met de feiten.

E. 'Folie à deux' in het ondernemerschap

Een ander aspect van de 'F-factor' bij ondernemerschap betreft zogenaamde folie à deux verhoudingen. Andere namen voor dit fenomeen zijn: dubbele waanzin, mentale besmetting, collectieve waanzin, of psychose van samenwerking.

Folie à deux betekent in essentie het delen van een misleidend systeem door twee of meer individuen. Het achterhouden van informatie, het voortrekken van favorieten, het inconsistent beleid en, in het algemeen, het creëren van verdeel-en-heers situaties lijken veel voorkomende problemen te zijn bij leiders van bedrijven die deze zelf hebben opgericht. Omdat het overleven van het bedrijf van de ondernemer afhangt, worden ondergeschikten er gemakkelijk toe gebracht hem of haar te steunen, zelf wanneer zijn of haar gedrag irrationeel is. Degenen die niet bereid zijn mee te doen stappen op, terwijl zij die zich conformeren en zij die gevoelig zijn voor folie à deux verhoudingen blijven. Dit fenomeen zou volgens Kets de Vries kunnen verklaren waarom in veel 'ondernemersbedrijven' een sterk en capabel middenkader ontbreekt.

De hiervoor samengevatte aspecten waardoor vooral ondernemers vatbaar zijn voor de F-factor betekenen volgens Kets de Vries niet dat ondernemers noodzakelijkerwijs meer persoonlijke problemen hebben dan andere mensen, noch dat ze per definitie afwijkingen hebben in hun persoonlijkheid. Wel kan er uit afgeleid worden dat ondernemers hun eigen unieke manier hebben om af te rekenen met de spanningen en de stress die het dagelijkse leven met zich meebrengt. Kets de Vries benadrukt dat de grenzen tussen zeer creatief en afwijkend gedrag vaag kunnen zijn; normaal en irrationeel gedrag zijn geen concrete, scherp scheidbare categorieën. Het samengaan van het creatieve en het irrationele is van wezenlijk belang voor ondernemers en is verantwoordelijk voor hun grote aantal positieve bijdragen.

4.5 Neiging tot het nemen van risico (Risk-taking propensity)

Een specifiek aandachtspunt bij onderzoek naar en beschrijvingen van ondernemerschap betreft de vermeende neiging van ondernemers om risico te nemen. In het voorgaande werd het risico-kenmerk reeds een aantal malen genoemd.

Alvorens we deze 'Risk-taking propensity' nader in beschouwing nemen, lijkt het belangrijk eerst een beeld voor ogen te hebben van de betekenis die aan het begrip 'risico' in het verband met het begrip ondernemer kan worden toegekend.

Hertz en Thomas (1984, p.3) gebruiken het begrip risico in de betekenis van zowel onzekerheid als van de resultaten van onzekerheid. Wij menen dat de daarbij door Hertz en Thomas gegeven uitleg nauw aansluit bij de eerder in dit hoofdstuk aangegeven definitie van het begrip ondernemerschap.

".....risk refers to a lack of predictability about problem structure, outcomes or consequences in a decision or planning situation. Risk is therefore related to concepts of chance such as the probability of loss or the probability of ruin. However, the definition of risk here is broadened to include both the lack of predictability about outcomes and also all of the elements of problem structure. This includes such factors as the relevance of assumptions, the generation of strategic alternatives, the level of organizational information about the problem, the importance of consequences and the ability to attain various organizational goals.", aldus Hertz en Thomas.

Alhoewel het nemen van risico's al lang een onderwerp van studie is bij het onderzoek naar ondernemerschap is²⁴, is er tot dusver echter nog geen eenduidige conclusie of theorie met betrekking tot het nemen van risico's door ondernemers.

Volgens McClelland (1961) zijn het de matige risico situaties (en niet de risicovolle of erg zekere situaties), waar de mate van beheersing of het vakmanschap van een individu het meest belangrijk zijn. Een individu heeft volgens die zienswijze over niet meer dan gemiddelde bekwaamheid te beschikken om met succes verkoop-functies uit te oefenen, terwijl geen enkele mate van bekwaamheid behulpzaam kan zijn in een pure kans-situatie.

Brockhaus (1980) definieert de neiging tot het nemen van risico's (risk-taking propensity) als: de waargenomen waarschijnlijkheid van het ontvangen van beloningen verbonden aan het succes van een voorgestelde (riskante) onderneming, welke door een individu wordt verlangd voordat hij zelf de consequenties van falen wil aanvaarden.

Deze definitie heeft overeenkomsten met Atkinson's model voor het nemen van risico dat eerder in dit hoofdstuk werd behandeld.

24. zie bijvoorbeeld ook § 3 van dit hoofdstuk.

Brockhaus (1980) geeft verder aan dat ondernemersrisico uit de drie volgende componenten bestaat:

1. de algemene eigenschap van een potentiële ondernemer betreffende het nemen van risico;
2. de waargenomen kans van falen bij een specifieke onderneming;
3. de waargenomen consequenties van falen.

Brockhaus stelt daarbij, dat resultaten van onderzoeken naar de eerste van de zojuist genoemde drie componenten door o.a. Kogan e.a. (1964) aangeven, dat de 'risk-taking propensity' geen onderscheid maakt tussen startende ondernemers en managers noch tussen startende ondernemers en de algemene bevolking.

Daarbij werd, overeenkomstig eerdere onderzoeken zoals door Manusco (1977) waaruit blijkt dat de meerderheid van gevestigde ondernemers voor gemiddelde risico-niveaus kiest, in het onderzoek door Kogan e.a. (1964) aangetoond dat meer dan 64 procent van de startende ondernemers geneigd zijn tot het nemen van matige risico's.

Daar echter ongeveer 68 procent van de algemene bevolking per definitie geacht wordt in dit bereik te scoren, kan het volgens Brockhaus zijn dat onderzoeken naar de 'risk-taking propensity' weliswaar terecht aantonen dat het merendeel van de ondernemers neigen naar gemiddelde risico-niveaus, maar daarbij het onderscheidende vermogen van deze karakteristiek hebben overschat. Vervolgens werd onderzocht of er bij stopgezette (o.a. failliete) ondernemingen een relatie bestaat met ondernemers welke lage of hoge niveaus van 'risico-geneigdheid' bezitten.

Tussen de groep ondernemers wier bedrijf drie jaar na meting niet meer bestond en de groep ondernemers wier bedrijven na drie jaar nog steeds bestonden, werden geen significante verschillen inzake de 'risk-taking propensity' gevonden.

Aan de hand van genoemde onderzoeksresultaten, wordt door Brockhaus geconcludeerd, dat het niveau van risico geneigdheid wellicht niet gerelateerd kan worden aan hetzij ondernemers-besluiten dan wel aan het succes van een onderneming.

De kanttekening die daarbij gemaakt wordt is dat de twee andere, hiervoor genoemde componenten van het ondernemersrisico, niet onderzocht werden.

"...Since the latter two components require intimate knowledge of the specific venture before they can be evaluated, a study based upon them would be very difficult and very likely subject to uncontrolled independent variables", en: "...The perception held about each of these components may be due more to specific environmental conditions than to personality-rated characteristics", aldus Brockhaus.

Vrij recent onderzoek door Begley en Boyd (1987) naar bedrijven met de oprichter op de directiezetel en bedrijven welke door een niet-oprichter worden bestuurd, toonde aan dat de 'risk-taking propensity' geen noemenswaardige onderscheidende karakteristiek is tussen de twee soorten van ondernemingsbestuurders. Ook bleek uit dit onderzoek, dat de 'risk-taking propensity' geen invloed heeft op de financiële prestatie van ondernemingen. De financiële prestatie werd daarbij gemeten in termen van groei, rendement op het geïnvesteerde vermogen, en de liquiditeitspositie. Begley en Boyd suggereren dat de 'risk-taking propensity', net als 'achievement motivation', wellicht slechts cruciaal is voor succes bij startende bedrijven.

De veronderstelling dat ondernemers op expliciete wijze te onderscheiden zijn van niet-ondernemers door hun risicozoekend gedrag wordt ook vanuit de zogenaamde prospecttheorie nogal genuanceerd (zie: Duijnhouwer, 1990. pp.18-20).

De prospecttheorie is een empirische theorie betreffende beslissingen in risicosituaties. De belangrijkste implicatie van deze theorie is dat mensen in het algemeen risicomijders zijn in mogelijke winstsituaties en risicozoekers in mogelijke verliessituaties. Het referentiepunt is daarbij de cruciale factor. Als een ondernemer zich in een verliessituatie bevindt, zal hij eerder risicozoekend gedrag vertonen.

De zogenaamde 'risico/rendement paradox' die door Bowman (1982, pp.33-42) aan de hand van empirisch onderzoek werd vastgesteld is hiermee in overeenstemming.²⁵ Als er niet van een verlies situatie sprake is, zal van de ondernemer veelal een behoudende opstelling ten aanzien van risico te verwachten zijn.

4.6 Psychologisch model van ondernemerschap

Uit het voorgaande blijkt dat onderzoek naar persoonskenmerken en de ontwikkeling van concepten en theorieën aangaande het ondernemersbegrip vanuit een psychologische invalshoek, niet heeft geleid tot een expliciet onderscheidende, algemeen aanvaarde typering van het begrip ondernemer. Dit is overeenkomstig de resultaten van recent onderzoek door Van Praag (1996) naar de determinanten van succesvol ondernemerschap en tevens in overeenstemming met de uitkomst van eerder onderzoek door Wärneryd (1986). Wärneryd (1986, p.41, 1988, p.440) stelt dat er geen sprake is van twee zich onderscheidende groepen mensen: een kleine groep die bestaat uit ondernemers en een zeer grote groep die uit niet-ondernemers bestaat. "There are differences among people in how many entrepreneurial activities they initiate and in the degree of entrepreneurship embedded in the activities", aldus Wärneryd.

Een suggestie van Ronen (1983) dat ondernemerschap langs een continuüm varieert werd door Wärneryd overgenomen als basis voor de ontwikkeling van een psychologisch model van ondernemerschap. Wärneryd betreft in dit model een drietal hoofdelementen van ondernemerschap. Het betreft de volgende, in Figuur 4 weergegeven dimensies:

1. Zoeken naar vernieuwing (novelty seeking);
2. Doelgerichtheid van gedrag (purposefulness of action);
3. Beoordelen van beheersbare risico's en kansen (risk taking).

De eerste dimensie 'novelty seeking' gebruikt Wärneryd (1988) in navolging van Ronen (1983) die stelt: "To summarize: there is a continuum of decision making under uncertainty. At its lowest extreme is the laborer, his/her routine tasks characterized by minimal uncertainty. At the other extreme stands the most innovative entrepreneur. Along the continuum, the most discriminative characteristic is the quest for novelty (p.149)".

De tweede dimensie leidt Wärneryd eveneens af van Ronen die in een andere context "the purposefulness of action of entrepreneurs" benadrukt. Wärneryd ziet dit als een andere belangrijke dimensie met de mogelijkheid van variërende waarden bij verschillende activiteiten.

Vanuit de gedachte dat deze twee dimensies niet toereikend zijn om ondernemend gedrag te verklaren,

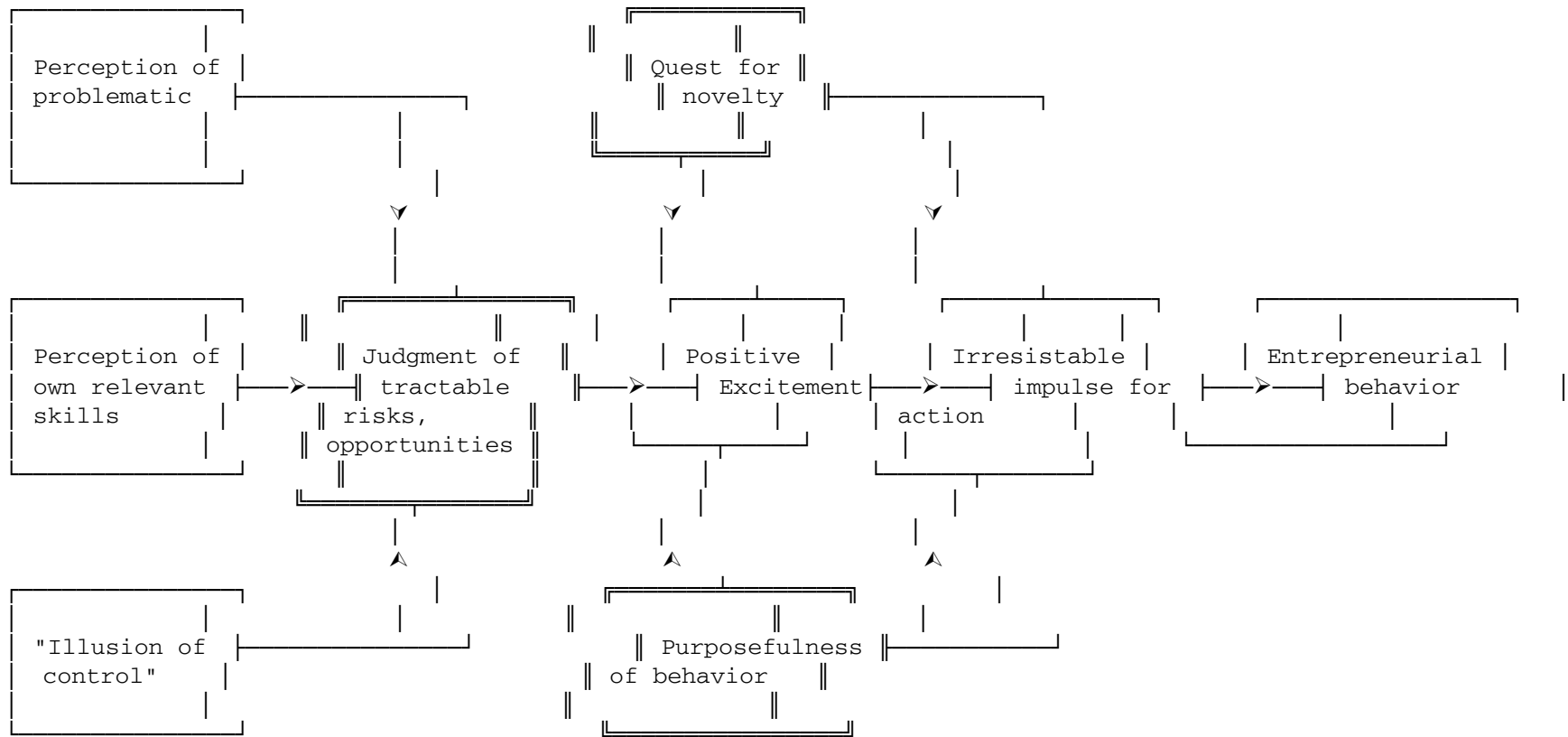
25. Als mogelijke verklaring hiervoor geeft Bowman het volgende aan:

"One explanation for the apparent paradox of the negative association between risk and return within industries, as measured in earlier studies, may be that troubled companies take larger risks.....While it is possible that companies behave as individuals exhibiting risk-seeking behavior in troubled circumstances, other more particular explanations may add to this effect. Two ideas here are more consistent with 'received theory of economic rationality'.

The manager of the troubled company may be acting in the stockholder's interest by not risking their funds, which by now are very little, but the bondholders' funds. Alternatively, the manager may be risking the company but not his own career if there is attractive 'labor mobility' for managers of unsuccessful companies."

voegt Wærneryd er het risico-aspect als derde dimensie van ondernemerschap aan toe.
"Risk increases with novelty seeking and with increased purposefulness of action", aldus Wærneryd.

Figuur 4. Psychologisch model van ondernemerschap



Bron: Wärneryd, 1988, p.442

De dimensie van het beoordelen van beheersbare risico's en kansen²⁶ komt overeen met de voorgaande conclusie dat als er niet van een verliessituatie sprake is, er van de ondernemer veelal een behoudende opstelling ten aanzien van risico te verwachten zal zijn.

4.7 Psychologische aspecten van ondernemerschap samengevat

Het terrein van de economische psychologie werd aangegeven als de omvattende studie naar menselijke ervaringen en menselijk gedrag in relatie tot het omgaan met schaarse middelen. Onderzoek op het gebied van de economische-psychologie spitst zich blijkens de door ons geraadpleegde literatuur voornamelijk toe op de bestudering van het economisch gedrag van het individu als consument. Daarnaast blijken onderzoeksvragen op het gebied van de economische-psychologie voor te komen rond ondernemerschap en zakelijk gedrag.

Het conceptuele model van de economische psychologie door MacFadyen en MacFadyen (1986), geeft een overzichtelijk beeld van de interacties welke plaatsvinden tussen individuele psychologische factoren en gedrag vanuit de maatschappelijke omgeving. Motivatie als psychologische factor ligt daarbij ten grondslag aan zowel economisch gedrag als aan ander gedrag van het individu.

Onderzoek naar persoonskenmerken en de ontwikkeling van concepten en theorieën aangaande het ondernemerbegrip vanuit de psychologische invalshoek, blijken niet te hebben geleid tot een expliciet onderscheidende, algemeen aanvaarde typering van het begrip ondernemer.

Wel kan geconcludeerd worden dat een aantal combinaties karakterinstellingen en de daaruit voortvloeiende stijl van leidinggeven meer succesvol zijn dan andere stijlcombinaties. Dit ondanks het feit dat ondernemers in allerlei vormen voorkomen, ieder met zijn of haar eigen karakteristieke eigenaardigheden. Een combinatie van narcisme en dwangmatigheid schept bijvoorbeeld een sfeer van aanvullende elementen die succes in de hand werkt.

Andere combinaties van stijlen kunnen zeer disfunctioneel zijn en meer ontvankelijk voor de zogenaamde F-factor of 'Failure-factor' van leiderschap. Ingegaan werd op de vraag waarom vooral ondernemers vatbaar zijn voor deze F-factor waarbij een vijftal aspecten naar voren kwamen, namelijk:

1. ambivalente houding ten opzichte van leiding geven;
2. gevoel van wantrouwen;
3. verlangen naar applaus;
4. gebruik van verdedigingsmechanismen;
5. folie-à-deux verhoudingen binnen de organisatie.

Osborne stelt ons inziens terecht dat de wijze van omgaan met de unieke machtspositie die verbonden is aan een meerderheids-aandelenpakket in een onderneming een cruciale factor betreft die succesvolle ondernemers onderscheidt van hen die falen.

26. Wærneryd geeft hierbij het volgende aan: " There are indications that entrepreneurs (indeed) perceive risks as tractable in their own areas of competence or skill even where other people may fear or tread. They seem willing to take risks if necessary, but only up to a point, and they do not think themselves as high risk takers. To what extent is this an illusion of control, i.e., a feeling of being able to influence one's luck (Langer 1975) ?"

Osborne ontwikkelde een stappenplan voor de praktijk in relatie tot het gebruik van de persoonlijke macht van de ondernemer binnen zijn organisatie. Invoering van dit stappenplan zal naar verwachting aspecten van charismatisch leiderschap bevorderen en een remmende werking hebben op de ontwikkeling van elementen die verband houden met de F-factor.

Een opmerkelijk aspect van ondernemerschap houdt verband met de prospect-theorie en de daarmee overeenstemmende risico/rendement paradox. Als een ondernemer zich in een verlies-situatie bevindt, zal hij namelijk eerder risicozoekend gedrag vertonen.

Tenslotte werden de drie dimensies van ondernemerschap besproken zoals Wärneryd die aangeeft in zijn psychologisch model van ondernemerschap. De conclusie die daarbij werd getrokken is dat in navolging van Wärneryd de psychologische aspecten van ondernemerschap kunnen worden samengevat in een drietal hoofddimensies die zich elk langs een continuüm bewegen en die gezamenlijk kunnen leiden tot een onweerstaanbare impuls om tot actie over te gaan. In bepaalde gevallen zal deze actie worden gekenmerkt door ondernemend gedrag.

5. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk III

Niemand kan zijn voeten tweemaal in hetzelfde water wassen omdat alles verandert. Alles draait.

Herakleitos²⁷

De vraagstelling bij dit hoofdstuk en het daarbij aangegeven onderzoeksdoel werd in de inleiding (p.81) geformuleerd als:

*"Wat is ondernemerschap?" Het aangegeven onderzoeksdoel bij deze vraag betreft:
"Het verkrijgen van inzicht in achtergronden en context van ondernemerschapskenmerken."*

Op basis van de hiervoor beschreven resultaten kunnen een drietal antwoorden op de vraagstelling worden geformuleerd:

- i. "Ondernemerschap is het verschijnsel waarbij een individu naar eigen inzicht een bedrijfshuishouding in het economische verkeer doet functioneren". Deze definitie van ondernemerschap is conform de werkdefinitie die in paragraaf 2.3 (p.86) werd afgeleid.
- ii. "Ondernemerschap kan vanuit een psychologische invalshoek worden gedefinieerd in termen van een drietal samenhangende psychologische dimensies die tot ondernemend actiegedrag leiden."
- iii. "Ondernemerschap kan vanuit een economische invalshoek worden gedefinieerd in termen van een drietal samenhangende economische functie-aspecten die de structuur van het ondernemend actiegedrag bepalen."

Overzicht 5. Dimensies van ondernemerschap

	Psychologische dimensies	Economische functie naar
nieuwigheid	1. Visie / Innovatie	1. Zoeken
	2. Beoordeling van handelbare risico's en kansen	2. Risico / Onzekerheid
	3. Doelbewustheid van gedrag	3. Leidinggeven / Rentmeesterschap

De in de antwoorden ii en iii aangegeven psychologische dimensies en economische functie-aspecten zijn in Overzicht 5 samengevat.

Uit dit overzicht blijkt, uit de naast elkaar weergegeven aspecten, een voor ons gevoel opmerkelijke analogie waarbij de psychologische dimensies van ondernemerschap de termen ondersteunen waarin

27. Efeze, 5e eeuw V. Chr.

de economische functie kan worden samengevat.

Gelet op het hiervoor gegeven antwoord op de vraagstelling en mede gelet op de hieronder nader uiteengezette bevindingen van de in dit hoofdstuk behandelde economische (i) en psychologische (ii) invalshoeken van ondernemerschapsonderzoek, kan gesteld worden dat het bij de vraagstelling geformuleerde onderzoeksdoel, "het verkrijgen van inzicht in achtergronden en context van ondernemerschapkenmerken", werd verwezenlijkt.

Ad i: Economische invalshoek

Geconstateerd wordt dat de onderscheidende rol die de individuele ondernemer vervult voor de ontwikkeling van de economie terecht een centrale rol in de economische theorievorming speelt.

De meest onderscheidende rollen zoals die in de ondernemerschapstheorie aan de ondernemer worden toebedacht werden vervolgens behandeld. Het uitgangspunt dat daarbij werd aangenomen was om in grote lijnen inzicht te verkrijgen over de aard van deze rollen en niet om een volledige opsomming na te streven van de verschillende economen met hun verschillende gezichtspunten. Wel werd gekozen voor een historisch perspectief met als doel enig inzicht te verkrijgen hoe de ontwikkeling van de ondernemerschapstheorie heeft plaatsgevonden.

Daarbij wordt geconstateerd dat in veel gevallen in de economische literatuur gecombineerde rollen worden toebedacht aan het verschijnsel ondernemer. Met het selectie-uitgangspunt betreffende nieuwe zienswijzen omtrent ondernemerschap en/of het toekennen van nieuwe (combinaties van) functies aan het ondernemerschapbegrip worden vervolgens de in de economische literatuur beschreven rollen van ondernemerschap nader behandeld. Samenvattend wordt vervolgens gesteld dat de uit de economische literatuur blijvende economische functie van ondernemerschap kan worden gedefinieerd in de samenhangende termen die hiervoor in overzicht 5 zijn weergegeven.

Ad ii: Psychologische invalshoek

In het conceptuele model van economische-psychologie van MacFadyen en MacFadyen (1986), vervult het actiegedrag van het individu een centrale rol. Geconcludeerd wordt dat dit model de interacties inzichtelijk maakt welke plaatsvinden tussen individuele psychologische factoren en gedrag enerzijds en de maatschappelijke omgeving anderzijds. Onderzoek naar verondersteld onderscheidende eigenschappen van ondernemers blijkt vooral te hebben plaatsgevonden bij startende ondernemers en, meer algemeen, bij het kleinbedrijf. Diverse onderzoeken leveren verschillende, vaak elkaar overlappende lijsten van (vermeende) ondernemerskarakteristieken. Zuivere onderlinge vergelijkingen dan wel statistische verwerking van dergelijke lijsten, teneinde onderscheid te kunnen maken tussen relatief belangrijk en relatief onbelangrijke differentiërende eigenschappen betreffende het individu ondernemer, lijkt in de praktijk nauwelijks mogelijk. De redenen hiervoor blijken enerzijds besloten te liggen in de variatie aan gebruikte onderzoeks-methoden, anderzijds in de complexiteit van het definiëren van een specifieke te onderzoeken groep en de daarbij geldende variabelen aangaande de betrokken individuen en elk hunner omgeving. Naast de enorme, gevarieerde hoeveelheid aan veronderstelde onderscheidende eigenschappen en karakteristieken welke de bedrijfskundige literatuur bevat, blijkt dat een zestal specifieke concepten en theorieën vrij consistent in de bedrijfskundige literatuur als kenmerkend worden aangeduid. Empirische onderzoeken naar de toepasbaarheid van deze concepten en theorieën als expliciet onderscheidende ondernemerskenmerken blijken echter tegenstrijdige resultaten op te leveren. Op basis van de hiervoor genoemde bevindingen wordt geconcludeerd dat een onderscheid tussen ondernemers en niet-ondernemers slechts bestaat uit een verschil in de aard van activiteiten welke individuen uitoefenen. Het onderscheid tussen succesvolle en niet-succesvolle ondernemers kan in navolging van Osborne (1991) worden toegeschreven aan de wijze van omgaan met de machtspositie die verbonden is aan een meerderheids-aandelenpakket in een onderneming. Tenslotte wordt een procesmatig psychologisch model van ondernemerschap behandeld dat werd ontwikkeld door Wärneryd (1988). De drie hoofddimensies van dit model zijn hiervoor in figuur 5 weergegeven.

1. Inleiding

The venture capital process has been identified as both an art and a science. The art comes from the intuition, the gut feel, the creative aspects of the venture capital process. The science is involved with the systematic approach, data gathering, assessment, analysis, and disciplined risk-reward assessment.

Barry M. Davis¹

Dit hoofdstuk behandelt de derde en laatste van de in § 2.2 van Hoofdstuk I aangegeven onderzoeksvragen. Deze vraag en het daarbij behorende onderzoeksdoel luiden:

"Wat is venture capital? Het doel van onderzoek betreft beeldvorming van achtergronden van venture capital alsmede het in kaart brengen van de verschillende wijzen waarop participatiemaatschappijen trachten invloed uit te oefenen op de gang van zaken bij hun participaties."

De benaderingswijze bij het beantwoorden van deze onderzoeksvraag en het daaraan verbonden onderzoeksdoel wordt in belangrijke mate aangereikt door het gestelde in de inleiding van de probleemstelling in paragraaf 2.1 van Hoofdstuk I (pp.9-10), betreffende het (vooralsnog) ontbreken van een algemeen geaccepteerd antwoord op de vraag of en zo ja op welke wijze betrokkenheid van participatiemaatschappijen invloed heeft op de prestatie van hun participaties.

In het verlengde daarvan werd gesteld dat, afgezien van het feit dat het uiterst moeilijk is om aan te tonen in welke mate (positief dan wel negatief) participatiemaatschappijen bijdragen aan de bedrijfseconomische prestatie van hun participaties, vanuit hun betrokkenheid als financier participatiemaatschappijen zeker enige vorm van invloed op deze bedrijfseconomische prestatie van hun participaties zullen trachten uit te oefenen.

Vervolgens werd aangegeven dat onderzocht lijkt te kunnen worden of de door participatie-maatschappijen in unieke situaties gehanteerde mechanismen, hen althans theoretisch in staat stellen de bedrijfseconomische prestatie van hun deelnemingen zo optimaal mogelijk te beïnvloeden.

Een tweede aspect dat aan de benaderingswijze van het beantwoorden van de hierboven genoemde onderzoeksvraag en het daaraan verbonden onderzoeksdoel ten grondslag ligt, betreft de hiervoor in paragraaf 4.4.1 van Hoofdstuk III (p.114) aangegeven onderzoeksconclusie van Osborne (1991). Osborne concludeert dat een cruciale factor die succesvolle ondernemers onderscheidt van hen die falen, de wijze van omgaan betreft met de unieke machtspositie die verbonden is aan een meerderheids-aandelenpakket in een onderneming.

De hiervoor genoemde beschouwingen in aanmerking nemende, is als vertrekpunt voor het beantwoorden van de bovenstaande onderzoeksvraag en het daaraan gekoppelde onderzoeksdoel gekozen voor een begripsverkenning vanuit zowel een redengevende als een pragmatische invalshoek.

1. 1986, p.113

Vervolgens wordt in dit hoofdstuk het begrip venture capital vanuit zowel een theoretische invalshoek als aan de hand van empirische bevindingen van derden nader in beschouwing genomen en worden procesmatige aspecten onderzocht die aan venture capital zijn verbonden.

Dit hoofdstuk wordt tenslotte afgerond met een beschrijving van resultaten van een in het kader van dit onderzoek uitgevoerde verkennende enquête onder leden van de NVP, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen.

Tot het uitvoeren van deze enquête werd besloten om redenen dat over de toepassing van invloedmechanismen door participatiemaatschappijen geen onderzoeksresultaten bekend zijn.

2. Venture capital, begrip en definitie

Mutuuum date, nihil inde sperantes²

Luc.6:35

The most hatred sort (of wealth-getting), and with the greatest reason, is usury, which makes a gain out of money itself, and not from the natural object of it. For money was intended to be used in exchange, but not to increase at interest.

Aristotle³

2.1 Inleiding

Bij een redengevende definiëring die de oorzaak van het ontstaan en de ontwikkeling van venture capital weergeeft, kan een centrale rol aan de ondernemer worden toegekend. Bij een pragmatische of beschrijvende definiëring welke vertrekt van venture capital in de praktijk, ligt de nadruk bij de verstrekker van bepaalde vormen van ondernemingsfinanciering, de zoge-noemde 'venture capitalist'. Deze twee invalshoeken zullen vervolgens nader in beschouwing worden genomen.

2.2 Begripsverkenning en redengevende definiëring

Wanneer we de geschiedenis van venture capital bestuderen blijkt duidelijk dat ondernemer en venture capitalist als het ware een twee-eenheid vormen. Venture capital in haar oorspronkelijke vorm ontstond waarschijnlijk rond de vijfde eeuw voor Christus tijdens de opkomende overzeese handel van Oud-Athene. Het meest algemene contract tussen vermogensverschaffer en handelsavonturier destijds betrof volgens Hébert en Link (1982,p.10) een lening van vermogens-verschaffer aan handelaar tegen het destijds vigerende standaard tarief van 22.5% per jaar, waarbij een verzekering was inbegrepen. Pierson (1911, p.26) meldt hierover het volgende: "Men kon namelijk in Athene op zeilende goederen geld leenen, met dien verstande, dat noch de rente betaald, noch de geleende som teruggegeven behoefde te worden, indien door zeeroof, storm of andere rampen het onderpand verloren ging. Zulk een leening was tegelijk een assurantie, en bij de gevaren, die toenmaals aan de scheepvaart waren verbonden, is het zeer begrijpelijk, dat men voor de assurantie een vrij hoge premie verlangde. Voor een reis van Athene naar de Zwarte Zee en terug vinden wij in Demosthenes' tijd 22,5% aangegeven, welk cijfer tot 30 pCt. moest klimmen, indien het vertrek uit de Zwarte Zee na het begin van den Herfst plaats vond. Uit deze enkele opgave blijkt reeds, hoe hoog men den risico stelde: 7,5 pCt. meer voor een vertrek in den herfst!".⁴

2. 'Leent zonder iets weder te hopen'

3. 1976, p.18.

4. Athene kende geen staatsbank. De heiligdommen (uitlening van deposito-gelden tegen onderpand) en privé-banken (soms uitermate winstgevend en met name in handen van de 'Methoiken') functioneerden als voornaamste geldschieters. De 'Griekse Zee-rente' wordt in de geschiedenis van de verzekering wel als voorloopster gezien van wat later onder de naam bodemerij opgang zou maken. In het uit 1838 daterende Nederlandse Wetboek van Koophandel kwam nog een bepaling voor betreffende de uitleg van het begrip bodemerij die kan worden weergegeven als: Een overeenkomst tussen een geldschieter en een geldopnemer, waarbij een som gelds werd opgeschoten (uitgeleend) met het beding dat premie moest worden betaald, waarbij als onderpand dienden (onder verband van) schip of goed of beide, met het gevolg dat, indien het verbodene geheel of gedeeltelijk door toevallen van de zee verloren ging of verminderde, de geldschieter zijn recht op de opgeschoten penningen en premie verloor.

Indien het verbodene echter behouden ter bestemming aankwam, dan moesten hoofdsom en premie aan de geldschieter worden betaald. De bodemerij kan gezien worden als spiegelbeeld van de verzekering. In de loop der jaren namen banken de taak van geldschieter over. Het bodemerij contract viel als het ware in twee stukken uiteen:

Ter vergelijking kan worden gemeld dat de rente die men in dezelfde periode voor het verpachten van land kon bedingen acht procent per jaar bedroeg, terwijl voor gewone geldleningen 12 à 18 procent per jaar een gewone rente heette. Van de Middeleeuwen tot aan het midden van de vorige eeuw (toen het socialisme voor de kerk een probleem ging vormen) was de rente het belangrijkste economische vraagstuk waarmee de katholieke kerk zich bezighield (zie ook: Zimmerman, 1987, pp.59-60).⁵ Thomas van Aquino (1225-1274) verwierp de rente waarbij hij volgens Zimmerman o.a. refereerde naar de in de aanhef van deze paragraaf genoemde tekst uit Luc.6:35 en naar Aristoteles die de rente eveneens had verworpen en had gesteld dat rente het gevolg was van 'onnatuurlijk' gebruik van het geld dat immers een ruilmiddel was. Ook gebruikte Thomas van Aquino het argument dat de tijd de vrije gift van God is en daarom niet voor geld te koop is. Rente was volgens Zimmerman de enige leerstelling in de Middeleeuwen die tot spanningen tussen clerus en zakenleven leidde. Als gevolg van verzet van de zijde van het tot ontwikkeling komende zakenleven, maakte Thomas van Aquino een uitzondering voor een maatschap waar iemand geld in had gestoken. Omdat hier geen sprake was van eigendoms-overdracht en omdat de geldschieder in het risico deelde mocht hij van dit bedrag wel winst ontvangen. In Venetië, Europa's meest actieve handelsgemeenschap in de dertiende eeuw, werd een dergelijke zakelijke opzet geformaliseerd in de 'colleganza', een coöperatief arrangement tussen een reizende en een investerende partner. Bij winstdeling ging 75% naar de vermogensverstrekker, terwijl de ondernemer-manager slechts de resterende 25% van de winst als beloning voor zijn risico's (o.a. inzet eigen leven), inspanningen en ontberingen tegemoet kon zien (Hébert en Link, 1982, p.10).

Ondanks de invoering van financieringsvormen zoals de 'maatschap' en 'colleganza', blijkt dat het niveau van 'gewone' rente zoals dat van toepassing was in het oude Griekenland, door de eeuwen heen vrij stabiel van karakter. Als voorbeelden kunnen worden genoemd dat in 1311 door Philips IV van Frankrijk de wettelijke interest op 15 à 20 procent werd bepaald en dat in 1430 de Florentijnen, wegens de hoge rentevoet, Joodse bankiers naar hun stad riepen die beloofden niet meer dan 20 procent te zullen eisen (Pierson, 1911, p.26).

In de Islam en het Jodendom gaat de discussie over het al dan niet geoorloofd zijn van de rente tot op de dag van vandaag door. (Zie ook: Bruggink, 1993). In eerste instantie lijkt het opmerkelijk dat vanuit deze laatste twee culturen analoge financieringsvormen zijn ontwikkeld met de hiervoor genoemde 'maatschap' en 'colleganza' en de 'Zee-Rente' zoals reeds toegepast in de vijfde eeuw voor Christus bij de overzeese handel van Oud-Athene. Nader beschouwd blijkt echter dat het vroeg economische denken van Plato en Aristoteles net als bij het Christendom ook invloed heeft gehad op het economisch denken binnen de Islam en het Jodendom, als gevolg waarvan vanuit een gezamenlijke afkeer van rente, alternatieve financieringsvormen werden ontwikkeld die qua aard en structuur grote overeenkomsten vertonen.

Het oorspronkelijke bronnenmateriaal over het economisch denken in de Islamitische wereld stamt uit de periode 750-1400, waarbij een beroep wordt gedaan op de economische denkbeelden van Plato en Aristoteles.

- de geldlening, die de geldschieder (bank) tegen overgave van de documenten (bodemerijbrief) verzorgt;

- de risicodekking, die de zeeverzekeraar tegen genot van premie op zich neemt.

De bepalingen inzake de bodemerij werden in 1924 in het Wetboek van Koophandel geschrapt, omdat zij in onbruik waren geraakt. (Zie ook: Pierson, 1911; Stichting Vakontwikkeling Verzekeringsbedrijf; Geschiedenis der verzekering, 1967).

5. Zimmerman (p.37) geeft verder het volgende aan: "Hoe lang dit renteverbod doorwerkte blijkt wel uit het feit, dat pas in 1838 per pauselijke circulaire aan biechtvaders werd medegedeeld dat ze het hun biechtelingen niet langer euvel hoefden te duiden als deze de zonde van het nemen van rente opbiechten. Pas in 1854 werden in Engeland de woekerwetten (Usury Laws) definitief afgeschaft."

De middeleeuwse Arabische denkers hadden minder vooroordelen tegenover handel en geld-zaken dan de Griekse filosofen maar formuleerden wel voor het economische handelen strenge op de Koran gebaseerde ethische normen (Van der Rijst, 1994).

Het levensdoel van de moslim is op de vervulling van de "Shari'ah" (plichten) gericht. Uitgaande van dit denken zijn richtlijnen voor het economisch leven geformuleerd. In één van deze richtlijnen wordt het vragen van rente (riba) als een grote zonde aangegeven.

In het Islamitische plichtenrecht wordt rente als één van de meest ingewikkelde onderwerpen beschouwd. Naast het renteverbod geldt namelijk ook een verbod om geld ongebruikt te laten. De moslimtraditie vertelt dat de passages in de Koran betreffende rente pas vlak voor de dood van Mohammed zijn geopenbaard. Mohammed heeft daarom geen sluitende richtinggevende handelswijze over het heffen van rente op kunnen stellen. Toch geloven moslims dat

Mohammed alle vormen van rente, en niet alleen de excessieve rente, verboden heeft.

Moslim publicisten stellen dat iemand die geld beschikbaar stelt voor handel of produktie dit alleen mag doen in de vorm van een participatie in het aandelenvermogen. Daardoor heeft hij recht op een deel van de winst. Als aandeelhouder is hij voor een deel eigenaar en deelt hij ook in het risico. Persoonlijke verrijking door renteheffing is verboden en het heffen van rente wordt als onderdrukking beschouwd. Volgens de opvatting van de Islam doet rente niet alleen de sociale functie van de welvaart geweld aan. Rente gaat tegen de realiteit van het leven in dat nu eenmaal door onzekerheden is gekenmerkt. Door rente te vragen tracht de mens de hem door God opgelegde verantwoordelijkheid - en de normale tot het door God bestierde mensen-leven behorende risico - te ontlopen. Dit onttrekken aan de goddelijke wilsbeschikking is één van de hoofdzonden die de mens tegen Allah kan begaan.

Voor de orthodoxe Islamieten is 'riba' meer dan rente. Ook het verzekeren tegen ziekte behoort, volgens hen, tot 'riba'. Op basis van het renteverbod en het verbod om geld ongebruikt te laten, heeft het Islamitische bankwezen systemen ontwikkeld om geld, uitgaande van de religieuze richtlijnen, productief te maken. Eén van de vormen betreft het zogenaamde 'profit and loss sharing' systeem waarbij zowel van het 'Musharaka' als van het 'Modaraba' contract gebruik wordt gemaakt. Voor het risicodragend beleggen van depositogelden of spaargelden maken banken veelal gebruik van 'Musharaka' contracten die met ondernemers worden afgesloten waarbij de banken op hun beurt weer risicodragende participatiebewijzen uitgeven die aan rekeninghouders worden aangeboden. In deze participatiebewijzen wordt de omvang van de deelparticipatie en de winst- en verliesverdeling geregeld. 'Musharaka' contracten hebben in het algemeen betrekking op arrangementen van lange duur en kunnen zowel betrekking hebben op een participatie in het aandelenvermogen van bestaande ondernemingen, het participeren in een verhoging van het aandelenvermogen van een onderneming of de financiering van specifieke projecten. Bij het 'Modaraba' contract levert de ene partij het benodigde vermogen en brengt de andere partij het 'human capital' in. Bij dit soort contracten wordt er in het algemeen een winstdeling voor winst-situaties overeengekomen. In verlies-situaties wordt het verlies geheel door de vermogenverschaffer gedragen, de ondernemer krijgt in dat geval geen loon. Het 'Modaraba' contract wordt traditioneel bij commerciële activiteiten toegepast (Van der Rijst, 1994).

Het Jodendom kent een gebod, gebaseerd op de Torah en rabbijnse wetgeving om rentevrij te lenen aan mede-Joden, hetgeen voor de armen de mogelijkheid biedt de cirkel van armoede te doorbreken, terwijl het voor rijken de mogelijkheid biedt situaties van (extreme) liquiditeits-problemen te doorstaan. Er is van rabbijnale interesse sprake als iemand geleverde goederen niet direct hoeft te betalen maar bijvoorbeeld dertig dagen krediet krijgt. Deze wijze van lenen valt niet onder de definitie van lenen volgens de Torah maar is wel door de rabbijnen verboden. Schulden en leningen moeten op basis van hun nominale waarde terug betaald worden. Waardeverandering ten gevolge van inflatie of deflatie wordt door de rabbijnen als rente gezien en is volgens hen verboden. Daarnaast kent het Jodendom een verbod op renteheffing dat slechts geldingskracht heeft in het onderlinge verkeer tussen joden.

In de Middeleeuwen werd in reactie op diverse ontwijkingen van het renteverbod door de rabbijnse autoriteiten een legale constructie in het leven geroepen, de zogenaamde 'heter iska'.

Daarbij vindt een financiële transactie plaats in de vorm van een zakelijke onderneming (joint-venture) waarbij, onder bepaalde voorwaarden, de financier een vergoeding, bijvoorbeeld in de vorm van winstdeling, krijgt voor het ter beschikking stellen van vermogen. Ook thans is in de Staat Israël het rentevrij uitlenen van geld op basis van onderpand en het participeren in joint-ventures waardoor er in het risico wordt gedeeld de belangrijkste taak van de banken. Zoals bekend, mag de jood wel interest vragen als hij geld uitleent aan een niet-jood. Als hij geen rente vraagt is dat een daad van goedheid (Bruggink, 1993; Van der Rijst 1994).

Een variatie op de hiervoor genoemde financierings-constructies die het doel hebben om het renteprobleem te omzeilen ontstond in de 17e eeuw in de Republiek der Verenigde Nederlanden. In navolging van Engelse kooplieden die zich in 1600 bundelden tot de Engelse Oost-Indische Compagnie kwam, in 1602 onder leiding van Van Oldenbarnevelt, de Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) tot stand. De financiering van de VOC kenmerkte zich door het invoeren van een aandelenvermogen waar door iedereen op kon worden ingeschreven. De aansprakelijkheid werd beperkt door de omvang van ieders deelneming. Op deze wijze werd een vermogen bijeengebracht dat ongeveer tien keer zo groot was als dat van de Engelse compagnie. Daarmee was de aanzet gegeven voor het ontstaan van de naamloze vennootschap.

Ondernemingen waren voortaan niet meer aangewezen op het eigen vermogen van de stichter, maar wendden zich tot het hele beleggende publiek. Alleen langs deze weg kon de ondernemingsgewijze productie zich verder ontplooiën (Hartog, 1986, p.24).

Zoals bij de beschrijving van de situatiekenmerken in hoofdstuk I werd aangegeven, vindt het overgrote deel van financieringen door participatiemaatschappijen plaats via deelname in het aandelenvermogen. In deze vorm voldoet venture capital in de hiervoor aangegeven cultuur-historische normen die vanuit de Islam, het Christendom en het Jodendom aan (bedrijfs-) financiering ten grondslag liggen. De vorm van venture capital daarentegen waarbij door middel van (al dan niet converteerbaar) achtergestelde leningen tegen een rentetarief financiering aan ondernemingen wordt verstrekt, lijkt echter met de redengevende definitie van venture capital en de daarbij behorende cultuur-historische normen in conflict.

Er zijn echter meer 'rentetheoriën', bijvoorbeeld die van de Engelse econoom Ricardo (1772-1823) en die van de Oostenrijkse econoom Von Böhm-Bawerk (1851-1914).

2.3 Pragmatische definitie

Sinds de industriële revolutie hebben publieke investeringsmaatschappijen een relatief belangrijke, zij het niet steeds een succesvolle rol gespeeld in de Nederlanden. Bilderbeek (1986, p.182) wijst in dit verband op de Société Generale (SG) en de Nederlandse Handelsmaatschappij (NHM) in de negentiende eeuw.⁶

Op 1 november 1945 werd in Nederland de Nationale Herstelbank als voorloper van de N.V.

6. "Beide ondernemingen zouden wellicht beter semi-publieke maatschappijen kunnen worden genoemd vanwege het belangrijke aandeel van particulieren erin. De overheidsstimulansen, zowel bij het initiatief tot oprichting als bij de begunstiging van handel en industrie door hun toedoen, waren echter onmiskenbaar. De directe participaties van financiële aard in het bedrijfsleven - het criterium dat wij een investeringsmaatschappij zouden kunnen aanleggen - waren trouwens beperkt en alleen bij de SG van enige betekenis: de steun uitte zich meer in de vorm van opdrachten, subsidies, toeslagen enz. die mede betaald werden uit allerlei functies ten behoeve van de staat. Het is tekenend dat resultaten door beide maatschappijen praktisch alleen bereikt werden in de periode dat de betreffende economie in een opwaartse fase terechtkwam (België na 1830) of protectie werd verleend, zoals bij de NHM....De Maatschappij voor Industriefinanciering, waarvoor in oktober 1935 een wetsontwerp aan de Staten-Generaal werd voorgelegd en waarbij een N.V. werd opgericht met het bescheiden beginkapitaal van f 50.000,-, kreeg evenmin veel invloed op de gang van zaken. En wel omdat, zoals Verrijn Stuart destijds aangaf, niet aan de voorwaarde was voldaan dat de discrepantie tussen opbrengsten en kosten bij het ondernemen was opgeheven - een voorwaarde waarvan de vervulling afhangt van de internationale conjunctuur", aldus Bilderbeek.

Nationale Investerings Bank (NIB) opgericht vanuit het na-oorlogse streven naar industrialisatie. De NIB is een semi-overheidsinstelling, waarin mede wordt deelgenomen door handelsbanken en institutionele beleggers.⁷ De NIB was oorspronkelijk bedoeld voor het verschaffen van leningen. Ondernemingen hadden echter ook vaak behoefte aan deelneming in hun eigen vermogen.

Op 18 mei 1948 werd daartoe de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V. (NPM) opgericht. Aan de wieg van NPM stond als aandeelhouder van het eerste uur de Herstelbank, de huidige Nationale Investerings-bank, met een belang van circa 29 procent dat tot de beursintroductie in 1987 steeds gehandhaafd bleef en toen werd teruggebracht door herplaatsing ter beurze (NPM, 1989, p.5). In 1954 werd door de Nederlandse overheid het Technisch Ontwikkelingskrediet (TOK) in het leven geroepen. Het gaat hier om vermogen ten behoeve van risicovolle projectfinanciering.⁸ Vanuit de hoofdgedachte dat de beschikbaarheid van risicodragend vermogen in Nederland onvoldoende was om aan de marktvrage te voldoen, ging in 1957 de Nederlandse Staat over tot de oprichting van de Stichting Industrieel Garantiefonds⁹.

Vanuit dit garantiefonds werden twee financiële werkmaatschappijen opgericht, de Financierings-maatschappij Industrieel Garantiefonds Amsterdam N.V. (FIGA) en de Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N.V. (FIGG)¹⁰, die geïntegreerd werden in de organisaties van respectievelijk de Nederlandsche Middenstandsbank N.V. en de NIB¹¹. In 1964 werd een Europees venture capital fonds, n.l. de European Enterprise Development Corp. (EED) opgericht die investeerde in bedrijven in 9 Europese landen. In de EED participeerden enkele grote Europese banken, waaronder een aantal Nederlandse. De EED ging in 1976 failliet. Het falen van de EED wordt toegeschreven aan een te grote bemoeienis met het dagelijks management van diverse investeringen en het probleem om vanuit één kantoor in Parijs investeringen door heel Europa te managen (zie: Vonk en van der Plas, 1989, p.57). In 1974 werd door de NIB samen met een zestal andere banken, participatiemaatschappij Risico Kapitaal Nederland B.V. (RKN) opgericht, die begin 1985 werd geliquideerd. Roodenburg (1990, p.103) geeft aan dat het doel van RKN het verstrekken was van risicodragend vermogen aan met name kleinere ondernemingen die een nieuwe vinding wilden commercialiseren. "De RKN verworf [sic] uitsluitend minderheidsbelangen voor een tijdelijke duur. Mede door de concurrentie van bankparticipatie maatschappijen na 1980, is de RKN nooit goed van de grond gekomen", aldus Roodenburg. In 1975 heeft de overheid in samenwerking met de algemene banken en de NIB de verlening mogelijk gemaakt van achtergestelde kredieten om tegemoet te komen aan een aantoonbare behoefte aan risicodragend vermogen, waarin niet op aanvaardbare wijze anderszins kan worden voorzien.

7. De Staat bezit 50,3% van de aandelen, het overige deel is in handen van financiële instellingen en particulieren; het volledige aandelenkapitaal is genoteerd op de Amsterdamse Effectenbeurs (Alleman, 1988).

8. Het TOK is een vorm van technologiestimulering waarbij als vehikel het inzetten van risicodragend vermogen wordt gebruikt. Bij technische of commerciële mislukking hoeft niet verder op het krediet te worden terugbetaald. De ontwikkelingskosten komen voor 40% in aanmerking voor een TOK, terwijl de aanvrager zelf 60% moet financieren (Kooijman, 1996, p.79)

9. De stichting had tot doel risico-aanvaardend vermogen te verstrekken aan kleine en middelgrote ondernemingen. Met name industriële ondernemingen kwamen in aanmerking, maar daarnaast ook ondernemingen in de dienstverlenende sector.

10. "Deze financieringsmaatschappij beoogt het verschaffen van risicodragend vermogen tussen f 100.000,- en f 10 miljoen met een aanvullend karakter. Dit betekent dat de FIGG kapitaal [lees: vermogen] verstrekt aan die ondernemingen, die hoewel in de kern gezond, niet op andere wijze in hun behoefte aan risicodragend kapitaal [lees: vermogen] kunnen voorzien" (NIB, Jaarverslag 1985, p.25).

11. Bij de financiële herstructurering van de NIB in 1987 waarbij de kapitaalsverhoudingen binnen de NIB op marktconforme wijze werden geregeld, werd het NIB-belang in de FIGG verhoogd van 10% tot 100%. De FIGA werd eveneens in 1987 afgestoten aan de NMB (zie ook: Roodenburg, 1990, p.102; Kooijman, 1996, p.79).

De voorwaarden bij deze kredietvorm die in de wandeling werd aangeduid als A(achtergesteld)-krediet werden in 1981 herzien. Deze gewijzigde kredietvorm wordt als AA-krediet aangeduid. Het AA-krediet is bedoeld voor het middelgroot-/grootbedrijf. Het AA-krediet is een achter-gestelde lening met een staatsgarantie (waarin de NIB en soms mede de huisbankier een eigen risico neemt van 10%) aan in de kern gezonde bedrijven, die hun behoefte aan extra vermogen niet via de markt kunnen vervullen.

De voorwaarden van een AA-krediet kunnen als volgt worden samengevat:

1. in de kern gezond, met blijvende mogelijkheden tot rendement;
2. goede leiding;
3. Nederlands karakter;
4. het eigen vermogen bedraagt minimaal 20% van het balanstotaal;
5. er is een aantoonbare behoefte aan risicodragend vermogen, waarin niet op aanvaardbare wijze anderszins kan worden voorzien.

Tot 1981 was in de na-oorlogse periode het particuliere aanbod van venture capital in Nederland beperkt. Als belangrijkste aanbieder gold de NPM, die haar activiteit tot het begin van de jaren tachtig vrijwel uitsluitend richtte op deelneming in bestaande ondernemingen met name door overneming van aandelenpakketten (zie ook: Hartog, 1986, p.106).

Verder bestonden de aanbieders met name uit een aantal dochterondernemingen van banken en verzekeringsmaatschappijen. Ook waren privé-personen en enkele particuliere bedrijven¹² min of meer actief als aanbieder van venture capital.

Tabel 1. Aandeelhouders van Nederlandse participatiefondsen

	ultimo 1994	ultimo 1992	ultimo 1989
Banken	30%	32%	25%
Overheid	20%	22%	25%
Institutionele investeerders	30%	30%	30%
Particulieren	4%	7%	7%
Ondernemingen	5%	5%	5%
Overige	11%	4%	8%
Totaal	100%	100%	100%

Bron: NVP, 1991[a]; NVP, 1993; NVP, 1995¹³

12. De Venture Capital Gids 1989 geeft twee van dergelijke bedrijven aan: J.H. Groot Kopergieterij B.V. (1940) en Wolters Schaberg B.V. (1978).

13. In de NVP-Jaarverslagen over 1995 en 1996 worden de in tabel 1 weergegeven percentages niet geactualiseerd.

Een overzicht van de achtergrond van aandeelhouders van participatiemaatschappijen is in Tabel 1 weergegeven.¹⁴ Uit deze tabel blijkt dat ultimo 1992 banken en institutionele investeerders elk bijna éénderde deel van het aandeelhouderschap van Nederlandse participatiefondsen voor hun rekening namen. Verder kan worden opgemerkt dat de overheidsinvloed trendmatig afneemt.

De Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's), zoals de Noordelijke Ontwikkelings Maatschappij (NOM) waren eveneens reeds voor 1980 actief op het gebied van venture capital. Bij de oprichtingsakte van 19 maart 1974, ten tijde van een economische crisis die haar oorzaak vond in verviervoudiging van de olieprijsen in 1973 en eerdere ontwrichting van het inter-nationale monetaire stelsel, kreeg de NOM de statutaire doelstelling een bijdrage te leveren aan de verbetering van de sociaal-economische structuur en de werkgelegenheid in het noorden des lands. Achtergrond van deze opdracht was de relatieve achterstand van Noord-Nederland ten opzichte van het gehele land. Eén van de middelen die de NOM in 1974 kreeg om haar doelstelling te kunnen invullen was door de Staat gegarandeerd vermogen, dat zij kon uitzetten als risicodragend vermogen bij noordelijke ondernemingen of bij nieuwe vestigingen van bedrijven (NOM 1981, p.11, 1983, p.6). Na de oprichting van de NOM in 1974 werden achtereenvolgens de N.V. Industriebank Limburgs Instituut voor Industrie en Ontwikkeling (LIOF, 1975)¹⁵, de Overijsselse Ontwikkelings Maatschappij N.V.¹⁶ (OOM; 1975) en de N.V. Gelderse Ontwikkelings Maatschappij (GOM; 1978) opgericht. De N.V. Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij¹⁷ (BOM) kwam als laatste van de ROM's in 1983 tot stand, waarbij dient te worden vermeld dat de regionale ontwikkelingsmaatschappij N.V. Maatschappij tot Bevordering van de Economische Bedrijvigheid in Zuid-Oost Brabant, Induma, als bescheiden regionale aanbieder van venture capital reeds sinds 1962 in deze regio actief was (zie ook: Van der Hek, 1989, p.52).

Bij de venture capital organisaties die in of na 1981 in Nederland werden opgericht, verdient de Maatschappij voor Industriële Projecten N.V. (MIP) die in 1982 door de overheid werd opgericht, een speciale vermelding. De geestelijke vaders van de MIP zijn de opstellers van het rapport 'Een nieuw industrieel elan' van de eerste commissie-Wagner, uitgebracht in 1981. Hartog (1986, pp.108-109) geeft aan dat het rapport bijdroeg tot doorbreking van het doem-denken over het ondernemerschap en met name over de toekomst van de industrie.

"Tot die tijd was er ongeveer tien jaar verlamming geweest en zelfs ten dele afkeer van het ondernemen en de industriële ontwikkeling....Na verloop van tijd gingen de voorstanders van deze lijn zich toch onbehaaglijk voelen. De afbraak van de industrie ging namelijk gepaard met sterke stijging van de werkloosheid", aldus Hartog die daarbij een parallel trekt met de situatie in de 17e eeuw en dien-aangaande het volgende aangeeft:

"Toen wij rijk werden van het verhandelen en vervoeren van produkten van anderen kregen die anderen na verloop van tijd de truc in de gaten. Zij gingen toen zelf hun goederen vervoeren. Daarmee kwamen wij ernaast te zitten. De les is dat industrie toch altijd de kern moet zijn van de economische activiteit. Om goederen te kunnen vervoeren, financieren, verhandelen, opslaan en verzekeren moet men die toch eerst zelf maken.

14. De markt van participatiemaatschappijen in Nederland kan ook onderverdeeld worden in zogenaamde onafhankelijke fondsen (fondsen met een verscheidenheid aan aandeelhouders en familiefondsen) met een geschat marktaandeel van 64%, captive fondsen (dochteren van banken en verzekeraars) met een marktaandeel van 29% en overheidsfondsen (de regionale ontwikkelingsmaatschappijen) met een geschat marktaandeel van 7% (NVP 1995, pp.28-29).

15. Bilderbeek (1986, p.182) geeft aan dat als regionale investeringsbank de 'Industriebank voor Limburg', reeds van voor 1940 dateert.

16. Anno 1996 heeft de verzekeringsmaatschappij UNIVE een aandelenbelang in de OOM van 12%.

17. De SNS (voorheen CVB) bank heeft anno 1995 een belang in de BOM van circa 7%.

Ook in de post-industriële maatschappij staat de industrie centraal. Die is alleen zo arbeids-extensief geworden dat de werkgelegenheid, die daardoor tot stand wordt gebracht, overwegend in de dienstensector is gelokaliseerd. Toen dit begon door te dringen was de tijd rijp geworden voor een nieuwe waardering van de industrie. Maar intussen was deze op verschillende punten zo ver afgegleden dat met de bestaande financiële apparatuur niet kon worden volstaan. Dat was de zienswijze van het genoemde rapport. Deze werd verder onderbouwd in een vervolgrapport van de 'tweede commissie Wagner'."

De MIP kreeg volgens haar statuten tot doel 'op commerciële basis de totstandkoming te bevorderen van projecten die een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de versterking van de industriële bedrijvigheid en de commerciële dienstverlening in Nederland'. De MIP moest zich op commerciële wijze bezighouden met risicodragende financieringen vanaf vier miljoen, vooral ten behoeve van ondernemingen met grote investeringsprojecten.

Naast de overheid en de Nationale Investerings Bank (NIB)¹⁸ hebben alle belangrijke Nederlandse banken, alsmede een aantal verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in het aandelenvermogen van de MIP deelgenomen. De functie die de MIP van de overheid kreeg toebedeeld volgens de Memorie van Toelichting bij het wetsontwerp betrof een ondernemers-functie, want zij moest niet alleen een "lacune opvullen ter zake van het actief bevorderen en ontwikkelen van nieuwe grotere projecten ..." doch ook "zeer rendabele investeringen" van de grond tillen die door gebrek aan financieringsmiddelen niet tot stand dreigden te komen¹⁹ (De Jong, 1982; Bilderbeek, 1986, p.181).

In 1987 werd door de MIP een dochteronderneming (MIP Participaties B.V.) opgericht welke van de PPM-regeling gebruik kon maken. Na aanhoudende teleurstellende resultaten²⁰ en geringe toekomstperspectieven, is de MIP in 1991 gefuseerd met A.P.M. Holding B.V. (APM), de in 1968 opgerichte participatiemaatschappij van ABN Bank. Bij de fusie van MIP en APM tot Alpinvest Holding N.V. is de primaire beleidsdoelstelling van de MIP verdwenen.

18. De NIB nam bij de oprichting met 10% deel in een MIP-aandelenkapitaalplaatsing van f 330 miljoen. Dit 10%-belang van de NIB blijkt in 1987 verwaterd tot 6% (naar boven afgerond) van het op dat moment geplaatst MIP-aandelenkapitaal van f 576 miljoen (zie: Blaak, 1988, p.96; NIB, 1981, p.14; NIB, 1988, p.51)

19. In 1993 zien we een herhaling van deze situatie; een reeds enige tijd sterk afkalvende Nederlandse industrie (Philips, Hoogovens, Fokker, DAF, etc.) en de instelling door de staat van een nieuw industrieel fonds voor middelgrote en grote Nederlandse bedrijven. Bedrijven komen in aanmerking voor dit nieuwe fonds wanneer wordt voldaan aan de volgende criteria:

- ze vormen de kern van een cluster van hoogwaardige activiteiten in Nederland op het gebied van technologie, werkgelegenheid, kennisinfrastructuur en toeleveranciers;
- het zijn in de kern gezonde en goed geleide ondernemingen met toekomstperspectief, blijkend uit vertrouwen van particuliere financiers;
- ze hebben onvoldoende mogelijkheden om met behoud van het eigen karakter van het bedrijf risicodragend vermogen aan te trekken via de markt en het bestaande overheidsinstrumentarium (zie: Tweede Kamer der Staten-Generaal, 1993). In een reactie op kritiek op zijn nieuwe instrument voor de financiering van risicovolle projecten in de industrie, geeft Minister Andriessen van Economische Zaken in VNO Onderneming d.d. 02-02-1993 aan dat een vergelijking met de ter ziele gegane MIP mank gaat. "Dat was een te log fonds, dat niet was uitgerust voor de eisen van die tijd, met starters die risicokapitaal (lees: -vermogen) zochten en vonden bij participatiemaatschappijen. Het feit ook dat het een fonds was, met een vaste pot geld die koste wat het kost moest worden uitgegeven, deed de MIP geen goed. Het nieuwe instrument is veel flexibeler en toegesneden op de wensen uit de markt."

20. Het beleidsplan 1989 geeft voor het eerst indicaties betreffende een mogelijke discontinuïteit van de MIP: "Geconstateerd moet worden dat de MIP zeven jaar na oprichting bij ongewijzigd beleid onvoldoende uitzicht biedt op rentabiliteit in de nabije toekomst.....Gelet op het voorgaande zal het jaar 1989 beleidsmatig voor alles in het teken staan van een heroriëntatie op de toekomst. Daarbij dienen gesprekken te worden aangegaan met de overheid en de particuliere aandeelhouders over een nieuw beleid waarbij het potentieel van de in het verleden opgebouwde portefeuille zo goed mogelijk wordt veiliggesteld en waarbij de beschikbare en nog vrijkomende middelen zodanig worden aangewend dat daarmee het belang van de staande aandeelhouders het beste is gediend", (MIP, 1989).

In dezelfde periode dat de fusie van de MIP en A.P.M. Holding B.V. speelde, werd eind 1990 een vier jaar durend proces afgerond waarin de financieringsstructuur van de vijf ROM's werd herzien. Deze verandering in positionering van de ROM's betekent dat zij geheel zelfstandig hun participatiebeleid kunnen voeren. De ROM's dienen zich met hun taakopdracht, nl. zich richten op de risicovolle, innovatieve, expanderende en startende ondernemingen voldoende opbrengsten te genereren (NVP, 1991[a], p.29). De hier genoemde 'strategische heroriëntatie' van de NIB komt net als bij de ROM's tot uitdrukking in een financiële herstructurering²¹.

De eerder genoemde introductie van NPM op de officiële markt van de Amsterdamse Effectenbeurs begin 1987 kwam mede tot stand, "...doordat het in de strategische heroriëntatie van de belangrijkste aandeelhouder De Nationale Investeringsbank paste, het belang in NPM terug te brengen van 29% tot 10%.²² Tezamen met een kleiner bancair belang kwam 20% van het aandelenvermogen op deze wijze voor herplaatsing beschikbaar" (NPM, 1987, p.5). "De Nationale Investeringsbank heeft het jaar 1987, waarin een belangrijke financiële herstructurering is doorgevoerd, op bevredigende wijze afgesloten.De zichtbare vermogenspositie werd belangrijk versterkt...Het zichtbaar eigen vermogen is in 1987 sterk toegenomen door de vorming van een omvangrijke agioreserve bij de omwisseling en de emissie van aandelen. Een verdere vermogensstijging werd gerealiseerd door de afstoting van een belangrijk deel van de deelneming in de Nederlandse Participatie Maatschappij nv" (NIB, 1988, p.13).

Vanaf 1981 is het aantal geïnstitutionaliseerde particuliere venture capital-aanbieders in Nederland sterk toegenomen, met name als gevolg van de in 1981 door de overheid ingestelde Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen (PPM-regeling)²³ enerzijds en de - als gevolg van de economische situatie - aanwezige commerciële mogelijkheden voor venture capital organisaties in Nederland anderzijds. "Na een lange periode van stagnatie die in 1970 inzette, is in 1983 een herstel begonnen. Ondanks het verbeterde investeringsklimaat zullen veel ondernemingen een hogere prioriteit geven aan het verminderen van de schuldpositie dan aan het verrichten van nieuwe investeringen. Veelal zal bij lagere reële rentevoeten dan thans gelden de balans kunnen uitslaan ten gunste van uitbreidingsinvesteringen (NIB, 1984, p.15)."

21. De ROMS's behalen, in tegenstelling tot de periode eind jaren zeventig - begin tachtig, toen zij soms aanmerkelijke verliezen leden, thans positieve rendementen. Deze zijn overigens, gezien hun taak, bescheiden en zullen dat blijven (Kooijman, 1996, p.80)

22. Het NIB Jaarverslag 1987 (p.51) meldt dat het NIB belang per 31/12/1987 veertien procent bedraagt.

23. De garantieregeling particuliere participatie maatschappijen 1981 wordt in het Jaarverslag van de NIB 1981, pp.9-10, als volgt samengevat: "Deze regeling is er duidelijk op gericht vermogensverschaffers te bewegen onder professionele leiding aandelenparticipaties te laten verschaffen aan kleine en middelgrote ondernemingen in Nederland (de grens is gelegd bij 500 werknemers en een maximum van effectief f 4 miljoen voor de gezamenlijke deelnemingen van participatiemaatschappijen onder deze regeling in één onderneming) door in het vooruitzicht te stellen dat de helft van een eventueel op een participatie te lijden verlies van overheidswege wordt vergoed. Begrijpelijkerwijs heeft de overheid, die heeft willen stimuleren dat nieuw geld in risicodragende vorm naar dit soort ondernemingen wordt toegevoerd, de overname van bestaande aandelen in welke vorm dan ook van de regeling uitgesloten. Met het oog op een en ander is voorgeschreven dat een participatiemaatschappij erkend moet zijn door de instelling die toezicht houdt op de uitvoering van de regeling (De Nederlandsche Bank), en dat een deelneming aan bepaalde voorwaarden moet voldoen, wil zij onder de werking van de regeling vallen. Voldoet men niet aan deze voorwaarden, dan loopt de participatiemaatschappij de vergoeding mis bij een eventueel verlies op een participatie." In het kader van het toespitsen van de garantieregeling op kleinere bedrijven is op 28 september 1990, als een direct gevolg van een evaluatie van de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen, de gestelde grens aan het aantal werknemers verlaagd van 500 naar 100. Ook werd gelijktijdig, voornamelijk om budgettaire overwegingen, de grens welke is gesteld aan het maximum participatiebedrag in een onderneming dat onder de garantieregeling kan worden gegarandeerd verlaagd van f 4 miljoen tot f 2,5 miljoen. Tenslotte werd op grond van de evaluatie besloten het continueren van de garantieregeling aan een eindtijdstip te verbinden, waardoor er na 1995 geen garanties meer worden verstrekt (zie: Staatscourant 1990, 461).

Nadat vooral in het begin van de jaren tachtig de oprichting van een groot aantal Nederlandse venture capital bedrijven plaats vond, begon zich in 1989 een proces van concentratie en schaal-vergroting af te tekenen, in 1990 uitmondend in daadwerkelijke herstructurering. Vanaf dat moment geldt dat de versterkte concurrentie en een toenemende druk van fondsverschaffers op de prestaties van participatiemaatschappijen ertoe heeft geleid, dat een aantal partijen zich heeft teruggetrokken of is gefuseerd.

Tabel 2. Nederlandse geïnstitutionaliseerde venture capital investeringen per 31/12/94

Participatieportefeuille leden NVP per 31/12/94 (x f 1 mln)			(Indicatief) Marktaandeel
1.	Nederlandse Participatie Maatschappij NV (excl. ter beurze genoteerde aandelen)	585	19 %
2.	Alpinvest Holding NV	410	13 %
3.	PARNIB Holding NV (excl. 16% deelname NPM)	288	9 %
4.	NV Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij	185	6 %
5.	ABN AMRO Participaties BV	150	5 %
Overige participatie maatschappijen (41 stuks)		1482	48 %
Totaal:		3100	100 %

Bron: NVP, 1995; NPM, 1993; Alpinvest, 1994; NOM, 1994; PARNIB, 1994

Deze concentratietendens komt onder meer tot uitdrukking in het feit dat in 1994 in Nederland, mede onder invloed van een aantal grote transacties, 80% van het totale investeringsbedrag in dat jaar voor rekening van een vijftal participatiemaatschappijen werd genomen (NVP, 1995, p.28).

Daarnaast blijkt dat het grootste deel van de totale investeringsportefeuille van de geïnstitutionaliseerde participatiemarkt in Nederland voor rekening komt van een klein aantal participatiemaatschappijen. In Tabel 2 is een aantal daarvan met hun marktaandeel weergegeven.

2.4 Begripsdefinitie venture capital

Het Angelsaksische begrip 'Venture Capital' kent geen Nederlands synoniem, maar wordt wel vertaald met 'risicokapitaal' of 'durfkapitaal'. Het begrip 'Venture'²⁴ lijkt echter specifieker benoemd door het Nederlandse begrip 'avontuur'. 'Venture capital' zou vervolgens vertaald kunnen worden met de term 'avontuur vermogen'.

24. Longman dictionary of contemporary English, 1981, p.1219, geeft de volgende gebruiksbetekenis: "Venture, both verb and noun, carries the idea of risk to one's life or money.....An adventure (the more general word) suggests excitement, with or without some danger."

Ook Centraal Beheer Participatie (1992, p.2) stelt dat ondanks mogelijke beperking van het bedrijfsrisico venture capital een avontuur blijft. "Omdat de financier zijn stukken moeilijk kan verkopen, bindt hij zich in principe voor langere tijd aan de onderneming en kan hij moeilijk tussentijds uitstappen." In het door Coren (1984, pp.303-304) gehanteerde begrip 'echt risico-dragend vermogen' komt het avontuurlijke aspect vrij nadrukkelijk naar voren.

Coren stelt dat het beschikbaar stellen van "echt risicodragend vermogen"²⁵ min of meer te vergelijken valt met het spelen in een casino, zij het dat daar het resultaat niet te lang op zich laat wachten. "Het roulette-achtige karakter van financieringstransacties in deze sfeer ligt ook min of meer besloten in de filosofie van aanbieders van venture capital. Het geheel of gedeelte-lijk verloren gaan van het voor een aantal transacties beschikbaar gestelde vermogen wordt als reële mogelijkheid geaccepteerd in de verwachting dat deze verliezen ruimschoots zullen worden goedgeemaakt door de winst op de overige transacties", aldus Coren.

Diepenhorst (1951) heeft in Nederland voor het eerst het onderscheid ondernemend-niet ondernemend vermogen geïntroduceerd. Dit door Diepenhorst geïntroduceerde onderscheid houdt verband met de (eventuele) wijze van vergoeding aan de vermogensverschaffer. Onder ondernemend vermogen verstaat men vermogen, waarvan de vergoeding afhankelijk is van de winst. Onder niet-ondernemend vermogen verstaat men vermogen, waarvoor een vaste vergoeding is overeengekomen, onafhankelijk van de winst (bv. obligaties). Het i.c. traditioneel gehanteerde onderscheid risicodragend-risicomijdend vermogen lijkt niet relevant. Aan iedere vermogensverschaffing zijn risico's inherent, waarbij de mate van risico kan verschillen al naar gelang de voorwaarden welke zijn bedongen door de partijen en de actuele ontwikkeling van het vermogen-aantrekkende bedrijf. Men zou kunnen spreken van beperkt ondernemend vermogen, als de vergoeding ten dele afhankelijk is van de winst (cumulatief preferente aandelen).

(Zie: Bilderbeek, 1986, p.24).

Ondanks tekortkomingen terzake van het specifiek onderscheidende karakter ervan, blijkt dat in de hedendaagse Nederlandse bedrijfseconomische terminologie 'venture capital' verder met name wordt aangeduid door de term 'ondernemend vermogen'. Roodenburg (1990, p.10) stelt dienaangaande dat over het algemeen venture capital wordt gezien als een vorm van ondernemend vermogen, waaraan omvangrijke risico's zijn verbonden. De term 'ondernemend vermogen' wordt ook gebruikt door Schuit en Spronk (1989, p.87) die venture capital definiëren als: "ondernemend vermogen verschaft aan projecten/ondernemingen, met een hoog verwacht rendement en een hoog risico". Ook in de Nederlandse venture capital praktijk vindt de uitdrukking 'ondernemend vermogen' haar toepassing. Een voorbeeld daarvan is te vinden in de naam van één van de fondsen van de Rabobank Nederland Venture Capital Group, te weten Ondernemend Vermogen Nederland Beheer B.V. (NVP, 1990, p.136).

Bij een pragmatische interpretatie van het begrip venture capital, komt in veel gevallen een duidelijk procesmatig element naar voren zoals bijvoorbeeld blijkt uit een omschrijving van Branson (1989, p. VI.1.6-01) die stelt dat venture capital een financieringswijze is waarbij: "een jonge, innovatieve en potentieel snel groeiende onderneming beroep doet op, een durfkapitaalfinancier die na een grondige evaluatie en selectie overgaat tot het verstrekken van kapitaal [lees: vermogen], mogelijk in verschillende vormen en op verschillende tijdstippen, en het geven van ondersteuning, met als doel op middellange of lange termijn een hoog, weliswaar op dit moment onzeker rendement te behalen."

25. Coren (1986) omschrijft 'echt risicodragend vermogen' als volgt: "Met echt risicodragend vermogen heb ik het oog op de financiering van activiteiten die nog geen 'historie' hebben. Zoals bekend, zijn de kenmerken voor risicodragend vermogen: a. het voor onbepaalde tijd ter beschikking stellen, b. het achterstellen van hoofdsom en beloning. Vrij vertaald kan worden gesteld dat het gaat om vermogen dat door de verschaffer als 'afgeschreven' dient te worden beschouwd."

Terwijl bijvoorbeeld Davis (1986, p.107)²⁶ de begrippen 'venture capital' en 'venture capital proces' in een nauwe samenhang omschrijft, concludeert Roodenburg (1990, p.27), in een beschouwing over de achtergrond en begripsbepaling van venture capital, op meer expliciete wijze dat venture capital meer een proces is dan een financieringsinstrument.

"Een proces dat bovendien aan verandering onderhevig is en een groot aantal betrokkenen kent", aldus Roodenburg. Vanuit deze procesmatige invalshoek kan venture capital vervolgens worden gedefinieerd als:

'het proces waarbij een specifiek daartoe opgerichte organisatie door deelname in het onder-nemend vermogen van door haar als kansrijk ingeschatte ondernemingen tracht om een, aan de doorgaans door haar te lopen hoge financile risico's gerelateerd rendement te verwezenlijken'.

De redengevende definiëring zoals hiervoor aangegeven in § 2.2, legt een beperking op aan de vorm waarin venture capital kan worden verstrekt, namelijk een financieringsvorm waarbij geen sprake is van rente.

Bij de pragmatische definiëring van § 2.3 kan er daarentegen ook sprake zijn van (converteerbare en/of achtergestelde) leningsvormen waarbij rente verschuldigd is.

Figuur 1 betreft een eenvoudig model van het venture capital proces.

De initiële venture capital transactie bestaat daarbij uit de verstrekking van financiering door de participatiemaatschappij in de vorm van risicodragend vermogen aan een betrokken onder-neming. Vanuit de participatiemaatschappij geredeneerd zal de verwachting daarbij zijn dat op een toekomstig tijdstip de verstrekte geldmiddelen zullen worden terugbetaald door de portfolio-onderneming, door de ondernemer zelf en/of door (een) derde partij(en). Daarenboven zal een beloning worden verwacht voor het ter beschikking stellen van geldmiddelen. De hoogte van deze beloning zal met name de mate van het ingeschatte risico dienen te reflecteren dat de participatiemaatschappij loopt om haar geld te verliezen. Daarnaast zal een compensatie worden verwacht voor de gemaakte kosten verbonden aan de financiële transactie en het beheer van de deelneming. Daarbij zal de reden voor de gevraagde financiering een belangrijke rol spelen. Gedacht kan worden aan redenen zoals liquiditeitskrapte tengevolge van slechte resultaten-ontwikkelingen, liquiditeitskrapte als gevolg van een groei in voorraden en/of debiteuren, gewenste investeringen in materiële vaste activa, onderzoek en (produkt/proces) ontwikkeling, verbetering van balansverhoudingen i.v.m. voorgenomen fusie of overname, uitkoop van aandeelhouders, etc.

Eijgenhuijsen en Scheffer (1996) geven in hun onderzoek naar de kwaliteit van de samenwerking tussen participatiemaatschappij en onderneming aan dat de door participatiemaatschappijen ondersteunde ondernemingen in de meeste gevallen (n=260) venture capital werd aangetrokken om de expansie te financieren, hetgeen in 30% van de respons het geval was. Startfinanciering was in 25% van de gevallen de reden om een participatiemaatschappij in huis te halen. Daarna volgen herplaatsing (20%) en de zogenaamde 'management buy-out' (mbo) met 15,4%.

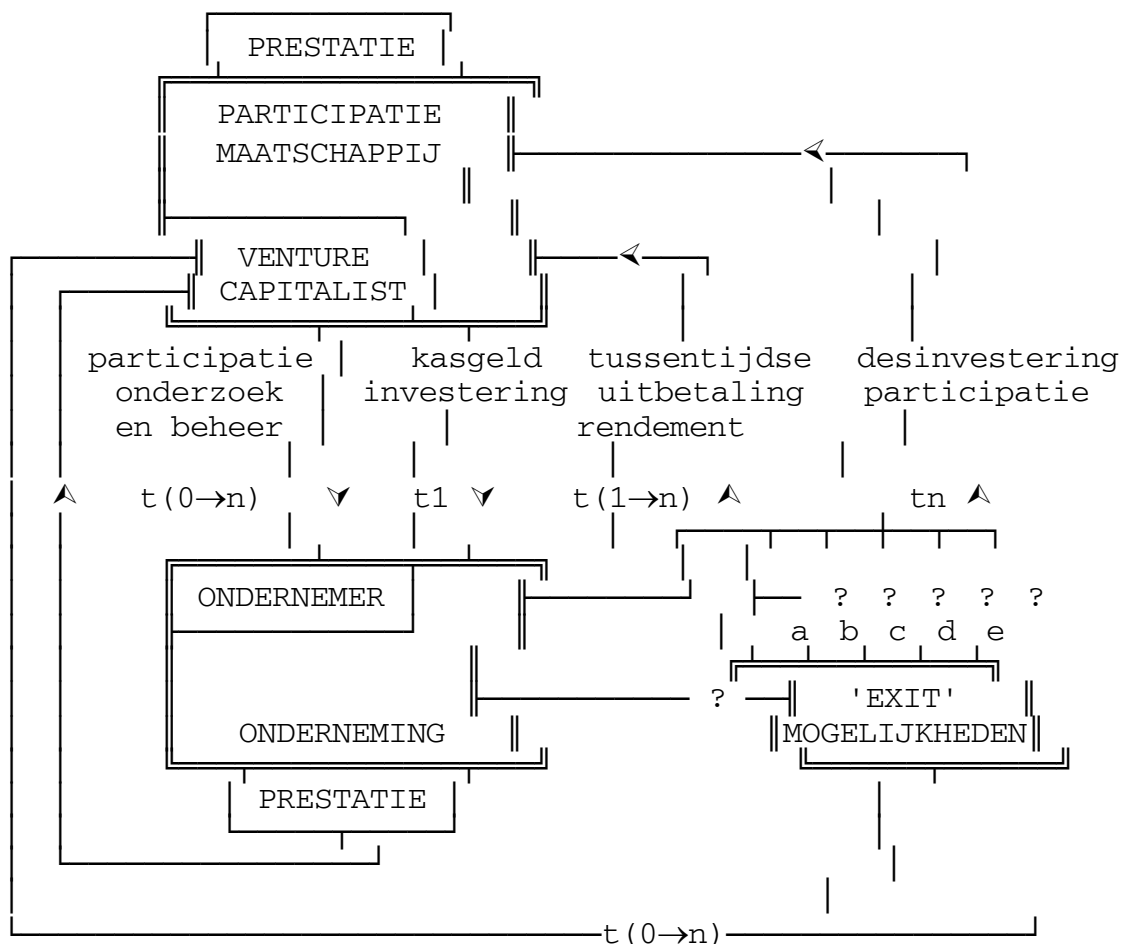
26. Davis karakteriseert venture-capital als: "a long-term investment involving the creation of early-stage companies, the expansion and revitalization of existing businesses, and the financing of management buy-outs of existing divisions of major corporations or privately owned businesses. The venture capitalist participates through equity involvement in the portfolio company, the direct purchase of stock, or a number of different financing methods. In addition the venture capitalist is actively involved in the monitoring of portfolio company progress by bringing experience in investment and financial planning skills to the table. The venture capital process is characterized by a balanced risk-reward analysis, intensive analysis and investigation, individual structuring and tailoring of each investment opportunity, and direct value-added assistance through substantial commitments of time and experience to the portfolio company."

Gelet op het te lopen risico, zal het voor participatiemaatschappijen belangrijk zijn om na het aangaan van een participatie over mogelijkheden (instrumenten) te beschikken die ingezet kunnen worden om niet vooraf ingeschatte herfinancieringen alsmede faillissementen bij de portfolio bedrijven te voorkomen.

Vanaf het moment van de initiële kasgeld investering, zal de participatiecyclus in principe onderbroken worden voor een doorgaans niet van te voren te definiëren tijdsduur. De onzekerheid over de terugbetaling en over het te behalen rendement is dan ook een belangrijk kenmerk van financiële participatie in het risicodragende vermogen van een onderneming.

Tussentijdse uitbetaling van (enig) rendement kan de mate van onzekerheid verkleinen, net als tussentijdse gedeeltelijke desinvesteringen door de participatiemaatschappij.

Figuur 1. Een eenvoudig schema van het venture capital proces



3. Venture capital als vermogensvorm in theorie

Schaarste is een betrekkelijke zaak:
bij veel 'ventures' wordt 'venture capital' gemakkelijk schaars
en bij weinig 'ventures' wordt 'venture capital' gemakkelijk overvloedig.

F. Hartog²⁷

3.1 Inleiding

Uit de procesmatige definitie welke in de vorige paragraaf werd gegeven, blijkt de complexiteit van het begrip venture capital. Net als het begrip venture capital zelf, worden de samenstellende delen van deze procesmatige omschrijving gekenmerkt door diverse interpretaties.

Verskillende achtergronden en invalshoeken blijken daarbij met name bij de theorievorming, doch ook in de praktijk van venture capital een belangrijke rol te spelen.

De vrij dynamische venture capital ontwikkelingen in Nederland welke vanaf 1980 plaatsvonden hebben ook geleid tot wetenschappelijke belangstelling voor dit onderwerp.

Deze wetenschappelijke belangstelling voor venture capital blijkt o.a. uit diverse doctoraal-scripties en universitaire 'working papers' alsmede het in 1990 gepubliceerde promotie-onderzoek van Roodenburg. Voor zover bekend, betreft het hier de eerste Nederlandse dissertatie op het specifieke terrein van venture capital, hetgeen enerzijds de wetenschappelijke belangstelling voor dit onderwerp in Nederland onderstreept, anderzijds een duidelijke indicatie lijkt voor een zeker nieuwe aspect dat aan het hedendaagse venture capital wordt toegekend.

3.2 Venture capital als vermogensvorm

In de vorige paragraaf bleek dat venture capital wel wordt aangeduid met de term 'ondernemend vermogen'. Roodenburg (1990, p.8) stelt dat het onderscheid tussen ondernemend en niet-ondernemend vermogen is gebaseerd op economische criteria en omschrijft dit begrip als volgt: "Bij ondernemend vermogen wordt de afwikkeling van de uit de financieringsovereenkomst voortvloeiende verbintenissen (vergoeding, terugbetaling, bijstorting en dergelijke) afhankelijk gesteld van het ondernemingsresultaat. De vergoeding van het beschikbaar gestelde niet-ondernemende vermogen staat in principe los van de te maken ondernemingswinst of -verlies."

Inzake het onderscheidende karakter van venture capital als groepsaanduiding voor een specifieke vorm van ondernemend vermogen, stelt Roodenburg (1990, pp.14-15), dat er een viertal constanten zijn die venture capital onderscheiden van andere vormen van ondernemend vermogen. Deze vier, door Roodenburg aangegeven constanten zijn:

1. Betrokkenheid;

"Essentieel voor venture capital is de actieve betrokkenheid van de kapitaalverschaffer [sic; lees: vermogensverschaffer] bij de portfolio-ondernemingen. Deze betrokkenheid hoeft evenwel niet noodzakelijkerwijs bij alle ondernemingen en ten alle tijden eenzelfde intensiteit te kennen."

2. Investeringsduur;

"Venture capital onderscheidt zich van andere beleggingen door de duurzaamheid van de relatie. Gemiddeld blijft een onderneming vijf tot acht jaar in portefeuille van een venture capital maatschappij. Deze termijn is in het algemeen nodig om een onderneming in staat te stellen groei te realiseren en daarmee de aandelen in waarde te doen vermeerderen."

27. 1986, p.137

3. Baten;

"De belangrijkste inkomsten van venture capital maatschappijen zijn de vermogens-winsten gerealiseerd uit verkoop van aandelen. Rente-, dividend- en overige inkomsten spelen een ondergeschikte rol. De inkomsten van venture capital maatschappijen zijn derhalve in belangrijke mate afhankelijk van de resultaten van de portfolio-ondernemingen. Het is risicodragend."

4. Selectieproces.

"Voorafgaand aan een actieve betrokkenheid bij de portfolio-ondernemingen, vindt gedetailleerd onderzoek plaats naar de huidige gesteldheid en het toekomstpotentieel van een onderneming. De grondigheid van de selectieprocedure gaat bij venture capital maatschappijen in de regel verder dan bij andere beleggers. (Uiteraard beïnvloedt het feit dat venture capital investeringen vrijwel altijd betrekking hebben op incurante aandelen de selectieprocedure.)".

Ook Wytzes (1996, pp.63-65) geeft aan welke de eigenschappen zijn van venture capital. Hij beperkt zich daarbij tot het benoemen van de eigenschappen van aandelenbezit in de vorm van venture capital. Deze blijken in enige mate overeen te komen met de constanten van Roodenburg, hetgeen niet zo verwonderlijk is, aangezien aandelenbezit een vorm is van ondernemend vermogen i.c. venture capital volgens de definitie die Roodenburg daaraan geeft.

De aspecten die door Wytzes worden genoemd betreffen:

a. Plaatsing;

"Het wordt veelal onderhands geplaatst, voornamelijk bij individuele 'venture capitalists' of dito participatiemaatschappijen."

b. Bezit;

"Er is sprake van een illiquide bezit en de aandelen zijn geruime tijd dividendloos."

c. Baten;

"De risico's zijn hoog en de baten worden voornamelijk gevormd door waardeverhoging van het bezit, te realiseren bij verkoop. Deze waardeverhoging is een gevolg van het succesvol op de markt brengen van nieuwe diensten of producten en niet van algemene koersstijgingen ter beurse. De verkoop van het bezit kan optreden bij introductie op de beurs, doordat de onderneming de aandelen inkoopt dan wel de aandelen aan de andere participanten worden overgedragen."

d. Transactiekosten.

"De transactiekosten zijn aanzienlijk wegens het grondige en tijdrovende onderzoek dat aan eventuele participatie voorafgaat, terwijl ook naderhand frequent contact tussen de leiding en venture capitalist optreedt."

We zien hier dat Wytzes twee aanvullende constanten noemt bij de vier die door Roodenburg worden aangegeven, namelijk die van plaatsing en die van bezit.

Naast het door Wytzes genoemde aspect van onderhandse plaatsing, hetgeen impliceert dat venture capital organisaties en ondernemingen bekend dienen te zijn met de vraag naar, respectievelijk het aanbod van venture capital, kunnen we, het voorgaande in aanmerking nemende, de hoofdkenmerken van venture capital samenvatten zoals in Figuur 2 is weergegeven.

Figuur 2. Hoofdkenmerken van Venture Capital

----->			
Hoge transactiekosten	Illiquide bezit	Actieve betrokkenheid	Uitgestelde, onzekere baten

In het verlengde hiervan lijkt het belangrijk te weten wanneer door ondernemers een beroep zal worden gedaan op venture capital. De 'Pecking Order' theorie van Myers (1984) geeft hierop een antwoord. Myers gaat er bij deze Pecking Order theorie van uit dat ondernemingen bij de keuze van de financieringsmiddelen die men zal aanwenden een bepaalde volgorde prefereren. Ingehouden winsten staan vooraan in deze volgorde en extern aandelenvermogen helemaal achteraan. Laveren (1991) geeft aan dat deze Pecking Order benadering niet uit een deductief-logische redenering voortkomt overeenkomstig het denken in termen van een verhoging van de marktwaarde van de onderneming op de kapitaalmarkt.

"Zij steunt op een inductief-generaliserende redenering, waarbij de handhaving van continuïteit en levensvatbaarheid van de onderneming in termen van financiële mobiliteit en het vermijden van illiquiditeit een centrale rol speelt..... De Pecking Order theorie is een dynamisch verhaal. De winstgevendheid en de investeringsbehoeften van de onderneming bepalen mede de waarge-nomen kapitaalstructuurverhouding.", aldus Laveren.

Een samenvatting van deze Pecking Order theorie is in Tabel 3 weergegeven.

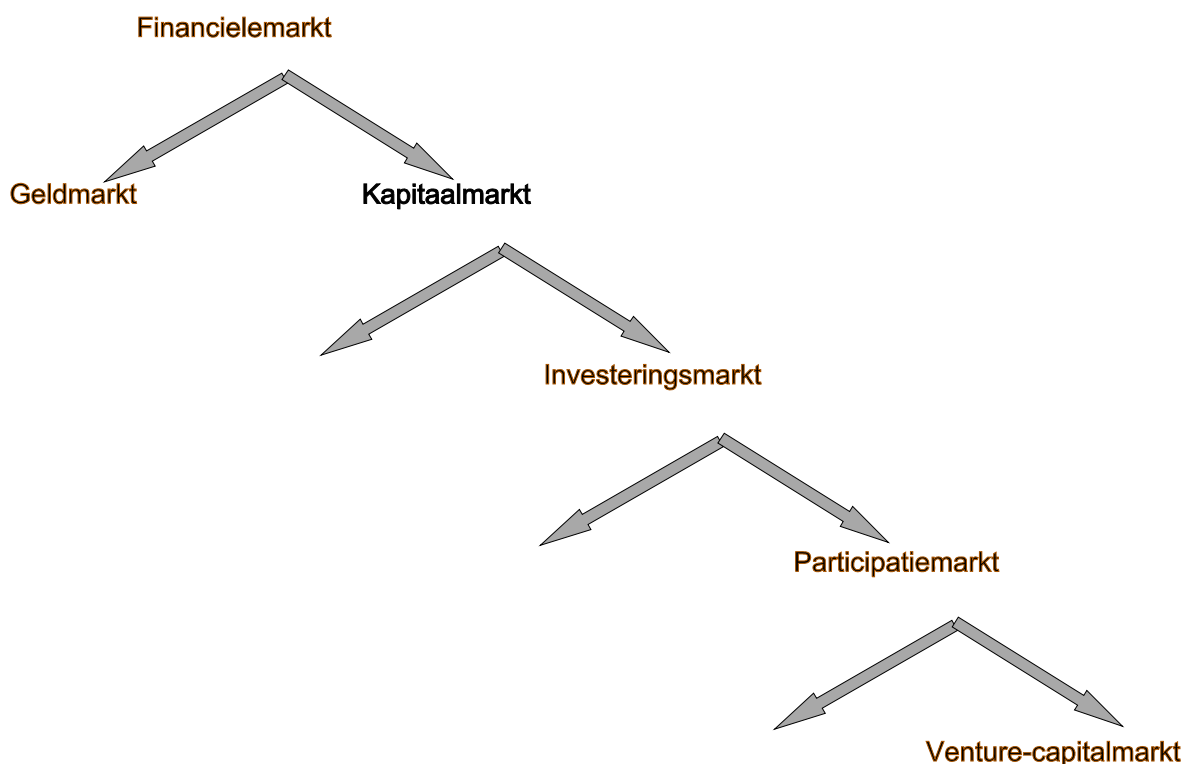
Tabel 3. Samenvatting Pecking Order theorie

-
1. Ondernemingen verkiezen interne financieringsmiddelen.
-
2. Door ondernemingen nagestreefde vermogens-ratio's bij dividend uitbetaling worden aangepast aan de zich voordoende investeringskansen.
-
3. Als gevolg van de aarzeling om dividenden te verlagen en als gevolg van onvoorspelbare fluctuaties in winstgevendheid, alsook van de beschikbare investeringskansen, zullen de interne middelen soms onvoldoende zijn en op andere tijdstippen meer dan voldoende.
-
4. Indien externe financiering nodig is, zullen ondernemingen het "veiligste" financierings-instrument eerst kiezen, d.w.z., gewone schulden, dan converteerbare schulden en ten slotte aandelen.
-

Bron: Myers (1984), Laveren (1991)

Analoog aan de Pecking Order theorie van Myers geeft Donaldson (1984, pp.156-160) aan dat financiële onafhankelijkheid de voornaamste management strategie is om de grip van de vermogensmarkt op haar onderneming lossers te maken. "By relying on internal equity funding and a conservative, arm's length debt policy, it (the strategy of financial self-sufficiency) is designed to ensure that the corporation will never have to come to the market to fund a vital strategic need that cannot be deferred. When the strategy is successful, management controls the use of these resources totally and avoids all negotiations with external parties.....given a choice, the typical nonregulated industry manager is likely to opt for a smaller amount of capital, which he can control completely and on which he or she can plan with confidence, rather than a larger amount subject to more negotiation with external parties and less certain in magnitude and timing", aldus Donaldson. De NIB (1992, pp.25-40) geeft aan dat hoewel een voorkeur voor interne bronnen wellicht verklaarbaar is, dit nog niet betekent dat het door Myers beschreven gedrag ook altijd het meest verstandig is. "Met name Donaldson²⁸ heeft zich hier duidelijk over uitgelaten. Zijn advies is om de neiging de 'gemakkelijkste' bron van vermogen als eerste aan te wenden, zoveel mogelijk te onderdrukken en in plaats daarvan die vorm te kiezen die binnen de beschikbare tijdsruimte nog juist te mobiliseren is; op die wijze behoudt de onderneming voor zichzelf de grootste bewegingsvrijheid voor toekomstige situaties", aldus de NIB.

Figuur 3. Samenhang op de financiële markt



Bron: Hartog, 1986, pp. 100 e.v.

28. Zie: G. Donaldson, (1969), Strategy for financial mobility, Division of Research, Graduate school of Business Administration, Harvard University, Boston, Mass. en van dezelfde auteur (1969), 'Strategy for financial emergencies', Harvard Business Review 47 no.6, 67-79.

Hartog (1986, pp. 100 e.v.) beschouwt vanuit een samenhang op de financiële markt, de markt voor venture capital als deelmarkt van de 'participatiemarkt'. Deze samenhang is in figuur 3 weergegeven, waarin de 'financiële markt' het geheel van geldverschaffing tegen rente of winst omvat. Deze wordt opgedeeld in 'geldmarkt' en 'kapitaalmarkt'. De geldmarkt betreft korte termijn transacties, op de kapitaalmarkt spelen zich de transacties op langere termijn (> 1 jaar). Het deel van de kapitaalmarkt waar geld wordt verschaft aan het bedrijfsleven wordt door Hartog 'investeringsmarkt' genoemd. Een onderdeel van deze investeringsmarkt is de participatiemarkt waarvan de markt voor venture capital in figuur 3 op haar beurt weer een deelmarkt is. Het begrip 'venture capital' wordt door Hartog beschouwd als risicofinanciering die met name aan jonge, startende ondernemingen wordt verstrekt. Alhoewel er theoretisch in verband met de herkomst van het begrip 'venture capital' veel pleit²⁹ voor deze begripsomschrijving van Hartog, moet geconstateerd worden dat er met deze nauwe definitie in Nederland nauwelijks sprake is van een geïnstitutionaliseerde 'venture capital' markt.

Dit kan bijvoorbeeld worden afgeleid uit het feit dat, zoals in de eerste paragraaf van hoofdstuk I reeds werd aangegeven, dat in Nederland volgens gegevens van de NVP op jaarbasis gemiddeld (slechts) zo'n f 80 miljoen in de zogenaamde vroege fase van ondernemingen wordt geïnvesteerd. In 1993 ging het hier om een totaal investeringsbedrag van f 45 miljoen, terwijl in 1994 ruim f 85 miljoen werd geïnvesteerd in jonge ondernemingen. Met deze bedragen werd zowel in 1993 als in 1994 door het geïnstitutionaliseerde venture capital in totaal in slechts 26 jonge (startende) Nederlandse ondernemingen geïnvesteerd. In het spraakgebruik zien we dat aan venture capital in Nederland doorgaans een breder begrip wordt toegekend dan dat van risicofinanciering voor startende ondernemingen. De NVP (1995 [a], p.19) geeft bijvoorbeeld aan dat binnen de venture capitalbranche in Nederland de laatste jaren een trend waarneembaar is richting latere-fase-investeringen.

Twee redenen worden van groot belang geacht bij de verschuiving van vroege- naar latere-fasefinanciering door participatiemaatschappijen. Ten eerste een geleidelijke afschaffing van de PPM-garantieregeling, en ten tweede de rentabiliteitsverschillen tussen vroege- en late-fasefinancieringen. Hoewel, zoals eerder in § 1 van Hoofdstuk I werd aangegeven, de gemiddelde rentabiliteit op venture capital-financieringen relatief hoog is, namelijk 13 procent (vóór beheerskosten)

29. Bouma (1994), geeft bijvoorbeeld aan dat het verschijnsel 'venture capital' zoals dat wordt gebruikt om de activiteiten en bedoelingen van de leden van de NVP in de regelmatig bijgewerkte NVP Jaarboeken te omschrijven, enige 'verwatering' vertoont in vergelijking met de omschrijving van het klassieke begrip 'venture capital'. "Venture capital in zijn klassieke vorm vond zijn oorsprong in de USA, en was gericht op het verschaffen van risicodragend vermogen aan ondernemingen die in de beginfasen van hun ontwikkeling verkeren. Hiertoe worden mede gerekend de fasen die aan de start vooraf gaan, zoals onderzoek, ontwikkeling en 'testing'. Op zichzelf is deze financiering niet opzienbarend, want ook in het verleden is het herhaaldelijk voorgekomen dat welgestelde families of individuen startkapitalen hebben verschaft voor de oprichting en verdere ontwikkeling van risicovolle ondernemingen. Het nieuwe van de 'venture capital' verschaffing in 1946 was, dat zij bedrijfsmatig geschiedde". Volgens Bouma verraadt het simpele feit dat er voor het begrip 'venture capital' geen algemeen aanvaarde Nederlandse term beschikbaar is, de onwennigheid waarmee in kringen van het bedrijfsleven met het betrokken fenomeen wordt omgegaan. Hij stelt daarbij dat het begrip 'venture capital' door niet-ingewijden moeilijk te vatten is, vooral ook omdat het in de loop van zijn bestaan voortdurend van inhoud verandert.

Bouma geeft verder aan dat Bygrave en Timmons (1992, p.31) opmerken dat de huidige 'venture-capital'-markt, beoordeeld naar volume en mentaliteit, lichtjaren ver afstaat van haar voorgangster van tien jaar geleden. De belangrijkste verandering bestaat hierin, dat de klassieke 'venture capital'-bekwaamheden die 'waarde creëerden' door het oprichten van ondernemingen, het tot bloei brengen, en het deskundig afwickelen van de deelneming (ook in de reële sfeer), hebben plaats gemaakt voor kundigheden op het gebied van de 'financial engineering'. "Deze kundigheden zijn toegespitst op het sluiten van transacties op financiële markten, het construeren van overeenkomsten en het genereren van provisie. Als gevolg hiervan is de belangstelling in overwegende mate gericht op korte-termijn-voordelen. Het 'neo venture capital' wordt door Bygrave en Timmons aangeduid als 'merchant capital'. Hiermee wordt gesuggereerd dat het bedrijf van het verschaffen van ondernemend vermogen aan jonge ondernemingen wordt uitgeoefend met de zakelijke mentaliteit van een specialist op het gebied van 'Management Buy Out' of 'Leveraged Buy Out'. Aldus heeft het kunnen gebeuren dat er in een situatie waarin risicodragend vermogen 'in overvloed' beschikbaar is, geen goede formule kan worden gevonden om kleine, startende ondernemers op gepaste wijze aan vermogen te helpen, en hen op deskundige wijze te ondersteunen", aldus Bouma.

over de periode 1986 tot en met 1995, blijkt dat vooral startersfinanciering niet geslaagd is. Er wordt volgens de NVP geen extra premie ontvangen voor het aan starters-financiering verbonden risico.

Bij de participatiemarkt is een aantal soorten van aanbieders van 'venture capital' te onderscheiden, waaronder de eerder in dit hoofdstuk reeds genoemde participatiemaatschappijen die het geïnstitutionaliseerde aanbod vertegenwoordigen en een groep van aanbieders die zich als particuliere investeerders in niet-beursgenoteerde ondernemingen aandienen.

Bij deze laatste groep kan weer onderscheid gemaakt worden tussen familieleden die een ondernemer (co)-financieren en vermogende buitenstaanders die een deel van hun vermogen beschikbaar stellen aan vaak jonge, groeiende ondernemingen.

Deze laatste worden in de literatuur veelal aangeduid met de Anglo-Amerikaanse begrippen 'informal investor' of 'business angel'.

Schuit en Van Wijk (1994, p.22) definiëren het begrip 'informal investor' als:

"Een particulier investeerder die actief betrokken is bij investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen waarbij hij het management ondersteunt door het inbrengen van op eigen ervaring gebaseerde specifieke operationele kennis en vaardigheden."

Uit deze definitie blijkt dat 'informal investors' zich over het algemeen niet beperken tot het verstrekken van geld, maar zich ook nadrukkelijk bemoeien met het ondernemingsbeleid. De 'informal investor' is blijkens onderzoek door Schuit en Van Wijk veelal alleen actief in die bedrijfstak of sector die hij vanuit zijn eigen (ondernemers-) carrière goed heeft leren kennen.

Schattingen over de hoogte van het geïnvesteerd vermogen van informal investors in Nederland lopen uiteen van enkele honderden miljoenen guldens (Van Peer, 1988) tot circa f 2 miljard (Schuit en Van Wijk, 1994). Eerder zagen we in § 2.3 van dit hoofdstuk dat het in Nederland door participatiemaatschappijen geïnvesteerde vermogen ca. f 3,1 miljard bedraagt, zodat op basis van deze schattingen de totale omvang van de Nederlandse participatiemarkt voor niet-beursgenoteerde ondernemingen buiten de investeringen door ondernemers en hun familieleden op zo'n f 4 miljard à f 5 miljard kan worden gesteld.

Zowel Schuit en Van Wijk (p. 62) als de NVP (1995, p. 47) indiceren dat informal investors en participatiemaatschappijen elkaar in belangrijke mate completeren, waarbij de activiteiten van de informal investor relatief belangrijker zijn in de vroege fase-investeringen.

3.3 Risico en rendement

Een participatiemaatschappij bepaalt zijn rendementseis op basis van zijn inschatting van de aanwezige risico's en onzekerheden. Uitgaande van het zgn. Capital Asset Pricing Model (CAPM) zal bij wijziging van het verwachte risico de rendementsverwachting eveneens wijzigen in gelijke richting (Blokland en Schilder, 1990). Het CAPM als theorie beschrijft de markrelaties die in evenwichtstoestand resulteren indien de investeerders zich gedragen op de wijze voorgescreven door portfolio-theorie. Portfolio-theorie is normatief en laat zien hoe beleggers zich zouden moeten gedragen. Het zegt niets over de wijze waarop prijzen van individuele aandelen zich aanpassen aan verschillen in risico. De portfolio-theorie zoals die door Markowitz³⁰ is ontwikkeld wordt door Bilderbeek (1986, p.113) als volgt samengevat:

30. Voor een uitvoerige beschrijving van de portfoliotheorie, zie: Markowitz H, 1959.

1. De twee relevante kenmerkende factoren van een portfolio zijn het verwachte rendement en de risicograad;
2. Rationele beleggers zullen kiezen voor efficiënte portfolio's, d.w.z. die portfolio's welke het verwachte rendement maximaliseren bij een bepaalde risicograad of, als gelijkwaardig alternatief, welke het risico minimaliseren bij een bepaald verwacht rendement;
3. Het is theoretisch mogelijk om efficiënte portfolio's samen te stellen door t.a.v. ieder aandeel een goede gegevens-analyse uit te voeren m.b.t.:
 - het verwachte rendement,
 - de variatie in dat rendement,
 - de verbanden tussen het rendement van een aandeel en dat van ieder ander aandeel;
4. De in (3) genoemde informatie kan worden gebruikt om een set efficiënte portfolio's te specificeren, d.w.z. bepaald wordt welk gedeelte van de fondsen van de belegger in elk der aandelen moet worden geïnvesteerd teneinde te komen tot een efficiënte portfolio.

Uit de marktrelaties die Sharpe's (1964) CAPM³¹ beschrijft kunnen de relevante maatstaven voor het risico van portfolio's en voor individuele aandelen worden afgeleid. Sharpe's vereenvoudigde aannamen daarbij zijn: (Zie: Bilderbeek, 1986, p.123-124)

1. risicomijdend gedrag;
2. identieke tijds horizon en verwachtingen van alle beleggers m.b.t. ieder aandeel zijn gelijk;
3. identieke leen- en uitleenpercentages;
4. geen belastingen en transactiekosten;
5. rationale investeerders, d.w.z. efficiënt in de zin van Markowitz.

Bilderbeek³² geeft daarbij aan dat in het kader van het CAPM rendement en risico op elkaar afgestemd worden door combinatie van enerzijds lenen/uitleenen en anderzijds beleggen in één enkele risico-dragende portfolio, de marktportfolio. Als de twee belangrijkste implicaties van het model van Sharpe noemt Bilderbeek:

1. Het rendement op efficiënte portfolio's is een lineaire functie van de risicograad, verbonden met deze portfolio's, waarbij de risicograad wordt gemeten door de standaard-deviatie. Deze implicatie wordt door onderzoeksresultaten ondersteund;
 2. Het rendement op individuele aandelen wordt bepaald door hun bijdragen aan de risico-grad van portfolio's, zoals gemeten met β ³³.
- Anders gezegd zal de risico-premie op ieder aandeel (of portfolio) een lineaire functie zijn van diens risicograad, gemeten door β . Deze tweede implicatie wordt nog niet overtuigend door onderzoeksresultaten ondersteund.

31. Soenen (1982) geeft aan dat dit model van prijsvorming in de kapitaalmarkten door Sharpe en Lintner (1965) gelijktijdig en onafhankelijk werd ontwikkeld.

32. "De markt vertegenwoordigt hier de uiterste grens van efficiënte diversificatie, die in een portfolio van risico-dragende aandelen kan worden bereikt. Het is de optimale risico-dragende portfolio", aldus Bilderbeek.

33. The beta coëfficiënt (β) measures sensitivity of rates of return on a portfolio or on a particular security to general market movements. If the beta is 1.0, a 1 percent increase in the return on the market will result, on average, in a 1 percent increase in the return on the particular portfolio or asset. If beta is less than 1.0, the portfolio or asset is considered to be less risky than the market. Beta is the regression coëfficiënt of the rate of return on the market in the market model equation, $R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$ for a particular security i , where R_i is the rate of return on i , R_M is the rate of return on the market, α_i and β_i are parameters, and e_i is a random variable with an expected value of zero. An estimate of the beta coëfficiënt of a portfolio is a weighted average of the betas of the portfolio's components assets (zie: Bilderbeek, 1986, pp.135-136).

Gerke (1992, p.6) stelt dat het Capital Asset Pricing Model en de 'asset pricing theory', theoriën zijn voor grote en erg bekende bedrijven die met een groot volume op aandelenbeurzen in de Verenigde Staten, Europa en Japan staan genoteerd, waarbij zelfs voor deze bedrijven geen volledige markt-efficiëntie bestaat. Desondanks is volgens Gerke informatie betreffende deze bedrijven dermate goed geanalyseerd en gepubliceerd dat, voor deze bedrijven, diverse aspecten van de theorie over efficiënte markten geldig kunnen zijn. Dit in tegenstelling met middelgrote bedrijven waarvoor een geheel andere marktsituatie geldt.³⁴

De NIB (1993, pp.30-41), geeft daarnaast twee andere problemen met het CAPM ("en in ruimer verband: van de hele theorievorming rond de kapitaalmarkt") aan.

Een principieel niet-overwonnen probleem van het CAPM is volgens de NIB het op een realistische manier omgaan met veranderingen die zich in de loop van de tijd voordoen:

"Het CAPM is in de basis ontwikkeld als een zogenaamd één-periode model.....een meer-perioden model is alleen te bouwen als er zoveel vaste verbanden tussen heden en toekomst worden verondersteld dat van een meer-perioden model geen sprake is."

Het tweede probleem dat de NIB terzake van het CAPM aansnijdt betreft gebruik van het model wanneer naar het risico³⁵ vanuit bank-optiek wordt gekeken. Gezien de β alleen die risico's meet die niet door diversificatie te vermijden zijn, gaat het volgens de NIB dus maar om een gedeelte van de fluctuaties in de opbrengstenstroom van een bedrijf:

"Maar voor een bankier, die voor zijn rente en aflossing afhankelijk is van de vraag of de totale opbrengstenstroom toereikend is om de contractuele verplichtingen na te komen, is wel degelijk de gehele fluctuatie van de opbrengstenstroom van belang. Failliet is failliet, of dat nu kwam door systematische oorzaken of door niet-systematische oorzaken. Weliswaar kan de aandeelhouder dit aspect voor een (belangrijk) deel wegdiversificeren in een grote aandelen-portefeuille, waarin tegenover grote verliezen ook grote opbrengsten bij andere posten staan, maar in een kredietportefeuille ligt dit anders. Hoewel natuurlijk ook daar tot op zekere hoogte de wet van de grote getallen zijn werk doet (hetgeen nog niet per definitie hetzelfde is als goed diversificeren), is de bank in tegenstelling tot de aandelenbelegger in zijn opbrengsten gemaxi-meerd tot de overeengekomen rente en aflossing."

Het verstrekken van aandelenvermogen in combinatie met (achtergestelde) leningen door participatiemaatschappijen zal derhalve een zekere beperking van de theoretische rendementsmogelijkheden met zich mee brengen, waarbij de rendementsmogelijkheden bij een goed gediversificeerde portefeuille mede afhankelijk zullen zijn van de verhoudingen tussen investeringen in aandelenvermogen en (achtergestelde) leningen.

Deze problematiek is bij participaties desgewenst gedeeltelijk op te vangen door middel van bijvoorbeeld een ten koste van de overige aandeelhouders evenredige verlaging van de voor aandelen te betalen prijs dan wel het zonder prijsverhoging verwerven van (hoogrendement) cumulatief preferente volledig winstdelende aandelen.

34. "If their owners try to realize the enterprise value they are confronted with moral hazard and adverse selection problems (Darrough/Stoughton 1986, p.501) which make the market for Initial public offerings of those enterprises very incomplete. There exist asymmetric information levels between the entrepreneur and the potential shareholders who normally have no means of finding out whether the entrepreneur is offering them a fair value and realistic information or a cheat (Pratt/Zeckhauser, 1985). The entrepreneur who tries to realize a part of the value of his firm has a very good insider knowledge of his staff, products, machinery and further assets, while the shareholder has to invest much money in information gathering to avoid hidden action and hidden information as described by Arrow (Arrow, 1985, p.38)", (Gerke, 1992, pp.6-7).

35. Naast onderscheid in financieringsfasen c.q. levensfasen van bedrijven, zijn ook produkten en bedrijfstakken te onderscheiden naar de levensfase waarin wordt verkeerd. De NIB (Jaarverslag 1992, pp.36-38) voegt in verband hiermee de elementen 'wisselvalligheid van opbrengsten' en 'groei' als risicodimensie toe aan het statische risicobegrip waarmee het CAPM werkt. Uitgaande van deze twee elementen, ontwikkelde de NIB een matrix-model t.b.v. de meting van bedrijfstakrisico's. Daarbij is in de 'wisselvalligheid bij opbrengsten' zowel het systematische als het niet-systematische risico inbegrepen.

Volgens Bouhuys (1991, p.14) is de door de venture capitalist (gewenste) rendementseis niet zonder meer eenduidig te verklaren, aangezien de rendementseis een voortvloeiende van subjectieve schattingen is die per venture capitalist zullen verschillen.

"Feitelijk wordt met de rendementseis bij de ondernemer een prijskaartje neergelegd voor het ter beschikking te stellen vermogen. Op basis hiervan wordt een premie of agio, dan wel disagio verrekend op de nominale kapitaaldeelname [sic; lees: vermogensdeelname] door de venture capitalist ... Voor het verstrekken van leningen geldt in beginsel een dergelijke rendementseis niet. Wel zal het af te spreken rentepercentage in verhouding staan tot het geschatte risico. Indien sprake is van leningen waarbij op termijn de mogelijkheid bestaat dat deze kunnen worden omgezet (geconverteerd) in aandelen, gaat de rendementseis, zij het nu met enige vertraging, weer een rol spelen. Deze komt dan in eerste aanleg tot uiting in de conversiekoers", aldus Bouhuys.

4. Venture capital als empirische vermogensvorm

Sound risk capital research is founded upon an understanding of the entrepreneurial process, the role of risk capital in that process, and the diverse forms, functions, and sources of risk capital.

W.E. Wetzel Jr³⁶

4.1 Financieringskeuze van ondernemers

Bij het verwerven van financieringen blijken ondernemingen er in de praktijk een duidelijke voorkeursvolgorde op na te houden, welke consistent lijkt met de hiervoor aangegeven 'Pecking Order'-theorie van Myers. Burns e.a. (1992) geven als empirisch onderzoeksresultaat³⁷ aan, dat ondernemers in de praktijk bij verschillende financieringsmogelijkheden een bepaalde selectie-volgorde prefereren. Deze volgorde is in Tabel 4 weergegeven.

Tabel 4. Financieringsvoorkeur van ondernemers

-
1. Interne financiering
 2. Commerciële leningen: A. Kortlopende leningen
 - B. Rekening Courant faciliteiten
 - C. Langlopende leningen
 3. Gesubsidieerde leningen
 4. Lease en huurkoop
 5. Aandelenvermogen
-

Bron: Burns e.a. (1992)

Uit dit onderzoeksresultaat van Burns e.a. kan worden afgeleid dat venture capital in de vorm van aandelenbezit, door ondernemers als een laatste financieringsmogelijkheid wordt gezien, welke eerst dan zal worden overwogen wanneer is gebleken dat andere theoretische mogelijkheden in de praktijk niet of onvoldoende voorzien in de financieringsbehoefte van de onderneming.

Een verklaring hiervoor wordt aangedragen door de NIB, die in haar jaarverslagen van 1980 en 1981 specifiek op dit onderwerp ingaat. In de eerste plaats valt het de NIB (1981, pp.14-15) op, dat wanneer men het terrein van risicodragend vermogen met zijn vele en verschillende mogelijkheden overziet, dat er eigenlijk zo weinig effectieve vraag naar risicodragend vermogen in Nederland wordt uitgeoefend.

36. Wetzel Jr, 1982, p.140

37. Voor het onderzoek van Burns e.a., werd gebruik gemaakt van de 3i/Cranfield 'European Enterprise Centre data-base welke meer dan 6000 ondernemingen bevat. Het onderzoek vond plaats in juni/juli 1992. Het onderzoeksrapport 'Financing Enterprise in Europe' omvat de meningen van 739 responderende ondernemingen uit Engeland (156), Frankrijk (168), Duitsland (151), Italië (129) en Spanje (135).

"Dit ziet men ook bij de bestaande activiteiten waarbij wij betrokken zijn, waarvan de ontwikkeling tot dusver is achtergebleven bij hetgeen men gezien het veronderstelde tekort aan risico-dragend vermogen zou mogen verwachten. Bij alle beschouwingen over de oorzaken daarvan, komen steeds weer twee kardinale punten naar voren bij die ondernemingen die een familie-karakter hebben of sterk door één persoon in de leiding worden gedomineerd, te weten: de bewust of onderbewust sterk verankerde weerstand een medeparticipant binnen te halen, en de prijs waartegen de nieuwe participant mag toetreden, of anders gezegd de koers die hij voor de nieuwe aandelen moet betalen", aldus de NIB.

Tabel 5.Externe (langlopende) financiering van familiebedrijven

a.	Lange termijn kredieten van een bank	70,3%	
b.	Leasing	32,0%	
c.	Achtergestelde leningen	16,4%	
d.	Vermogen van participatiemaatschappijen	1,6%	
e.	Overig		4,7%

Bron: van der Loo, Schuit en Cassee (1993, p.92)

Donckels (1993), geeft als conclusie van onderzoek, uitgevoerd in België door de Katholieke Universiteit Brussel, aan dat familiebedrijven in eerste instantie vrij gesloten op zichzelf gerichte systemen zijn. "Zowel het fixeren van de doelstelling als de allocatie van de beschikbare middelen, worden in zeer belangrijke mate beïnvloed, zo niet gedomineerd, door de familie-banden. Globaal genomen is het familiaal karakter veeleer een rem op de groei, dan een stimulans om vooruit te gaan", aldus Donckels die daarbij opmerkt dat 65% van de groeigerichte bedrijven in België zowel eigendom als management binnen de familie willen houden.

Schuit en van de Loo (1993) stellen dat het overgrote deel van de Nederlandse ondernemingen uit familiebedrijven bestaat. "Het familiebedrijf onderscheidt zich van een niet-familiebedrijf door met name de belangenverstrengeling tussen de familie, het bedrijf en de eigenaren. Enkele belangrijke gevolgen van deze belangenverstrengeling zijn de emotionele verbondenheid met het bedrijf, de invloed van de familiecultuur op de onderneming en het lange termijn denken."

Onderzoek³⁸ door Loo, Schuit en Cassee (1993) naar financieringsaspecten van het familie-bedrijf³⁹ toont aan dat slechts 1,6% van de onderzochte bedrijven gebruik maakt van door participatiemaatschappijen verstrekt vermogen (zie Tabel 5).

38. Alhoewel gezien de gebruikte selectiemethode de resultaten van het onderzoek niet representatief is voor alle bedrijfstakken in het Midden- en Kleinbedrijf (MKB), kan volgens Loo, Schuit en Cassee wel van een a-selecte steekproef worden gesproken binnen het MKB.

39. Het begrip familiebedrijf wordt daarbij gedefinieerd als een bedrijf waarbij:

1de zeggenschap over de onderneming bij de familie ligt, uit hoofde van inbreng van een meerderheid van het ondernemingsvermogen dan wel door het bezit van prioriteitsaandelen, gecombineerd met een of meer belangrijke positie(s) van de familie in de dagelijkse leiding dan wel in een controlerend orgaan van het bedrijf; en

2ade leiding en eigendom van de onderneming al minstens twee generaties in handen van de familie zijn; of

2bde leiding en eigendom nog in handen van de eerste generatie (de stichters) zijn en de familie de intentie heeft om het bedrijf in de toekomst in handen van de familie te houden.

"Op de vraag op welke wijze de laatste grote verandering in het bedrijf werd gefinancierd (uitbreiding productieproces of produktenprogramma), antwoordde 68% van de bedrijven dat gebruik was gemaakt van winstinhouding. Daarnaast had 39% een lening van de bank en 6% een lening van de familie aangetrokken... Slechts 3% maakte gebruik van een andere bank dan de huisbank. Leasing werd in 13% van de gevallen genoemd. Overige vormen van financiering zijn te verwaarlozen. Wordt dit vergeleken met de plannen voor de toekomst, dan denkt 83% van de ondernemers deze plannen te financieren door middel van winstinhouding, 63% door middel van een (aanvullende) lening van de huisbank en 11% door middel van een (aanvullende) lening van een andere bank dan de huisbank. Blijkbaar verwacht men dat de winstinhouding niet genoeg zal zijn om de plannen te kunnen financieren. Bovendien wordt verwacht dat hiervoor steeds vaker een beroep zal (moeten?) worden gedaan op een andere bank", aldus Loo, Schuit en Cassee. Ook een conjunctuur-enquête door 'Vraag & Aanbod' (1992) bevestigt dat in de financieringspraktijk in Nederland aandelenparticipaties relatief weinig voorkomen. Eén van de conclusies van dit enquête-onderzoek is dat verreweg de meeste bedrijven (69,1%)⁴⁰ hun financiering uit eigen vermogen halen. Het rekening-courantkrediet is voor ruim een kwart (25,5%) van alle bedrijven die aan de enquête deelnamen een aanvulling op het eigen vermogen. Schulden op middellange of lange termijn leveren de gehele of gedeeltelijke financiering in 22,5% van alle bedrijven (Hetgeen impliceert dat een aantal bedrijven niet [meer] beschikt over een eigen vermogen, dan wel functioneert met een negatief eigen vermogen. Dit verschijnsel komt in de praktijk in uitzonderingsgevallen wel voor indien financiers onvoldoende dekking in hun zekerheden hebben en zij met de ondernemer mogelijkheden zien dat hun vordering op termijn kan worden ingelost). Aandelen en obligaties (3,4%) en participatie/venture capital (1%) zijn weinig voorkomende financieringsvormen in de 'Vraag & Aanbod' lezerskring. Per bedrijfs-grootte bleken er daarbij nauwelijks verschillen te zijn.

Naast de constatering dat er aan de kant van de ondernemingsleiding dan wel de bestaande aandeelhouders vaak grote huiver bestaat om nieuwe aandeelhouders te laten toetreden, nog afgezien van de prijs waartegen dit zou moeten gebeuren (de koers die de nieuwe aandeelhouder zou moeten betalen), geeft de NIB (1982, p.9) aan, dat er weerstand tegen financiering met aandelenvermogen bestaat die vooral ingegeven wordt door de fiscaal ongelijke behandeling van de beloning bij aandelen en die bij leningen. Deze fiscaal ongelijke behandeling komt o.a. tot uitdrukking in de vermogensbelasting die bij uitgifte van aandelen moet worden betaald, alsmede bij de voor de Vennootschapsbelasting geldende aftrekbaarheid van rente op (achtergestelde) leningen. De verwachting van de NIB is dat de belangstelling bij ondernemingen voor achter-gestelde leningen groter zal zijn dan voor de uitgifte van nieuwe aandelen.

"Zolang er nog zoveel weerstanden zijn bij ondernemingen en hun aandeelhouders tegen het aantrekken van nieuw aandelenvermogen mag worden verwacht dat er van de kant van de ondernemingen meer dan gewone belangstelling zal bestaan voor de financiering met achtergestelde leningen", aldus de NIB.

Naast de in Tabel 5 weergegeven onderzoeksresultaten van Loo, Schuit en Cassee, bevestigen uitkomsten van een pan-Europees onderzoek door Bygrave e.a. (1992)⁴¹ de verwachting van de NIB dat de belangstelling bij ondernemingen voor achtergestelde leningen groter is dan voor de uitgifte van nieuwe aandelen.

Dit laatste aspect speelt ook een belangrijke rol bij herstructureringen in de aandeelhouders-structuur zoals bij zogenaamde Buy Out (MBO/MBI) situaties.

40. In de regio West-Nederland lijkt volgens de enquête het aantal ondernemingen met eigen vermogen als kapitaalbron aanzienlijk hoger (80,9%) dan elders in het land.

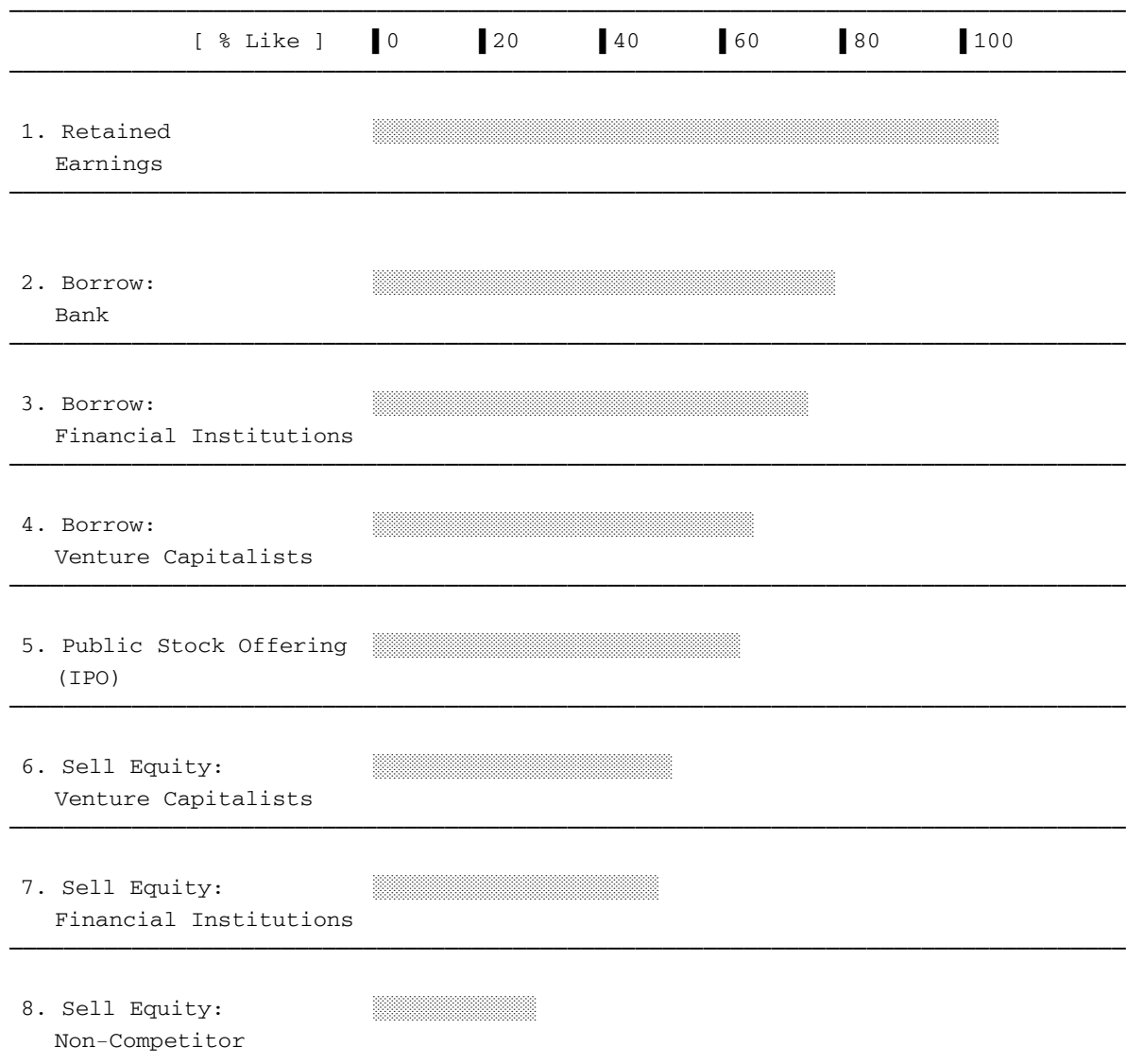
41. De onderzoeksresultaten van de pan-Europese studie betreffen de meningen van ca. 250 responderende ondernemingen uit de volgende landen: Nederland (4%), België (8%), Duitsland (8%), Italië (9%), Spanje (9%), Scandinavië (15%), Engeland (20%), Frankrijk (27%). De leiding van de onderzochte ondernemingen is in 61% van de gevallen in handen van oprichters (38%), kopers (12%) en erfgenamen (11%). Bij 34% van de ondernemingen is de leiding in handen van aangestelde managers.

Venture capital als empirische vermogensvorm


De hoogte van de te verstrekken financiering door verschaffers van ondernemend vermogen zoals participatiemaatschappijen, in relatie tot de doorgaans beperkt mogelijke financiële inbreng van het Buy Out-team maakt het voor deze laatste doorgaans wenselijk dat een deel van het door de anderen te verstrekken ondernemend vermogen plaatsvindt in de vorm van achter-gestelde leningen. Dit verschijnsel wordt in het werkveld van venture capital wel aangeduid met 'envy factor' of 'envy ratio'. Deze 'envy factor' kan in formulevorm als volgt worden weer-gegeven:


$$\text{ENVY FACTOR} = \frac{\frac{\text{Eigen vermogensinbreng door participatiemaatschappijen (in \%)}}{\text{Door participatiemaatschappijen verkregen juridisch eigendom (in \%)}}}{\frac{\text{Eigen vermogensinbreng door buy out-team (in \%)}}{\text{Door buy out-team verkregen juridisch eigendom (in \%)}}}$$

Figuur 4. Ondernemersvoorkeur van langlopende financiering



Hoofdstuk IV: Karakteristieken van venture capital

9. Sell Equity: 
Wealthy Individual

10. Borrow: 
Other Company

Bron: Bygrave e.a. (1992)

Het onderzoek door Bygrave e.a. (1992) onder bedrijven met een gemiddeld werknemersbestand van 150 en een gemiddelde jaarlijkse omzetgroei van 10%, geeft net als de hiervoor genoemde onderzoeken, een voorkeursvolgorde aan in overeenstemming met de Pecking Order-theorie. Het onderzoek van Bygrave beperkte zich tot bronnen van 'langlopende' financiering. Uit Figuur 4 blijkt dat venture capital in de vorm van leningen bij ondernemers de minste voorkeur van de aangegeven leningsbronnen geniet, langlopende leningen welke mogelijk door andere bedrijven worden verstrekt uitgezonderd.

Tegelijk blijkt bij aandelenuitgifte dat er, emissie via een effectenbeurs uitgezonderd, een voorkeur voor participatiemaatschappijen bestaat. Afgezien van de hiervoor aangegeven pikorde, zijn er aanwijzingen welke de belangrijkste achterliggende redenen zijn waarom ondernemingen risicodragend vermogen zoeken. De NIB onderzocht door middel van een steekproef, een honderdtal aanvragen voor aandelenparticipatie respectievelijk achtergestelde leningen bij de NIB (1992, pp.36-38) gedurende de periode 1989 tot en met 1991. Van elk van deze aanvragen werd nagegaan wat de redenen ervoor waren.

Tabel 6. Top 5 redenen om risicodragend vermogen te zoeken

1.	Acquisitie	32 %
2.	Investerings	32 %
3.	Vermogensversterking	28 %
4.	Groei / Internationalisatie	21 %
5.	Verzelfstandiging	12 %

Bron:NIB (1992)

Tabel 6 toont de Top 5 van de door ondernemingen aangevoerde redenen en het bijbehorende percentage van het aantal ondernemingen waarvoor een specifieke reden gold.⁴² Het lijkt daarbij aannemelijk dat bij individuele situaties de rangvolgorde in tabel 6 mede bepaald zal worden door factoren zoals strategie, conjuncturele omstandigheden, financiële situatie, marktconcurrentie-positie, alsmede de (relatieve) omvang van een onderneming. Zoals uit het voorgaande reeds is gebleken, wordt naast rechtstreekse aandelenparticipatie door participatie-maatschappijen bij portfolio-ondernemingen ook ondernemend vermogen verstrekt in de vorm van achtergestelde, al dan niet in aandelen converteerbare leningen. De Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen 1981⁴³ (zie bijv.: NVP, 1991[a]), omschrijft het begrip achtergestelde lening als: "een niet door enige vorm van zekerheid gedekte lening, waarop de debiteur krachtens een daartoe strekkende bepaling in de akte van geldlening in geval van ontbinding, een akkoord na verlening van surséance van betaling of een akkoord in faillissement van de debiteur, rente en aflossing - voor zover de termijnen daarvan niet reeds verschenen waren voor het tijdstip van de ontbinding, de indiening van de faillissementsaanvraag of het verzoek om verlening van surséance van betaling - eerst verplicht is te betalen nadat alle andere op dat moment bestaande schulden van de debiteur, met uitzondering van die welke voortvloeien uit leningen waaraan een bepaling van gelijke aard als voornoemde bepaling is verbonden, zijn voldaan, terwijl ingevolge de bovenbedoelde akte van geldlening voornoemde verplichting tot betaling van rente en aflossing niet vatbaar is voor compensatie."

42. Aangezien meerdere redenen tegelijk kunnen spelen, kan het totaal meer dan 100% zijn.

43. Gepubliceerd in de Staatscourant nr. 77. 1981; Wijziging in de Staatscourant nr. 171. 1982; Wijziging in de Staatscourant nr. 230.1986 (bij besluit van 24 november 1986); Wijziging in de Staatscourant nr. 143. 1988; Wijziging in de Staatscourant nr. 461.1990 (bij besluit van 28 september 1990).

Samenvattend kan gesteld worden dat venture capital in de praktijk in twee hoofdvormen voorkomt, in de vorm van aandelenvermogen en (converteerbaar) achtergestelde leningen. Door ondernemers zal in het algemeen eerst dan een beroep op venture capital worden gedaan nadat vergeefs een beroep is gedaan op diverse andere financieringsmogelijkheden, hetgeen in overeenstemming is met de Pecking Order theorie van Meijers. Als belangrijke redenen voor de ondernemers-voorkeur voor leningen werden genoemd:

1. Een bewust of onbewust sterk verankerde weerstand een medeparticipant binnen te halen;
2. De prijs waartegen de nieuwe participant mag toetreden;
3. Fiscaal ongelijke behandeling van de beloning bij aandelen en die bij leningen.

4.2 Afstemmingsproblemen en venture capital netwerken

Voor de verstrekking van achtergestelde leningen en/of onderhandse plaatsing van aandelen dienen venture capital organisaties en ondernemingen, zoals reeds eerder werd aangegeven, bekend te zijn met de vraag naar, respectievelijk het aanbod van venture capital.

Roodenburg (1990) wijst op afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod van venture capital:

"De bedrijfstak was niet voor iedere ondernemer even doorzichtig en men wist vaak niet hoe men het beste een participatiemaatschappij kon benaderen. Voor de toekomst is het met name van belang dat er meer aandacht wordt gegeven aan de opbouw en het onderhoud van een venture capital infrastructuur, aan een verbetering van de kwaliteit van de venture capital-netwerken en de kwaliteit van de dienstverlening", aldus Roodenburg.

Loo, Schuit en Cassee (1993, p.51) geven aan (naar aanleiding van de resultaten van een conjunctuur-onderzoek in 1987 waaruit blijkt dat 63% van de geënquêteerde ondernemingen zich omtrent bedrijfsfinanciering laat adviseren door de accountant en 33% door de banken alsmede naar aanleiding van het door Drop en Schuit (1992) gestelde dat de bank en de accountant de belangrijkste financiële adviseurs voor de bedrijven in het Midden- en Kleinbedrijf zijn), dat het in eerste instantie lijkt dat externe adviseurs, en dan met name de accountant en de bankier, een belangrijke invloed hebben op het financieringsgedrag van de onderneming.

"Uit een KNOV/NIPO onderzoek (1988) is echter gebleken dat op de vraag welke overwegingen bij de keuze van een financieringsvorm hebben meegespeeld, slechts 2% van de ondernemers antwoordde dat een extern advies belangrijk was geweest", aldus Drop en Schuit.

De relatieve betekenis in Nederland van de hiervoor aangegeven afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod blijkt verder o.a. uit een imago interview, uitgevoerd door Bureau Heliview in 1991. "Bedrijven doen in hoofdzaak rechtstreeks zaken met participatiemaatschappijen en ook in de toekomst verwacht 72% zijn financieringsbeslissingen te nemen zonder extern advies."

Van de bedrijven die wel aan extern advies denken is de accountant verreweg het populairst (91%), gevolgd door de bank (32%). De accountant wordt ook genoemd als informatiebron bij de keuze van een participatiemaatschappij. Algemene informatiebronnen die worden gebruikt door bedrijven die zich op venture capital oriënteren zijn artikelen in vakbladen (39%), mond-op-mond-reclame (35%), advertenties in vakbladen (11%) en adresboeken zoals het NVP Jaarboek (11%). Bij vakbladen scoort het Financieel Dagblad hoog, gevolgd door Management Team, Financieel Management, FEM, de Financiële Telegraaf en Rendement (NVP-Bericht, april 1992, pp.4-5).

Daarnaast geeft het Heliview onderzoek ondermeer aan dat 55% van de ondernemers bekend is met venture capital⁴⁴. Deze onderzoeksresultaten van Heliview lijken aan te geven dat het voor venture capital organisaties primair van belang is om een goed netwerk op te bouwen met accountantskantoren en banken, teneinde in te kunnen spelen op de financiële besluitvorming bij die ondernemingen waarbij extern advies wordt ingewonnen. Participatiemaatschappijen in Nederland maken in de praktijk structureel gebruik van dergelijke netwerken. De NPM bijvoorbeeld besloot in 1981 (het jaar waarin de PPM-regeling van kracht werd) om al de leden van het Nederlands Instituut van Registeraccountants het jaarverslag van de NPM toe te zenden⁴⁵. "De reden dat wij de informatie zenden is dat bij het totstandkomen van het contact tussen vennootschappen en onze maatschappij de registeraccountant, als de financieel adviseur bij uitstek van de vennootschap en/of haar aandeelhouders, daarbij veelal een belangrijke rol speelt" (Schwencke, 1981).⁴⁶ Gelet op de hiervoor aangegeven onderzoeksresultaten die indiceren dat bedrijven in hoofdzaak rechtstreeks zaken doen met participatiemaatschappijen, gekoppeld aan de indicatie dat bijna de helft van de ondernemingen niet bekend is met venture capital, lijkt een rechtstreekse marktbenadering door participatiemaatschappijen uiterst belangrijk om de eerder aangegeven afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod van venture capital zo gering mogelijk te laten zijn. Naast een rechtstreekse marktbenadering d.m.v. artikelen en advertenties in vakbladen, lijkt het netwerk van portfolio-bedrijven een belangrijk instrument voor participatiemaatschappijen om informatie over te dragen. Behalve mond-op-mond reclame, wordt een voorbeeld van een meer actieve benadering van portfolio-netwerken aangetroffen in Hanze-nieuws, een periodieke uitgave van de NOM. Hierin worden o.a. interviews weergegeven met ondernemers van NOM-portfolio-bedrijven, waarbij verschillende aspecten van en ervaringen met venture capital worden aangegeven vanuit bedrijfsspecifieke achtergrondsituaties.

Bij marketing activiteiten, brengen participatiemaatschappijen hun netwerken veelal als toegevoegde-waarde-element voor potentiële portfolio-bedrijven naar voren.

Euroventures Benelux (Euroventures Benelux, brochure: "A Profile") geeft in dit verband onder de titel 'Examples of the practical benefits of the Euroventures network' de volgende selectie voorbeelden hiervan:

1. Testing strengths and weaknesses, establishing product opportunities;
2. Screening for international market potential;
3. Suggesting further improvements in and/or additions to products and services;
4. 'Opening doors' to: additional investors; new distributions channels; prestigious corporate clients; joint-venture partners; acquisition candidates; merger candidates; a broadening of the company's management.

In het verlengde van dergelijke netwerken die een mogelijke toegevoegde waarde voor (potentiële) portfolio-bedrijven veronderstellen, geeft een aantal participatiemaatschappijen aan dat een meer directe operationele betrokkenheid mogelijk dan wel wenselijk is.

Een voorbeeld hiervan is de participatiemaatschappij Gilde Ventures, dat met haar participatie-fondsen een strategie voor ogen heeft van een 'functioneel partnership', waarbij de toegevoegde waarde voor de ondernemer volgens de directie van Gilde bestaat uit "counseling en operationele ondersteuning".

44. In het betreffende onderzoek is in de vraagstelling geen nader onderscheid gemaakt tussen venture capital en overig risicodragend vermogen (zie: Rendement, maart 1992, pp.64-65). Overigens is iedere vorm van vermogensvoorziening meer of minder risicodragend. (Zie bijvoorbeeld: Bouma 1988, Diepenhorst 1951).

45. Samen met de brochure 'De NPM voor Ondernemend Vermogen'.

46. In 1982 werd door de NPM aangegeven dat dit initiatief een vast terugkerende gebeurtenis zou worden. "De vele reacties die wij naar aanleiding van deze actie mochten ontvangen, hebben ons doen besluiten dit initiatief tot een vaste gewoonte te maken en U jaarlijks ons jaarverslag toe te zenden (Schwencke, 1982)"

Daarbij gaat Gilde in principe ook meerderheidsparticipaties aan en eventueel 100% overnames, al dan niet in een clusterverband. Bij de clusterstrategie van Gilde gaat het erom heel bewust een aantal bedrijven te acquireren (pro-actief) rond een capabel managementteam, waardoor schaarse management-kwaliteiten in een bepaalde sector tot een maximum worden benut. Sommige bedrijven die op zich zelf niet interessant zijn, krijgen op deze wijze voor Gilde een hoge waarde in clusterverband (NVP-Bericht, december 1992).

Een andere opzet is gekozen voor het in 1993 actief geworden participatiefonds Staal Participaties dat wordt beheerd door Staal Bankiers N.V.

De vermogensverschaffers van Staal Participaties zijn particuliere beleggers (informal investors) die sterk betrokken willen zijn bij de onderneming waarin zij hun geld investeren. Het fonds biedt de mogelijkheid dat participaties via het Staal Participatiefonds of rechtstreeks, dan wel in gecombineerde vorm kunnen worden gerealiseerd. Door haar netwerk van participanten die met name afkomstig zijn uit ondernemerskringen, denkt Staal Participaties daadwerkelijk een constructieve bijdrage te kunnen bieden aan de ontwikkeling van haar portfolio-ondernemingen (Staal Participaties, brochure 1993). In zekere zin gaat het hier om een tussenvorm van het verschijnsel 'informal investor' enerzijds en geïnstitutionaliseerd venture capital in de vorm van participatiemaatschappijen anderzijds. Karakteristieke netwerkfuncties bij venture capital komen verder met name tot uitdrukking bij syndicaatvorming tussen participatiemaatschappijen.

4.3 Syndicaatvorming

Van de 595 venture capital investeringen die in Nederland in 1991 plaatsvonden, was 25% gesyndiceerd. Deze 25% kan worden onderverdeeld in nationale (22%) en transnationale (3%) syndicaten. Van de 490 venture capital investeringen in Nederland in 1990 was zelfs 50% gesyndiceerd, hetgeen overeenkomt met de percentages voor geheel Europa in zowel 1990 (50,1%) als 1991 (52,1%), (EVCA⁴⁷, 1992, p.41, 117).

De conclusie kan hieruit getrokken worden dat syndicaatvorming een belangrijk operationeel aspect voor participatiemaatschappijen is.

Er kunnen diverse achterliggende redenen voor syndicering worden aangegeven, welke deels afhangen van de situatie of een participatiemaatschappij de syndicaatsleider dan wel -volger is. Ook de achtergrond en aard van participatiemaatschappijen spelen daarbij een rol.

Een aantal bewuste dan wel onbewuste redenen die in verschillende combinaties bij syndicaatvorming een rol kunnen spelen zijn:

1. Het mee kunnen participeren bij zich voordoende investeringsmogelijkheden;
2. Spreiding van financiële risico's;
3. Verlaging van transactiekosten;
4. Verbreding van verkoop-mogelijkheden;
5. Gezamenlijke verwerving van een meerderheidsbelang met de bijgedachte om bij falend ondernemerschap te kunnen ingrijpen;
6. Het leren 'hoe anderen het doen' en de toegang tot andere expertises;
7. Uitstraling naar de markt en vergroting van de relatiekring.

47. EVCA is de afkorting voor European Venture Capital Association. "With nearly 300 members from 22 countries, evca's lobbying programme ensures that the interests of the venture capital community are effectively represented at the European level. The evca services, designed to keep members informed of industry developments and to promote the exchange of experience, include: evca Yearbook & Directory; quarterly Venture Capital Review; monthly Press Summary and evca NewsLine; annual Venture Symposium; etc." (evca Yearbook 1992, p.3).

Tabel 7. Redenen van participatiemaatschappijen voor internationale samenwerking

1. Attractieve opbrengsten van venture capital-investeringen in het buitenland.
 2. Het aantrekken van buitenlandse investeerders.
 3. Importeren of exporteren van professionele venture capital-kennis.
 4. Het aantrekken van bedrijven met internationale groeipotentie.
 5. Importeren en exporteren van nieuwe technologieën en business-concepten.
 6. Toegang krijgen tot informatie over buitenlandse markten.
 7. Het aantrekken van investeerders die een wereldwijd "window on technology" willen hebben.
 8. Het aantrekken van investeerders die hun risico internationaal willen spreiden.
-

Bron: Vonk en van der Plas (1989, p.58)

Naast nationale syndicering is een aantal Nederlandse participatiefondsen⁴⁸ vrij frequent betrokken bij internationale syndicaatvorming. Bij onderzoek door de Erasmus Universiteit naar internationale samenwerking kwamen als belangrijke redenen de punten naar voren die in Tabel 7 zijn weergegeven. Voor een onderneming die door een internationaal syndicaat wordt gefinancierd, gelden volgens Vonk en van der Plas de volgende voordelen: Een bredere financiële basis, toegang tot internationale markten en andere expertises, vergroting van de relatiekring en korte internationale communicatielijnen.

Uit het voorgaande kan worden afgeleid dat, alhoewel venture capital-netwerken een aantal verschillende functies vervullen, het verminderen van afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod van venture capital enerzijds en het vergroten van de verkoopmogelijkheden anderzijds, als de meest belangrijke netwerkfuncties rond venture capital kunnen worden aangemerkt.

48. Nederlandse participatiemaatschappijen zijn steeds actiever in het buitenland. In 1996 werd circa f 320 miljoen gulden buiten ons land geïnvesteerd, tegenover f 180 miljoen in 1995 (in 1994 was dit nog ca. f 75 miljoen). Ook was er sprake van buitenlandse belangstelling voor Nederland. Net als in 1995 ging het volgens de NVP om een aantal grote buitenlandse buy-out transacties. Soms wordt bewust gekozen voor een syndicaat van Nederlandse en buitenlandse partijen om zo een op de onderneming toegesneden groep aandeelhouders te kunnen vormen (NVP 1997, p.55; NVP 1996, p.25).

Nederlandse internationaal actieve participatiemaatschappijen zijn met name: Euroventures, Gilde Venture Fund, Brabant, Alpinvest (MIP), Atlas Venture, Venture Capital Investors, NORO en Halder Holdings. Een meer recent internationaal optreden geldt voor de NPM die in maart 1990 met het oog op buitenlandse contacten een honderd procent dochteronderneming NPM International NV oprichtte en in datzelfde jaar de eerste twee participaties in buitenlandse ondernemingen (Frans en Belgisch) realiseerde. "De ervaringen in het verslagjaar hebben uitgewezen dat in België, Frankrijk en Duitsland vele partijen actief zijn op de markt van het verschaffen van venture-capital en het aangaan van participaties in ondernemingen. NPM beraadt zich nader op welke wijze zij haar positie op de thuismarkt het beste kan gebruiken voor samenwerkingsvormen met buitenlandse collega's (NPM Jaarverslag 1990, pp.11-12)."

5. Procesmatige aspecten van venture capital

Hoewel NPM als aandeelhouder voor de lange termijn zich altijd constructief en ondersteunend op zal stellen als haar participatie in moeilijkheden verkeert, moet toch erkend worden dat er soms geen redding meer aan is.

M.W. Dekker en J. Keyzer⁴⁹

5.1 Inleiding

In § 2 van dit hoofdstuk werd venture capital gedefinieerd vanuit een procesmatige invalshoek. In dit venture capital proces is een aantal hoofd fasen te onderscheiden, nl:

1. Contactlegging
2. Onderzoek
3. Initiële (investerings-) transactie
4. Beheer en tussentijdse (belonings- c.q. (des)investerings-) transacties
5. Finale (desinvesterings-) transactie

Gelet op de in de inleiding van dit hoofdstuk aangegeven vraagstelling, gaat onze belangstelling primair uit naar de laatste drie fasen, waarvan we een aantal door ons belangrijk geachte aspecten nader in beschouwing nemen.

5.2 Initieel transactie-proces

Als eerste hoofdkenmerk van venture capital werd hiervoor in § 3.2 van dit hoofdstuk de hoge transactiekosten genoemd die in de eerste plaats ontstaan als gevolg van het grondige en tijd-rovende onderzoek dat aan een eventuele participatie voorafgaat.

Ook de betrokken onderneming zal dergelijke kosten maken in de vorm van tijdsbesteding en de eventueel ingeschakelde externe hulp, zoals accountants- en marktadviesbureau's, nodig voor het vergaren en presenteren van de voor de venture capital organisatie benodigde interne en externe gegevens van de onderneming.

Naast 'cash-flow'-verwachtingen, zeggenschapsmotieven en fiscale overwegingen, speelt ook de uiteindelijke keuze van het financieringspakket, naast een groot aantal andere overwegingen, een belangrijke rol bij het opstellen van contractuele overeenkomsten (Elbertse, 1990[b], p.23).

Van de beide hoofdvormen van venture capital, aandelenvermogen en achtergestelde leningen kunnen diverse, al dan niet gecombineerde subvormen worden aangewend om de belangen van onderneming, ondernemer en participatiemaatschappij zo goed mogelijk op elkaar te laten aansluiten. Een aantal hiervan zijn in Tabel 8 weergegeven.

Tijdens deze voorbereidende fase zal de venture capital organisatie, o.a. op basis van inschattingen van de ondernemer, het ondernemingsplan en historisch cijfermateriaal, zich een beeld trachten te vormen omtrent de wenselijkheid om met de betrokken onderneming zaken te doen.

49. Verslag van de directie over het 46e boekjaar, NPM Jaarverslag 1993, pp. 13-14.

Tabel 8. Financierings-instrumentarium bij participaties

1.	Nieuw geëmitteerde gewone aandelen.
2.	Preferente aandelen (voorkeursrecht op uit te keren dividend, meestal tot een vooraf afgesproken maximum).
3.	Cumulatief preferente aandelen (met additioneel aanzuiverings voorkeursrecht op uit te keren dividend ter compensatie van dividendloze jaren).
4.	Prioriteitsaandelen (aandelen waaraan speciale zeggenschapsrechten zijn verbonden, bijvoorbeeld terzake de benoeming van directeuren).
5.	Letter-aandelen (bijv. A- en B-aandelen), aandelen met van de overige aandelen afwijkende winstrechten.
6.	Geheel of gedeeltelijk overkopen van aandelen van bestaande aandeelhouders.
7.	Commanditair vermogen bij een commanditaire vennootschap.
8.	Converteerbare leningen (veelal achtergestelde leningen die op een vooraf afgesproken vast of situatiebepaald moment tegen een vooraf afgesproken vaste of formule-bepaalde prijs zijn om te wisselen in aandelen).
9.	Gewone leningen (veelal achtergestelde leningen).
10.	Warrants (losse rechten, die tegen een vooraf afgesproken vast of situatiebepaald moment tegen een vooraf afgesproken vaste of formule-bepaalde prijs zijn om te wisselen in aandelen).
11.	Winstrechten (een 'vrije' vorm, veelal een recht op een deel van de winst van de onderneming, zonder dat daar eigendomsverhoudingen ten opzichte van de onderneming aan gekoppeld zijn).

Bron: Elbertse, 1990[b], pp.22-23

De ondernemer (en zijn eventuele adviseurs) zal zich eveneens in deze fase een beeld trachten te vormen of de betreffende participatiemaatschappij een voor hem wenselijke partner is.

Wanneer er van een wederzijdse positieve beeldvorming sprake is zal er doorgaans een onder-handelingsfase volgen, waarbij dient te blijken of er principe-overeenstemming kan worden bereikt over de wijze en omvang van participatie.

Bij de afronding van het initiële transactieproces kunnen diverse contractuele overeenkomsten een rol spelen, zoals:

1. Aandeelhoudersbesluit tot emissie van aandelen met daaraan gekoppeld afstands-verklaringen inzake eventuele voorkeursrechten van aandeelhouders - goedkeurings-ver-klaring Raad van Commissarissen;
2. Notariële akte van levering van aandelen;
3. Overeenkomst tot statutenwijziging en het daarbij behorende aandeelhoudersbesluit;
4. Akte van (achtergestelde) geldlening(en);
5. Arbeidsovereenkomsten directie/managementcontracten, optie-overeenkomsten en pensioenregelin-

gen.

In veel gevallen worden dergelijke contracten afgeleid van hetgeen is bepaald in een raam-overeenkomst tussen partijen, die kan bestaan uit de door partijen voor akkoord getekende offertebrieven en/of een zogeheten participatie-overeenkomst.

Andere afspraken die in een raamovereenkomst kunnen worden vastgelegd, hebben als voor-naamste doel het risico van de participatiemaatschappij dan wel de onderneming c.q. ondernemer te beperken. Alhoewel een participatie-overeenkomst een pluriform begrip vormt en het redigeren ervan altijd maatwerk is, kan een aantal in raamovereenkomsten voorkomende afspraken worden aangegeven (zie bijvoorbeeld ook: Buter, 1989, pp.45-46 en Haan, 1991, p.52).

Dergelijke afspraken kunnen worden gegroepeerd naar de hiervoor genoemde fasen van het venture capital proces waarop zij betrekking hebben, ondanks het feit dat de verwevenheid tus-sen de fasen van het proces groot is.

Voorbeelden van afspraken die gemaakt kunnen worden zijn:

1. Initiële transactie

- a. (Na) betalingsregelingen betreffende een aan toekomstige bedrijfseconomische prestaties gekoppelde prijs van (onderhands) gekochte aandelen;
- b. Diverse garanties en vrijwaringsverklaringen jegens de toetredende aandeelhou-der(s).
- c. Samenstelling van de raad van commissarissen en stemovereenkomsten inzake de benoeming van de leden ervan;
- d. Benoeming van de accountant en diens rapportage;
- e. Afspraken over een ten gunste van de onderneming af te sluiten levensverzeke-ring op sleutelfiguren in de organisatie;

2. Beheer en tussentijdse transacties

- a. Regelingen betreffende periodiek overleg en informatie-uitwisseling;
- b. Verplichtingen van de participatiemaatschappij jegens de vennootschap (bijvoor-beeld geheimhouding omtrent alle ontvangen en nog te ontvangen vertrouwelijke informatie).
- c. Gevolgen inbreuk op garanties en het niet nakomen van andere verplichtingen;
- d. Geschillenbeslechting en rechtskeuze (arbitrage c.q. bindend advies of gewone rechter, dan wel combinatie; aanwijzing arbiters c.q. bindend adviseurs c.q. bepaling relatieve bevoegde rechter);
- e. Afspraken over te voeren dividendbeleid;
- f. Afspraken over eventuele toekomstige uitbreiding van de participatie, aantrekken vreemd vermogen.

3. Finale transactie

- a. Verplichtingen van de vennootschap jegens de participatiemaatschappij zoals anti-verwateringsclausule en het beding waarin de overige aandeelhouders zich verplichten, hun aandelen niet aan derden te zullen vervreemden zonder de participatiemaatschappij in de gelegenheid te stellen haar aandelen op dezelfde condities aan de betreffende derden te verkopen;
- b. Verplichting participatiemaatschappij om gedurende een bepaalde periode niet tot vervreemding van haar deelneming over te zullen gaan;
- c. Het recht tot terugkoop van aandelen van c.q. aanbiedingsplicht participatiemaat-schappij;
- d. Een zogenaamde 'exit'-regeling bijvoorbeeld in de vorm van een uitkoop-formule.

Om enig inzicht te krijgen in de hiervoor onder punt 1b aangegeven garanties en vrijwaring, werd een concept-participatieovereenkomst geraadpleegd die in 1988 door een Nederlandse participatiemaatschappij werd opgesteld. Het betreft hier de volgende bepalingen:

- a. Er geen andere aandeelhouders van de vennootschap zijn dan degenen in de overeenkomst vermeld en dat deze de volle, vrije en onbezwaarde eigendom van alle geplaatste en uitstaande aandelen in de vennootschap hebben zoals in de overeenkomst vermeld;
- b. Alle aandelen in de vennootschap zijn volgestort;
- c. Er geen opties of verplichtingen van enige soort bestaan met betrekking tot ongeplaatste aandelen van de vennootschap, anders dan jegens participant;
- d. De vennootschap geen andere dochtermaatschappij(en) heeft dan zoals in de overeenkomst bedoeld;
- e. Niet is besloten tot uitkering van enig dividend, terugbetaling op aandelen of inkoop van aandelen welke nog niet heeft plaatsgevonden;
- f. Er geen aandeebewijzen, dividendbewijzen of talons in het bezit zijn van (een) derde(n);
- g. De vennootschap niet in [juridische] procedures is gewikkeld;
- h. De vennootschap geen partij is bij contracten van ongebruikelijke bezwarende of lang-durende aard;
- i. Het sluiten van de participatieovereenkomst niet een wanprestatie levert van de vennootschap ten aanzien van (een) derde(n);
- j. De vennootschap over alle in verband met haar bedrijfsuitoefening wettelijk vereiste vergunningen beschikt, aan al haar verplichtingen voortvloeiende uit de fiscale en sociale wetgeving heeft voldaan, aan haar contractuele verplichtingen voldoet en dat niet in strijd wordt/werd gehandeld met enige op haar bedrijfsactiviteiten van toepassing zijnde wettelijke bepaling;
- k. De activa van de vennootschap verzekerd zijn op basis van actuele vervangingswaarde tegen bedrijfsschade, brand en andere gebruikelijke risico's en dat deze verzekeringen niet zijn opgezegd;
- l. De door een registeraccountant gecontroleerde jaarrekening door de vergadering van aandeelhouders unaniem is vastgesteld en is opgemaakt met inachtneming van in Nederland algemeen aanvaarde accountantsmaatstaven consistent toegepast en dat deze jaarrekening en/of tussentijds rapport een getrouw beeld geeft van de grootte en samenstelling van het vermogen van de vennootschap. Dat er voldoende reserveringen en voorzieningen getroffen zijn voor alle - al dan niet voorwaardelijke - verplichtingen van de vennootschap, en dat er geen openbare verplichtingen zijn, garanties en andere zekerheden ten behoeve van derden daaronder begrepen;
- m. Er na de periode waarop de in de vorige zin bedoelde bescheiden betrekking hebben, geen wijzigingen opgetreden zijn in de toestand, financieel of anderszins, in de activa en passiva en in de vooruitzichten van de vennootschap anders dan die uit de normale bedrijfsuitoefening voortvloeien;
- n. Alle octrooi-, auteurs-, handelsnaam-, merkenrechten en andere rechten van intellectuele eigendom, alsmede alle vergunningen en alle productie en of verkoopkennis en/of rechten nodig om het huidige bedrijf van de vennootschap uit te oefenen onderdeel uitmaken van het vermogen van de vennootschap, zoals vermeld in de hiervoor gemelde jaarrekening en staan geregistreerd ten name van de vennootschap;
- o. De aandeelhouders de participanten alle informatie hebben verschaft met betrekking tot de vennootschap en haar bedrijf, die de participanten redelijkerwijze van ieder van hen konden verlangen om zich een juist beeld te vormen omtrent het deelnemen in het aandelenvermogen van de vennootschap en de voorwaarden waarop deze deelname plaatsvindt.

In dezelfde concept-participatieovereenkomst wordt melding gemaakt van een verrekenclausule bij te vorderen schade voortvloeiende uit de afgegeven garanties als volgt:

"Ieder der aandeelhouders verbindt zich jegens de participanten aan de participanten te betalen de hierna vermelde factor maal het bedrag van een vermindering in de activa dan wel vermeerdering in de passiva van de vennootschap dat het gevolg is van enige onjuistheid of onvolledigheid in de hieronder vermelde verklaringen c.q. garanties, met eventuele afwijkingen in het aanhangsel vermeld, alles onverminderd het recht van de participanten de volledige door de wanprestatie van de aandeelhouders veroorzaakte schade te vorderen, en vrijwaart de vennootschap jegens aanspraken van derden terzake. De hiervoor bedoelde factor wordt gevormd door een breuk waarvan de noemer is het getal van het totaal aantal geplaatste aandelen in de vennootschap en de teller het getal van de aan de participant toebehorende aandelen in de vennootschap, vermenigvuldigd met het getal 3. Het aldus verkregen bedrag wordt vermeerderd met de wettelijke verdragingsrente als bedoeld in artikel 1286 B.W. van de dag van ondertekening van deze overeenkomst tot de dag der algehele betaling."

Samenvattend kan worden gesteld dat het initiële transactieproces een tijdrovende en kostbare procedure vormt, die bij positieve voortgang door middel van de ondertekening van een participatieovereenkomst en of een akte van (achtergestelde) geldlening wordt afgerond. De desbetreffende, tussen participatiemaatschappij en onderneming overeengekomen voorwaarden vormen vervolgens de formele basis voor de betrokkenheid van een participatiemaatschappij bij een portfolio-onderneming. Het lijkt duidelijk dat diverse contractuele bepalingen als doel hebben de door participatiemaatschappijen te lopen toekomstige risico's niet te verzwaren met min of meer afdekbare risico's uit het verleden. Daarnaast wordt duidelijk getracht een mogelijk sturende invloed te kunnen uitoefenen bij ongewenste ontwikkelingen die zich bij een portfolio-onderneming kunnen voordoen.

5.3 Beheer en tussentijdse transacties

Zoals in § 2.4 van dit hoofdstuk reeds aangegeven, zal de participatie-cyclus vanaf het moment van de initiële kasgeld-investering in principe onderbroken worden voor een doorgaans niet van te voren te definiëren tijdsduur. De onzekerheid over de terugbetaling en over het te behalen rendement bleek een belangrijk kenmerk van financiële participatie in het ondernemend vermogen van ondernemingen, waarbij tussentijdse uitbetaling van (enig) rendement de mate van onzekerheid in principe kan verkleinen, net als tussentijdse desinvesteringen door de betrokken participatiemaatschappij. Het illiquide bezit en de uitgestelde, onzekere baten leiden, zoals blijkt uit § 3.2, tot een zekere actieve betrokkenheid van de participatiemaatschappij bij haar portfolio-ondernemingen.

Deze betrokkenheid komt onder meer tot uitdrukking bij de hiervoor aangegeven afspraken betreffende periodiek overleg en informatie-uitwisseling en het te voeren dividend-beleid.

De mate en vorm van betrokkenheid zal verschillen per participatiemaatschappij. Naast periodieke informatie waaraan de participatiemaatschappij behoefte heeft om haar eigen besluitvormingsproces te sturen - zoals het meewerken aan expansie door het verstrekken van additionele middelen, de wens om de deelneming te beëindigen of bij de keuze om al dan niet te participeren in soortgelijke ondernemingen -, kan er sprake zijn van de één of andere vorm van managementondersteuning door de participatiemaatschappij. Een veel voorkomende wijze van ondersteuning in Nederland is het instellen dan wel versterken van een Raad van Commissarissen (RvC) met een afgevaardigde op voordracht van de participatiemaatschappij. Wanneer deze doorgaans bindend voorgedragen commissaris direct gelieerd is aan de participatiemaatschappij zal er ook zicht zijn op de bedrijfsvoering en wordt in zekere mate aan de informatie behoefte van de venture capitalist tegemoet gekomen. (Zie ook: Landheer en Van Nieuwkoop, NVP-Jaarboek 1994, pp.9-10).

De functie van Commissaris bij een onderneming omvat het toezichhouden op de directie enerzijds, en een klankbord- en adviesfunctie anderzijds. Naast bevoegdheden van de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA), zijn in veel gevallen bepaalde bestuursbesluiten aan goedkeuring van de RvC onderworpen. Bij de bevoegdheden van de RvC moet onderscheid worden gemaakt tussen ondernemingen die onder het zogenaamde structuurregime⁵⁰ vallen en die welke daar niet onder vallen. In het volgende overzicht worden de verschillen tussen deze twee groepen van ondernemingen weergegeven.

Overzicht 1. Bevoegdheden van organen van de vennootschap

	Structuur-vennootschap	Niet-structuur-vennootschap
Benoeming directie	RvC	AvA
Benoeming RvC	RvC	AvA
Ontslag RvC	Ondernemingskamer	AvA
Voordracht RvC	Aandeelhouders en Ondernemingsraad	AvA, indien bindende voordracht
Goedkeuring bestuursbesluiten	Aantal belangrijke besluiten: RvC	Statutair te regelen: AvA of RvC
Aantal leden	Minimaal 3	Vrij
Zittingstermijn	4 jaar	Statutair te regelen
Vaststelling jaarrekening	RvC	AvA
Goedkeuring jaarrekening	AvA	AvA
Benoeming accountant	AvA / RvC	Statutair te regelen

Bron: Koot en Wiersma, 1994, p.47

Het overgrote deel van de Nederlandse ondernemingen bestaat uit niet-structuurvennootschappen, waarbij in principe een grote mate van vrijheid bestaat met betrekking tot het toekennen van bevoegdheden aan directie, RvC en de AvA zoals in Overzicht 1 is aangegeven.

Het Rapport van de Commissaris 1994 meldt volgens Koot en Wiersma dat in het overgrote deel van de bedrijven bij benoeming, schorsing en ontslag van de directie de Raad van Commissarissen een zeer belangrijke rol speelt, ook al bezitten commissarissen veelal formeel dat recht niet. In al die gevallen waar de directie wordt gevormd door (een) (groot-) aandeelhouder(s) zal de bestuurlijke invloed die een RvC kan uitoefenen veelal beperkt zijn, met name waar het benoeming, schorsing en ontslag van de directie betreft. In veel gevallen van venture capital financiering zal deze situatie zich voordoen.

50. Een vennootschap valt onder het structuurregime als gedurende drie opeenvolgende jaren:

- het eigen vermogen groter is dan 25 miljoen gulden; en
- het bedrijf meer dan 100 werknemers telt; en
- er een ondernemingsraad is. (Koot en Wiersma, 1994, p.47)

De overige betrokkenheid/bevoegdheid van een RvC kan volgens een overzicht van Koot en Wiersma (p.49) de volgende operationele zaken omvatten:

1. Meedenken over ondernemingsplan, het bereiken van consensus daarover en fiattering van het plan en de bijbehorende begroting.
2. Investeringsvoorstellen globaal op basis van jaarbegroting goedkeuren en daarnaast het goedkeuren van investeringsvoorstellen boven een bepaald bedrag.
3. Regelmatige informatie over kwaliteit en potentie tweede echelon management en betrokkenheid bij benoeming van personeel op vitale functies.

Uit onderzoek, waarvan de resultaten zijn aangegeven in het Rapport van de Commissaris 1993, blijkt dat het meest voorkomende onderwerp op de agenda van raden van commissarissen wordt gevormd door financiële resultaten die circa 30% van de vergadertijd in beslag nemen. Daarnaast wordt relatief veel tijd besteed aan bedrijfsstrategie (22% van de vergadertijd).

Wanneer gekeken wordt naar het relatieve belang dat zowel directie als commissarissen hechten aan verschillende vergaderonderwerpen, dan blijkt uit dit onderzoek dat een overwegend belang wordt gehecht aan het onderwerp strategie.

De onderwerpen: - financiële resultaten;

- investeringen;

- financiering; en

- bedrijfsstrategie,

nemen daarbij gemiddeld samen 75% van de vergadertijd in beslag van de RvC-vergaderingen.

Relatief weinig aandacht blijkt volgens het hiervoor genoemde onderzoek door de gemiddelde RvC-vergadering te worden besteed aan onderwerpen als produkt- en marktontwikkeling en personeel-en-organisatie (respectievelijk 10% en 8% van de vergadertijd).

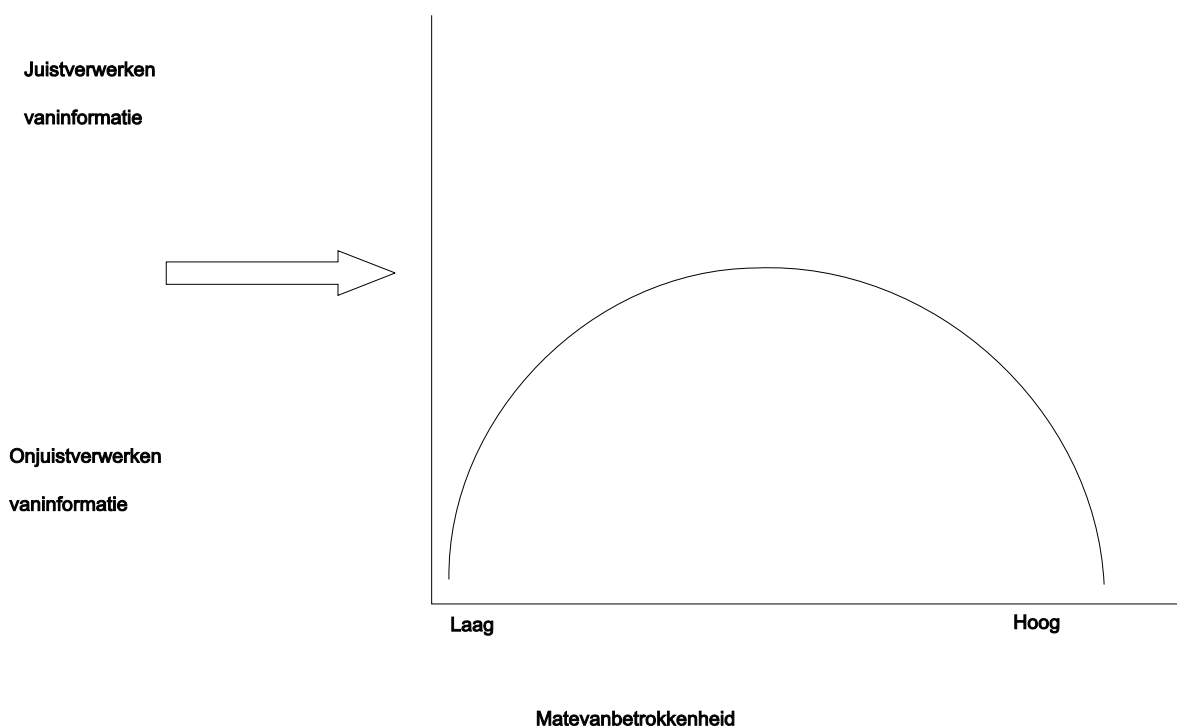
De commissarissen vervullen in het algemeen een toezichthoudende taak. Dit toezicht oefenen zij uit op het beleid van de directie en de algemene gang van zaken in de vennootschap. Daarnaast hebben zij, zoals hiervoor reeds aangegeven in sommige gevallen op grond van wettelijke of statutaire bepalingen nog andere bevoegdheden zoals het verlenen van toestemming voor het doen van grote investeringen. Aanvaarding van deze taken als commissaris brengt verantwoordelijkheid met zich mee, zowel ten opzichte van de betreffende rechtspersoon (zoals een vennootschappelijke onderneming) als tegenover derden. Uit deze verantwoordelijkheid kan in geval van wanbeleid of verkeerd beleid aansprakelijkheid van commissarissen jegens de rechtspersoon en derden voortvloeien. In de wet is bepaald dat alleen 'natuurlijke' personen (in tegenstelling tot 'rechtspersonen') kunnen optreden als commissaris. Een commissaris kan net als de overige bestuurders (directie) hoofdelijk, dat wil zeggen voor het geheel van de door de vennootschap of derden geleden schade, aansprakelijk worden gesteld.⁵¹

51. In het ondernemingsrecht is een wettelijke regeling opgenomen die het mogelijk maakt een onderzoek (enquête) in te stellen naar het beleid en de gang van zaken in een 'Besloten Vennootschap (BV) of Naamloze Vennootschap (NV). Een dergelijk onderzoek kan door de Ondernemingskamer van het Gerechtshof in Amsterdam worden ingesteld op verzoek van onder andere aandeelhouders of vakbonden of een vordering daartoe van de Procureur-Generaal bij het Gerechtshof. De Ondernemingskamer honoreert een verzoek om een enquête in te stellen of een dergelijke vordering van de Procureur-Generaal indien blijkt van 'gegronde redenen' om aan de juistheid van het gevoerde beleid te twijfelen en verder voldaan wordt aan bepaalde andere voorwaarden. De conclusie dat met name een bestuurder of commissaris verantwoordelijk is voor een onjuist beleid of een onbevredigende gang van zaken bij de vennootschap kan daarnaast als belangrijk gevolg hebben dat de betrokkene het risico loopt door de vennootschap of door een derde aansprakelijk te worden gesteld wegens onbehoorlijke taakvervulling, respectievelijk wegens onrechtmatige daad of misleidende verslaggeving of zelfs onbehoorlijk bestuur. In een dergelijke situatie kan de vennootschap tevens de kosten van de enquête verhalen op de verantwoordelijke bestuurder of commissaris (Coster e.a., 1987).

In die gevallen waar een participatiemaatschappij geen directe betrokkenheid bij de RvC van haar portfolio-ondernemingen heeft, zal de formele betrokkenheid doorgaans afstandelijker zijn en zal er in mindere mate van een mogelijke formele sturende invloed sprake zijn. Dit neemt echter niet weg dat er in bepaalde gevallen langs informele wijze van een (grote) sturende invloed door een venture capitalist sprake kan zijn, met name daar waar een vertrouwensrelatie tussen directie en venture capitalist bestaat.

Aan de informatie-behoefte van participatiemaatschappijen kan in die gevallen worden voldaan door het regelmatig opvragen van bedrijfsmatige gegevens door de portefeuille-beheerder op basis waarvan door de participatiemaatschappij besluiten kunnen worden genomen met betrekking tot de wens en mogelijkheid van tussentijdse beloning (bijvoorbeeld d.m.v. dividend-uitkeringen of inkoop van aandelen door de betrokken vennootschap), de wens om de deelname te beëindigen en de eventuele vraagstelling met betrekking tot herfinanciering.

Figuur 5. Informatieverwerking door venture capitalist



Bron: Van Dinther, 1993.

Persoonlijke betrokkenheid van de venture capitalist bij portfolio-ondernemingen kan bij herfinanciering leiden tot zogenaamde 'entrapment'-situaties, zoals in § 2 van Hoofdstuk I werd aangegeven.

De achterliggende theorie bij 'entrapment' suggereert dat de psychologische staat van besluitvormers verandert naarmate ze zich meer en meer betrokken voelen bij een eenmaal gekozen actiepad.

In het begin hebben individuen duidelijke redenen om te investeren. Meestal zijn die redenen economisch of materialistisch van aard. Zodra ze echter meer betrokken raken bij een gekozen actiepad worden ze minder gemotiveerd door deze 'rationele' redenen. Sterker nog: er ontstaat een grote mate van 'emotionele' betrokkenheid. Men vindt het vervelend om toe te geven dat een eerder genomen beslissing onjuist was. De besluitvormer zal er alles aan doen om die eerder genomen beslissing te rechtvaardigen. De escalerende betrokkenheid van een individu bij een eenmaal gekozen actiepad is een bepalende factor voor het fout verwerken van informatie. Een te hoge mate van betrokkenheid is volgens deze theorie dus niet gewenst. Aan de andere kant is wel enige mate van betrokkenheid vereist om het doel te kunnen bereiken (Van Dinther, 1993).⁵² Dit verband tussen de mate van betrokkenheid en de motivatie om informatie op een juiste manier te verwerken is in Figuur 5 aangegeven. Bij een hoge mate van betrokkenheid zal, net als bij een lage mate van betrokkenheid, informatie onjuist worden verwerkt.

Van Dinther veronderstelt een aantal algemene psychologische elementen die kunnen leiden tot entrapment, te weten:

- tunnelvisie;
- systematische verwerkingsfouten zoals afnemende waakzaamheid;
- voorkeur voor risico in mogelijk verliesgevende situaties.

Vanuit de tunnelvisie (Rubin en Brockner, 1985) bestaat er een tendens om, naarmate men meer betrokken raakt bij een gekozen actiepad, zich te beperken tot slechts dat actiepad en andere alternatieven of stimuli uit te sluiten. Deze gedachte wordt ondersteund door onderzoeken met betrekking tot besluitvorming onder stress waaruit blijkt dat psychologische spanning leidt tot systematische veranderingen in het verwerken van informatie ('t Hart en Rosenthal, 1990; Janis en Mann, 1977; Sopers, 1995). Daarnaast kunnen andere psychologische verschijnselen een rol spelen zoals de menselijke voorkeur voor risico bij waargenomen mogelijke verliesituaties. Met name valt hier te noemen de hiervoor in § 4.6 van hoofdstuk III behandelde prospect-theorie en de zogenaamde risico/rendement paradox.

Naast algemeen geldende psychologische oorzaken van 'entrapment' is uit het onderzoek van Van Dinther een aantal specifieke factoren voor het besluitvormingsproces bij het verstrekken van venture capital naar voren gekomen. Het betreft hier:

1. De gevoelde mate van verantwoordelijkheid;
2. De relatieve omvang van het project;
3. Het zich persoonlijk aantrekken van het falen van een participatie; en
4. Een intensief contact met de ondernemer.

Suggesties van Van Dinther om 'entrapment' bij het beheer van participaties te voorkomen betreffen de volgende operationele methodieken:

- Wissel bij langlopende projecten van projectleider;
- Deel de verantwoordelijkheid voor een project;
- Zet van te voren 'mijlpalen' uit waaraan de resultaten van het project worden getoetst;
- Creëer een klimaat waarin van falende projecten wordt geleerd zonder dat er persoonlijke sancties aan verbonden zijn;

52. De tegenovergestelde situatie van 'entrapment' lijkt volgens Van Dinther ook voor te komen. "Ondanks goede vooruitzichten stapt men toch uit het project. Bij deze omgekeerde vorm van 'entrapment' hanteert de besluitvormer irrationele redenen om het project te stoppen. Een van de symptomen is de zogenaamde 'battle fatigue'. Men is als het ware het strijden moe en kan niet langer het enthousiasme opbrengen om zich volledig voor het project in te zetten.....Op dat moment is men niet meer bereid zich sterk te maken voor het project, waardoor een (economisch) haalbare investering verloren gaat", aldus Van Dinther.

Daarnaast kan volgens Van Dinther van 'entrapment' een preventieve werking uitgaan omdat anders beslist zal worden wanneer rekening gehouden wordt met informatie die tot dan toe genegeerd werd.

Onderzoeksresultaten betreffende het element van 'toegevoegde waarde' voor een onderneming waarin door een participatiemaatschappij wordt deelgenomen, zijn zoals in § 2 van Hoofdstuk I reeds werd aangegeven tegenstrijdig.

Recent onderzoek onder meer dan 1000 door participatiemaatschappijen gefinancierde Neder-landse ondernemingen door Eijgenhuijsen en Scheffer (1996)⁵³ leverde als resultaat een genuan-ceerd beeld op van hoe de gemiddelde ondernemer tegen samenwerking met zijn participatie-maatschappij aankijkt.

Een uitkomst van het onderzoek betreft de conclusie dat de fase waarin een bedrijf zich bevindt in sterke mate bepalend is voor de keuze van een participatiemaatschappij.⁵⁴ Uit het onderzoek komt naar voren dat de gemiddelde ondernemer positief is over de kwaliteit van de samen-werking. De antwoorden waren daarbij als volgt verdeeld:

1. Onvoldoende tot zeer onvoldoende 20%
2. neutraal positief 40%
3. goed tot zeer goed 40%

Daarbij is men volgens het onderzoek van Eijgenhuijsen en Scheffer in mindere mate gechar-meerd van de management-ondersteuning⁵⁵ die een participatiemaatschappij te bieden heeft.

53. Van de ongeveer 1500 in Nederland door participatiemaatschappijen gefinancierde ondernemingen zijn de gegevens van 1200 bedrijven achterhaald. Na selectie en controle is een groep van ongeveer 1000 bedrijven overgebleven. Van deze groep hebben 262 directeuren een uitgebreide enquête ingevuld.

54. Bedrijven in de expansie-fase zijn geïnteresseerd in partijen die de meeste waarde kunnen creëren voor de onderneming. Ook zijn ze geneigd in zee te gaan met de eerste participatiemaatschappij die serieuze belangstelling toont voor een mogelijke deelneming in het bedrijf. Daarbij worden deze groep van bedrijven in veel mindere mate bewogen door participatiemaatschappijen die het meeste geld willen investeren of de minste bemoeienis voorstaan. Ze willen betrokkenheid en een participatiemaatschappij die daaraan tegemoet komt. Bij startende bedrijven is de factor 'minste bemoeienis' al helemaal niet meer relevant. Bij deze groep wordt eveneens gekeken naar de waardecreatie voor de onderneming. Ze gaan relatief vaak in zee met de participatiemaatschappij die als eerste geïnteresseerd is. De hoeveelheid geld die een participatiemaatschappij beschikbaar wil stellen en de laagste rendementseis zijn veel minder relevant bij hun keuze voor een financiële partner. MBO kandidaten kiezen voor de minste bemoeienis van de participatiemaatschappij en de laagste rendementseis, aldus Eijgenhuijsen en Scheffer.

55. Ondernemers die juist voor deze ondersteuning een participatiemaatschappij gekozen hebben zijn weinig tevreden over deze vorm van samenwerking. Starters blijken niet de ondersteuning te krijgen waar ze behoefte aan hebben. Van alle startende ondernemingen in het onderzoek vindt 40% dat de behoefte aan actieve steun van de venture capitalist groter is dan was ingeschat. Daarentegen vinden expansiebedrijven dat ze teveel management-ondersteuning krijgen. De behoefte aan ondersteuning bij MBO's blijkt zoals verwacht, of zelfs kleiner dan van te voren ingeschat. Van bedrijven die met een 'turn-around' situatie geconfronteerd worden of zijn, zegt een relatief groter deel meer behoefte te hebben aan actieve begeleiding. Meer dan 80% van de geënquêteerde bedrijven vinden dat de bij hen betrokken participatiemaatschappij niet gespecialiseerd is in hun bedrijfstak, terwijl men, met uitzondering van bedrijven in de 'pre-start'-fase niet tevreden is over de kunde van participatiemaatschappijen. Het netwerk van participatiemaatschappijen wordt volgens het onderzoek door Eijgenhuijsen en Scheffer door ruim 60% van de respondenten niet relevant geacht voor een voorspoedige ontwikkeling van het bedrijf. Daar waar het slecht gaat met de onderneming vindt 40% dat de waarde van het netwerk van de participatiemaatschappij een factor van belang is. Deze laatste onderzoeksresultaten ondersteunen de hiervoor in § 4.3 geformuleerde conclusie dat het verminderen van afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod van venture capital enerzijds en het vergroten van de verkoopmogelijkheden anderzijds, als de meest belangrijke netwerkfuncties rond venture capital kunnen worden aangemerkt.

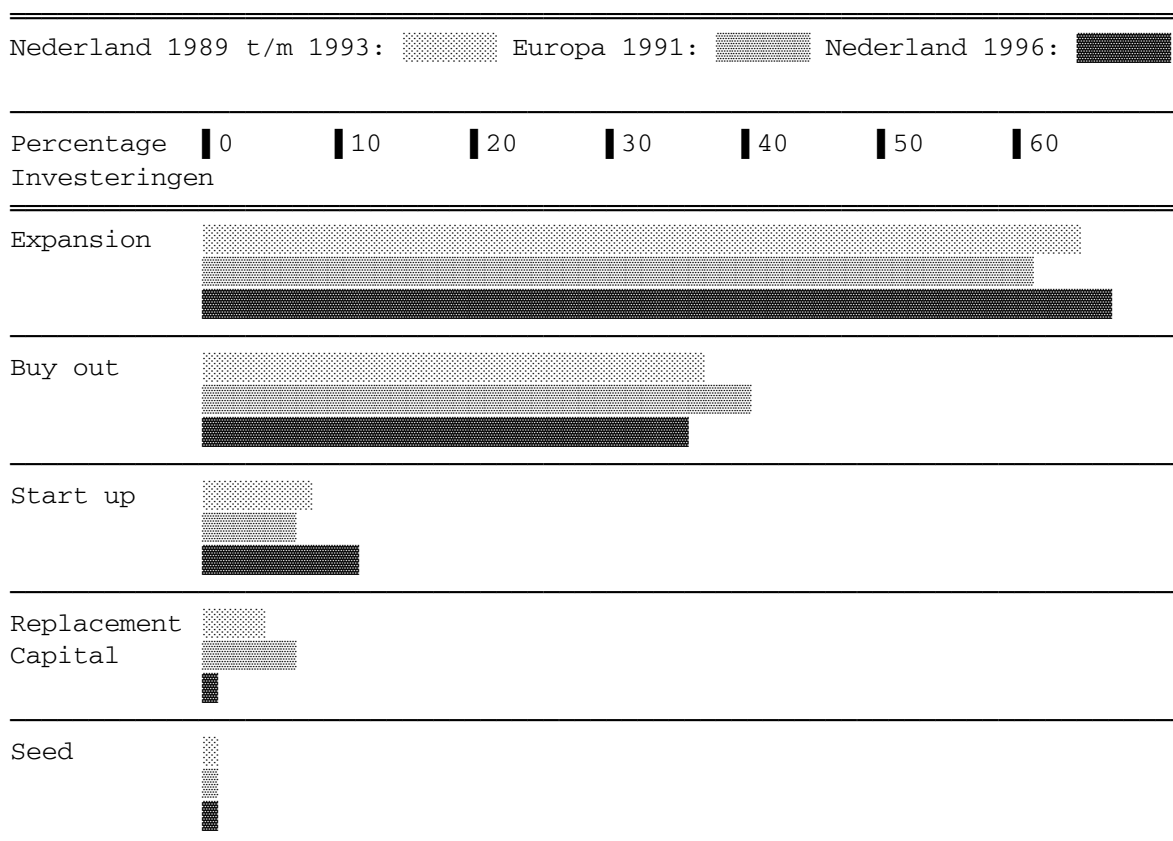
Belangrijk in dit kader is verder de onderzoeksconclusie dat 60% van de ondervraagde onder-nemingen de factor management-ondersteuning onbelangrijk vindt voor de goede ontwikkeling van de onderneming. Als het slecht gaat met de onderneming geldt het omgekeerde. De meerderheid vindt dan dat de ondersteuning daar een (enigszins) belangrijke rol bij speelt.

5.4 Finaal transactie-proces

Uit het voorgaande blijkt onder andere dat, in het algemeen gesproken, de fase waarin een bedrijf zich bevindt bepalend is of ondernemers al dan niet tevreden zijn over de steun die ze krijgen van hun participatiemaatschappij. Ook de mate waarin een participatiemaatschappij risico loopt over zijn vermogensinbreng houdt nauw verband met de fase waarin de onder-neming zich bevindt (zie bijv.: Blokland en Schilder, 1990; Bakker, 1989, p.8; Drijkoningen en Mierlo, 1986, p.52). De European Venture Capital Association (EVCA, 1992) onderkent vijf van dergelijke financieringsfasen waarin venture capital wordt geïnvesteerd.

Deze zijn in Figuur 6 weergegeven met de daarbij behorende verdeling van het geïnvesteerd bedrag in 1991 zoals dat geldt voor Europa en de percentages zoals die gelden voor Nederland⁵⁶ over de periode 1989 t/m 1993 en, ter verdere vergelijking, over het jaar 1996.

Figuur 6. Investeringspatroon Nederlandse en Europese venture capital organisaties



Bron: NVP Jaarboek 1990 t/m 1994, EVCA 1992, NVP Jaarboek 1997

56. Het betreft hier de investeringen door leden van de NVP die naar schatting totaal zo'n 90% van de Nederlandse investeringen door geïnstitutionaliseerd venture capital voor hun rekening nemen.

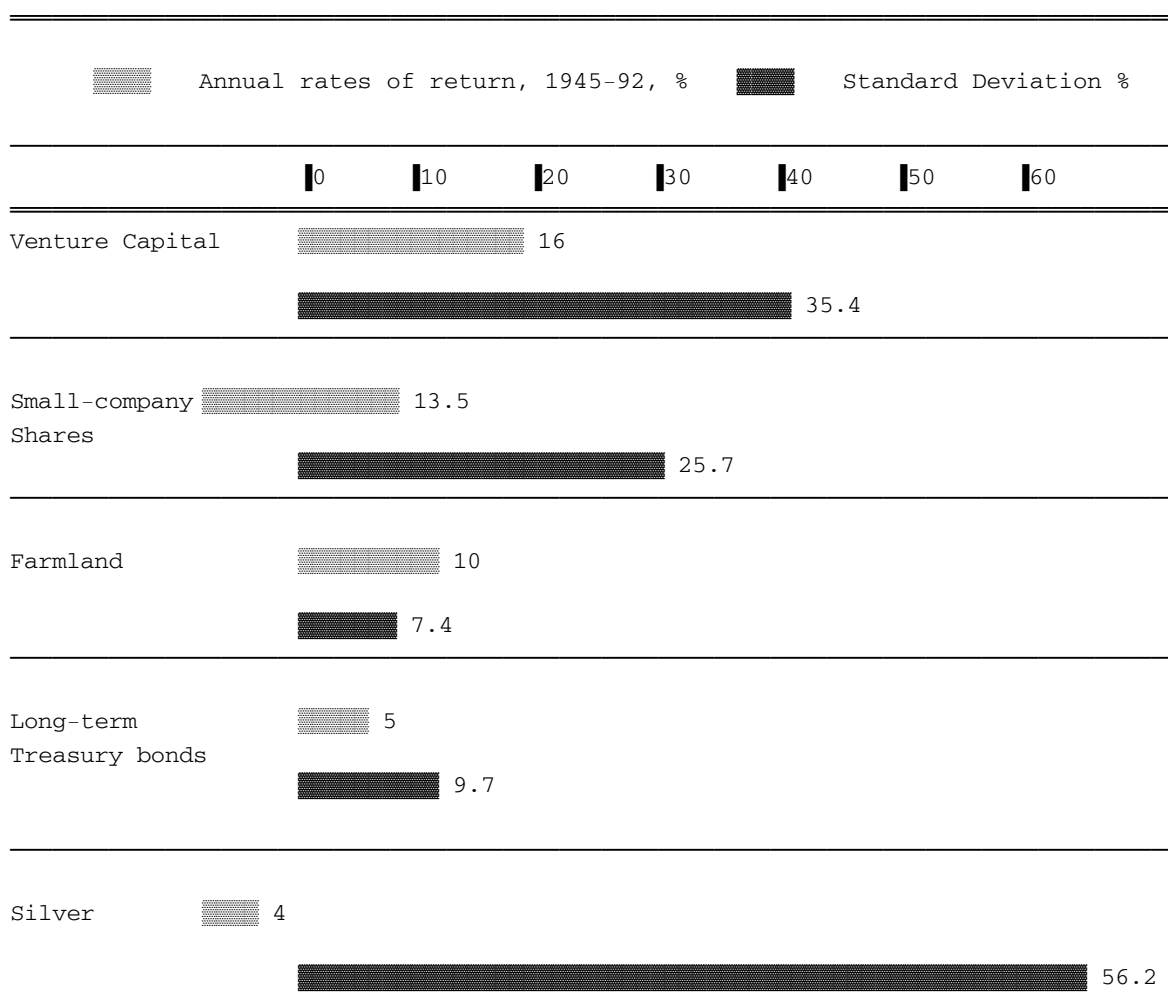
Uit Figuur 6 blijkt dat het investeringspatroon van Nederlandse venture capital organisaties over de periode 1989 t/m 1993 in belangrijke mate overeenkomt met het investeringspatroon over 1996 en dat van het door EVCA aangegeven Europese investeringspatroon over 1991.

Hoofdstuk IV: Karakteristieken van venture capital

Wanneer de NVP opgaven van investeringen door participatiemaatschappijen in Nederland worden geraadpleegd, blijkt dat bij de indeling in fasen van venture capital investeringen enige verwarring mogelijk is.⁵⁷ Voor vergelijkingsdoeleinden werden in Figuur 6 de NVP categorieën: opzet productie (1e fase), uitbreiding (2e fase), uitbreiding (3e fase) en brugfinanciering samengevoegd onder de EVCA investeringsfase 'expansion' en werden de door de NVP aangegeven 'turn around' investeringen ondergebracht bij het door EVCA aangeduide 'replacement capital'.

In ieder geval blijkt dat meer dan 80% van het in Nederland en Europa geïnvesteerde venture capital gebruikt werd voor uitbreiding (groei) van ondernemingen en het uitkopen van (meerderheids) aandeelhouders en dat relatief weinig wordt geïnvesteerd in startende ondernemingen.

Figuur 7. Investeringsrendement U.S.A.



Bron: The Economist, 6 March 1993

57. De NVP onderscheidt namelijk acht verschillende financieringsfasen, te weten: 1. Seedcapital; 2. Startkapitaal; 3. Opzet productie (1e fase); 4. Uitbreiding (2e fase); 5. Uitbreiding (3e fase); 6. Brugfinanciering; 7. Buy out; 8. Turn around.

Onderzoek door de NVP (1996) naar de rentabiliteit van venture capital in Nederland geeft een indicatie van het rendement van de verschillende financieringsfasen waarin is geïnvesteerd. Een detailoverzicht hiervan werd reeds eerder in Hoofdstuk I weergegeven. Daarbij blijkt dat er een grote spreiding in rentabiliteit per ontwikkelingsfase van de deelnemingen is.

Zoals hiervoor in § 1 van Hoofdstuk I (pp.4-5) werd aangegeven, werd over de periode 1986/ 1995 een gemiddeld rendement van 13% op Nederlandse venture capital investeringen gehaald.

Daarbij gold dat in deze rentabiliteitsberekening de vergoedingen door de Nederlandse Staat aan PPM's in het kader van de PPM-regeling meegeteld zijn als opbrengsten bij desinvesteringen. Ook zijn de zogenaamde beheerskosten, die op 1,5 à 3 procent werden geschat, niet in mindering gebracht op het door dit door de NVP berekende rendement. Hierdoor valt de bedrijfsmatige rendementsprestatie lager uit dan de aangegeven 13%.

Hoe het bij Nederlandse desinvesteringen van venture capital gerealiseerde rendement zich verhoudt tot venture capital rendementen in andere landen is voornamelijk niet duidelijk.

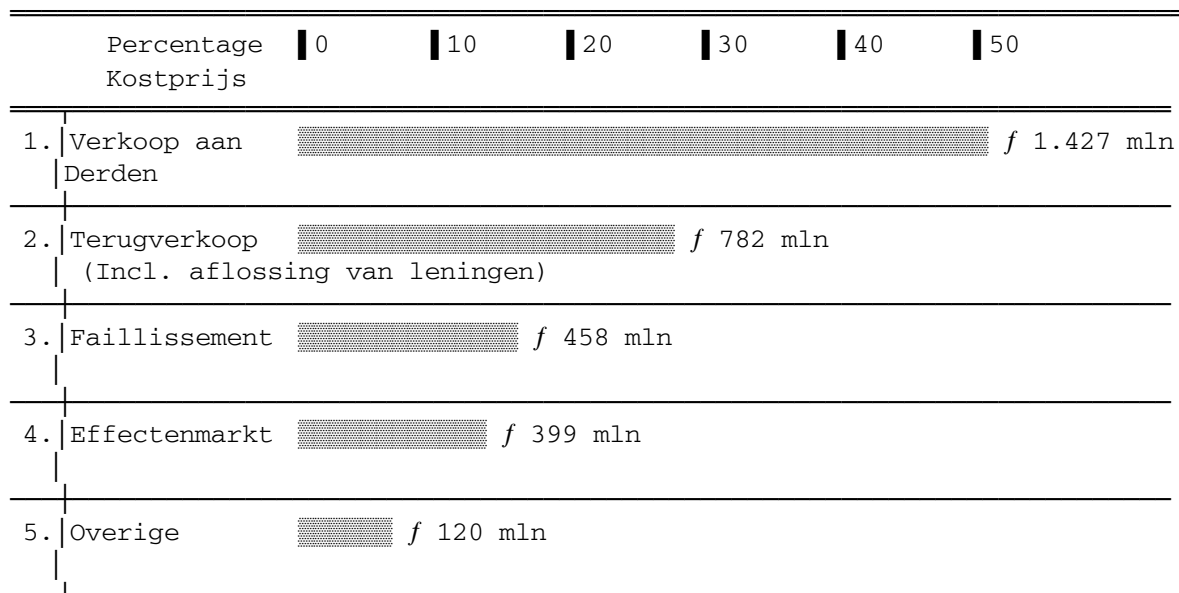
Alhoewel, weergegeven in Figuur 7, bijvoorbeeld wordt aangegeven dat het gemiddelde jaarlijkse rendement op Amerikaanse investeringen in venture capital volgens The Economist (1993) over de periode 1945-1992 16% bedroeg, blijkt een vergelijking met de Nederlandse situatie niet goed mogelijk.⁵⁸ Uit Figuur 7 blijkt het risicovolle karakter van Amerikaans venture capital uit de relatief hoge standaard deviatie (SD) van ruim 35%. Een overzicht van de rendementen van een aantal Amerikaanse investeringen met de bijbehorende standaard deviaties is in Figuur 7 weergegeven. Zowel de gemiddelde jaarlijkse rendementsprestatie van venture capital als de standaard deviatie zijn hoger dan die van aandelen in de sector van het midden- en kleinbedrijf. Vooral in vergelijking met venture capital, is het opmerkelijk dat blijkens het overzicht van Figuur 7 investeringen in zilver slechts een gemiddeld jaarlijks rendement van 4% te hebben opgeleverd bij de relatief zeer hoge standaard deviatie van 56%.

Zoals eveneens in § 1 van Hoofdstuk I werd aangegeven, werd in Nederland in de late ondernemingsfasen en met name in de buy out en brugfinancieringsfase een hoog rendement behaald in vergelijking met de vroege financieringsfasen 'seed' en 'start-up'. In de vroege financieringsfasen werden blijkens het NVP-rentabiliteits onderzoek (1994), de participatiemaatschappijen in de periode 1986 t/m 1993 vaker met faillissementen geconfronteerd van hun investeringen dan in de latere ondernemingsfasen en er werd overwegend een negatief rendement behaald.

Uitzonderlijk hoge rendementen (> 100%) op individuele participaties werden relatief het meest behaald in de brugfinancierings-fase (voorafgaand aan beursnotering). Zo'n 35% van de investeringen in de buy out fase behaalde een rendement van meer dan 15% per jaar. In de vroege financieringsfase werden er relatief weinig uitzonderlijk hoge rendementen behaald. Het rendement voor participatiemaatschappijen is veelal geconcentreerd in een waardevermeerdering bij afstoting van participaties (zie ook: NVP, 1991[b], p.7). Alhoewel de aard van venture capital met zich mee brengt dat relatief grote jaarlijkse schommelingen zich voor zullen doen bij des-investeringen, blijkt uit Figuur 8 dat over de gemeten acht-jaars periode de verkoop aan derden (44%) het belangrijkste desinvesteringkanaal was, terwijl 14% van de investeringen eindigde in faillissement (of ontbinding).

58. Het desbetreffende artikel maakt echter geen melding van de wijze van berekening van dit rendement, zodat een zuivere vergelijking met door NVP berekende rendementen niet kan worden gemaakt. In haar 4e rentabiliteitsonderzoek (oktober 1996), geeft de NVP (1996, p.23) een overzicht over de periode 1981 t/m 1994 van het Amerikaans rendement op venture capital. Blijkens dit overzicht komt het gemiddelde Amerikaanse venture capital rendement over genoemde periode lager uit dan 10%. Daarbij geeft de NVP echter aan dat er verschillen zijn in berekeningsmethodiek waardoor geen vergelijking getrokken kan worden met de door de NVP berekende Nederlandse venture capital rendementscijfers. "Zo zijn de Amerikaanse IRR-cijfers netto cijfers. De Amerikanen maken bovendien een strikt onderscheid tussen investeringen in buy-outs en venture capital-investeringen. De rendementen op buy outs zijn dan ook niet in het IRR-cijfer verwerkt. Mede hierdoor is, vergeleken met de Nederlandse rendementscijfers het rendement voor de Amerikaanse bedrijfstak significant lager. Het rendement op buy outs was namelijk in de onderzochte periode ook in de Verenigde Staten hoger dan het rendement op overige financieringsfasen", aldus de NVP. Het vergelijken met zowel Engelse als Franse venture capital rendementscijfers, zoals verstrekt door de Franse venture capital-associatie AFIC en de Engelse venture capital-associatie BVCA, blijkt eveneens niet mogelijk in verband met afwijkende berekeningsmethoden die door deze beide Europese venture-capital associaties werden gehanteerd.

Figuur 8. Nederlandse venture capital desinvesteringen periode 1989 t/m 1996



Bron: NVP Jaarboeken 1990 t/m 1997

Ondanks het feit dat een ietwat andere definitie van desinvesteringskanalen wordt gehanteerd door EVCA, blijkt uit statistisch materiaal van de EVCA (zie: Sattin/EVCA, 1995) dat de Europese cijfers, althans die van het jaar 1993, een enigszins vergelijkbaar beeld opleveren. Dit is weergegeven in Figuur 9.

Figuur 9. EVCA 'exit statistics', 1993



Bron: Sattin/EVCA, 1995, p.60

Uit Figuur 9 blijkt dat de desinvesteringsroute 'Trade Sale' in 1993 45% van de totale Europese desinvesteringen in venture capital betrof, terwijl het percentage 'Write-off's' 18 was.

Desinvestering van een participatie kan samengevat langs drie hoofdlijnen plaatsvinden, nl. terugverkoop aan de aandeelhouder(s)/onderneming, verkoop aan derden (ev. via effectenmarkt of aandelenruil bij fusies of overname dan wel overdracht aan andere participatiemaatschappijen) en door middel van faillissement (zie ook: Gilde Investment Funds, 1992), waarbij (ruim) twee-derde voor rekening komt van faillissementen (liquidaties) en verkoop aan marktpartijen.

Een opsomming door Keyzer (1989,p.48) van de mogelijkheden van desinvestering overlapt weliswaar de hiervoor genoemde hoofdlijnen, maar voegt er tevens een aantal specifieke, vanuit de praktijk ervaren mogelijkheden aan toe. Het betreft hier:

1. Faillissement;
2. Verkoop participatie aan anderen, bijvoorbeeld aan institutionele beleggers, NPM of een collega uit de branche van de participatie;
3. Inkoop door de vennootschap;
4. Overname door mede-aandeelhouder(s);
5. Beursgang via:
 - a. Nederlandse beurs;
 - b. buitenlandse beurs.;
6. Vijandige overname door derden;
7. Openbare/onderhandse aanbieding;
8. MBO: ondernemer kan overige aandeelhouders (weer) uitkopen;
9. MBI: bij gebrek aan opvolging kan een nieuwe ondernemer eigenaar worden en de zaak voortzetten.

Uit het eerder genoemde onderzoek door de NVP (1991[b], pp.16-17), blijkt dat participatie-maatschappijen in de vroege financieringsfasen in 35% van de gevallen met een faillissement werden geconfronteerd tegenover 27% in de late ondernemingsfasen en 7% in de buy out fase. Bij de resterende desinvesteringen bleek volgens hetzelfde NVP onderzoek, dat de rentabiliteit sterk beïnvloed werd door de keuze van het verkoopkanaal. Opmerkelijk daarbij was dat in alle fasen het aantal participaties dat aan derden werd verkocht twee maal zo hoog lag als het aantal participaties dat aan de aandeelhouder(s) c.q onderneming werden terugverkocht.

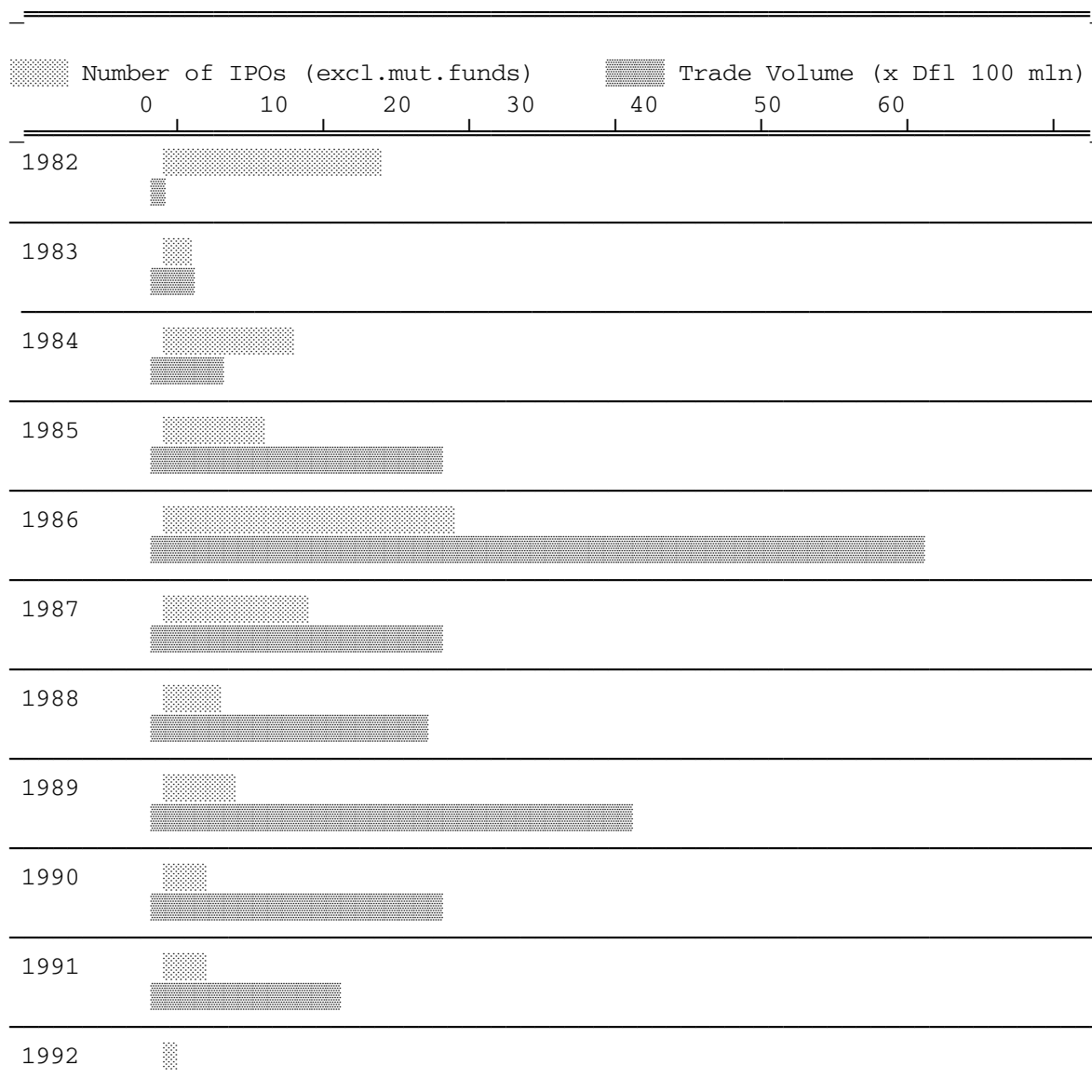
Het grote aantal faillissementen buiten beschouwing latende, bleek dat de gemiddelde ROI van de participaties in de vroege financieringsfasen die terugverkocht zijn aan de aandeelhouder(s) / onderneming beduidend hoger ligt dan die participaties die verkocht zijn aan derden. Goed renderende participaties in de vroege financieringsfasen blijken veelal te zijn terugverkocht aan de aandeelhouder(s) c.q onderneming. "Het lijkt dat de voortvarende groei van de onderneming de eigenaren ertoe beweegt de touwtjes in eigen hand te houden en op korte termijn op eigen kracht verder te gaan. Bij de participaties in de late financieringsfase en de buy outs zien we precies het tegenovergestelde. De ROI van de participaties die verkocht zijn aan derden ligt hier duidelijk hoger dan van participaties die terugverkocht zijn aan de aandeelhouder(s) / onderneming. Het terugverkopen aan de eigenaren lijkt hier een 'zwaktebod"', aldus de NVP. Als één van de redenen voor de relatief geringe omvang van desinvesteringen van venture capital in Nederland via de effectenbeurs geldt, dat de Effectenbeurs onvoldoende verhandelingsmogelijkheden voor participatiemaatschappijen bieden, (zie ook: NVP-Bericht, december 1992, p.6) ondanks het feit dat met name de Parallelmarkt de plaats is geweest waar risico-vermogen tegen een hoge prijs is overgedragen.

Onderzoek door Munsters en Tourani Rad (1994) toont aan dat ondernemingen die met venture capital ondersteuning in Nederland naar de beurs gingen relatief iets minder presteren alhoewel de onderzoekstelling dat venture capital ondersteunde ondernemingen niet slechter presteren dan niet-venture capital ondersteunde ondernemingen, in het zelfde onderzoek niet kon worden verworpen. Onderzocht werd daarbij de (beurs)prestatie van venture capital ondersteunde ondernemingen na beursintroductie.

De relatie werd onderzocht van het behaalde rendement met het gelopen risico door een vergelijking te maken met op de effectenmarkt verhandelde ondernemingen die niet door participatiemaatschappijen zijn ondersteund. Ook werd door Munsters en Tourani Rad de stelling onderzocht dat betrokkenheid van een participatiemaatschappij bij een onderneming die naar de beurs gaat, leidt tot minder 'underpricing'⁵⁹.

De onderzoeksconclusie was echter dat de factor venture capital ondersteuning geen bepalende rol speelt in de waardering van beursintroductions. Ook niet in combinatie met andere kenmerken als leeftijd en grootte van de onderneming.

Figuur 10. Ontwikkeling van de Nederlandse Parallelmarkt



59. Deze onderzoeksstelling werd gebaseerd op de certificatie die de participatiemaatschappij meegeeft aan de onderneming en op de noodzaak voor de participatiemaatschappij om informatie juist en volledig aan de markt door te geven. Dit laatste is volgens Munsters en Tourani Rad van belang voor de participatiemaatschappij, omdat zijn reputatie als begeleider van beursintroductions hiervan afhangt. "Het resultaat is reductie in informatie asymmetrie tussen onderneming en belegger, dus minder ex ante onzekerheid, en daarom minder underpricing."

Bron:NVP, Anslow 1993

De Europese parallelmarkten, met inbegrip van de in 1994 opgeheven Nederlandse Parallel-markt, voldoen blijkens Pan-Europees onderzoek door Bygrave c.s (1992) niet in alle aspecten aan het beeld dat ondernemers verbinden aan de functie van een aandelenmarkt.

Ondernemers zien namelijk een dergelijke markt behalve als bron van prestige en een plaats waar een maximale waarde gerealiseerd kan worden, met name als een mechanisme om additio-neel vermogen te verwerven.⁶⁰

De Nederlandse parallelmarkt heeft, naast als plaats waar veelal bestaand waardepapier tegen een zo goed mogelijke prijs is verkocht, in haar ruim tien-jarig bestaan als verstrekker van risico-vermogen nauwelijks een functie gehad (Zie: Beleggers Belangen, 07-02-1992). In figuur 10 is de ontwikkeling van de Nederlandse parallelmarkt weergegeven. Eind 1993 waren er 70 fondsen genoteerd op de Nederlandse parallelmarkt, waarvan 33 beleggingsfondsen. Na de start in 1982, werden in 1990 de toelatingseisen van de parallelmarkt verscherpt. De laatste jaren is het imago sterk verslechterd en is o.a. een beeld ontstaan van een markt met onvolwaardige onderne-mingen, grote risico's, mislukte introducties, tegenvallende koersontwikkelingen en faillis-ementen van parallelmarkt-fondsen.

Nadat gebleken was dat het aantal introducties en de omzet niet meer voldoen aan de wensen van ondernemingen en beleggers, werd in 1994 door de Amsterdamse Effectenbeurs besloten de parallelmarkt op te heffen door ze te laten opgaan in de officiële markt. Hiertoe werden de toelatingseisen voor de officiële markt enigszins aangepast.

Mede als gevolg van het slecht functioneren van Europese parallelmarkten, is er bij Europese participatiemaatschappijen de behoefte ontstaan om nieuwe desinvesterings-mechanismen te creëren.

Voor Nederland heeft de behoefte aan additionele desinvesteringmogelijkheden in het voorjaar van 1993 geresulteerd in de oprichting van de Participatiebeurs, die ressorteert onder de Stichting Participatiebeurs met als initiatiefnemers de NVP en de Vereniging voor de Effectenhandel.

De doelstelling van de Nederlandse Participatiebeurs is om het mogelijk te maken periodiek⁶¹ pakketten van aandelen van niet ter beurse genoteerde ondernemingen te verhandelen.

Volgens Artikel 6 van het Beursreglement inzake de toelating en werking van de Participatie-beurs (1992) dient een vennootschap ter zake waarvan een verhandelingsobject ter inschrijving wordt aangeboden ten minste te voldoen aan de volgende vereisten:

60. De bezwaren die ondernemers daarbij aan beursintroductie van aandelen verbinden, worden door Bygrave c.s. als volgt samengevat:

- Difficult to maintain investor interests;
- Fees are high;
- Investment Banks Neglect Small company shares;
- Listed company managers must focus short-term.

61. "Voorlopig is gekozen voor twee beurzen per jaar (mei en november)..... De ondernemingen waarvan participaties door participatiemaatschappijen kunnen worden aangeboden moeten een goede financiële positie en goede financiële vooruitzichten hebben. Dit betekent dat ze wat toekomstperspectief en track record betreft in beginsel geschikt zijn voor een notering op de Officiële Parallelmarkt. De Participatiebeurs is geen mechanisme waar participaties van mindere kwaliteit kunnen worden gesleten. Dit betekent dat de reden van verkoop door een participatiemaatschappij aannemelijk gemaakt moet kunnen worden. Een reden kan bijvoorbeeld zijn dat de onderneming, gelet op de ontwikkelingsfase waarin ze zich bevindt, voor de participatiemaatschappij niet langer past binnen de doelstellingen, dan wel dat de onderneming meer op eigen benen wenst te staan.", aldus de Stichting Participatiebeurs (1992).

- 1.a. Op het moment van inschrijving van het handelingsobject dienen de huidige activiteiten ten minste drie jaar te zijn uitgeoefend;
 - b. Blijkens de laatst vastgestelde c.q. goedgekeurde jaarrekening dient het eigen vermogen ten minste te bedragen het bedrag van het door de oprichters gestort en opgevraagd vermogen en voor zover van toepassing het door de oprichters gestorte agio vermeerderd met de krachtens de wet en de statuten aan te houden reserves;
 - c. Sinds de datum van afsluiting van het boekjaar waarop de laatst vastgestelde c.q. goedgekeurde jaarrekening betrekking heeft, zijn niet meer dan 8 maanden verstreken;
 - d. Uit de vastgestelde c.q. goedgekeurde jaarrekeningen over de laatste twee boekjaren blijkt in elk van die jaren een positief resultaat.
2. De directie van de Stichting Participatiebeurs kan ontheffing verlenen van het vereiste in het eerste lid (1.) onder c., mits sinds de datum van afsluiting van het boekjaar waarop de laatst vastgestelde c.q. goedgekeurde jaarrekening betrekking heeft niet meer dan 11 maanden zijn verstreken en de vennootschap tussentijdse cijfers heeft opgesteld. Indien deze tussentijdse cijfers niet zijn gecontroleerd moet dat worden vermeld.
3. De directie van de Stichting Participatiebeurs kan ontheffing verlenen van het vereiste in het eerste lid onder b.

Na sterk tegengevallen belangstelling (na aanvankelijk uitstel om dezelfde reden), werd op de enig gehouden beurs slechts één pakket aandelen te koop aangeboden, waarbij de vraag- en biedprijs zover uit elkaar lagen dat niet tot zaken kon worden gekomen) werd het initiatief voor de Participatiebeurs in het voorjaar van 1994 voorlopig opgeschort.⁶²

De inspanning van een aantal Europese venture capital organisaties richtte zich in het begin van de jaren negentig op de wens om een Europese participatiebeurs op te richten. Onians (1993) kwam met een concreet voorstel dienaangaande. Dit voorstel, door de EVCA het 'Baring' voorstel genoemd, betreft de stichting van een 'European Private Equity Exchange (EPEE)' die volledig in eigendom zou komen van EVCA leden. EPEE zou moeten functioneren in een beperkte aansprakelijkheidsconstructie en in hoofdzaak worden bestuurd als een 'club' zonder externe regulering. Dit 'Baring'-voorstel was in het voorjaar van 1993 nog heftig in discussie. Anslow (1993) stelt dienaangaande: "The controversial aspect of the proposed EPEE is that it would only permit share trades between venture capitalists with non-members of the club excluded from dealing. But Barings have conceived of an exchange which is very professionally run and staffed by high calibre people. It is best seen as a first phase towards a wider system of private equity share trading which could emerge once confidence had built up."

62. Het persbericht van de Stichting Participatiebeurs dienaangaande (zie bijvoorbeeld: Het Financieel Dagblad, 01-03-1994), luidde als volgt: "De participatiebeurs is op sterk water gezet omdat de belangstelling sterk is tegengevallen. De Stichting Participatiebeurs stelde zich ten doel een markt te scheppen voor de verhandeling van pakketten aandelen en ander risicodragend kapitaal waarvoor de effectenbeurs geen mogelijkheden biedt. De nieuwe beurs moest het karakter krijgen van een onderhandse veiling van pakketten die slechts van tijd tot tijd op de markt komen. De start verliep vorig jaar uitermate moeizaam. Aanvankelijk zou in mei de eerste veiling worden gehouden, maar die moest bij gebrek aan belangstelling worden uitgesteld tot november. Ook toen liep de beurs op een fiasco uit. Aangeboden werd 13% van het aandelenkapitaal van een 'vooraanstaande' productie-onderneming. De biedingen op dat pakket kwam niet overeen met de vraagprijs zodat geen zaken konden worden gedaan. De Stichting Participatiebeurs is nu tot de slotsom gekomen dat in mei 1994 evenmin handel te verwachten valt en heeft daarom besloten het initiatief voorlopig op sterk water te zetten. Nieuwe initiatieven zullen pas worden ondernomen als berichten uit de markt van dien aard zijn dat brede beurshandel mag worden verwacht. De stichting zelf wordt tot dan gestald bij de Nederlandse Vereniging van Participatie maatschappijen (NVP)".

Naast het 'Baring' voorstel onderzocht EVCA of vanuit de basis van het Nederlandse model voor een Participatiebeurs, er mogelijkheden waren om in aangepaste vorm, rekening houdend met de verschillende culturele en legale omstandigheden, een Europese participatiebeurs op te zetten. Een ander idee om het aspect van informatie-asymmetrie centraal te stellen betrof het voorstel van Gerke (1992) om in Europa ten behoeve van middelgrote bedrijven een electro-nische beurs voor informatie-uitwisseling op te richten. Het idee van Gerke⁶³ voor een infor-matiebeurs betreft in tegenstelling tot de Nederlandse Participatiebeurs zowel het initieel trans-actieproces waarbij ondernemers de gelegenheid hebben om aandelenpakketten te verwaarden en potentiële investeerders aan te trekken, als een mogelijkheid om participatiemaatschappijen behulpzaam te zijn bij het desinvesteringsproces. Verder werd onderzocht of het mogelijk is om een Europese tak van het succesvolle Amerikaanse elektronische markt-systeem National Association of Securities Dealers Automated Quotation system (NASDAQ) op te zetten met het idee de aandelen van kleinere bedrijven in Europa beter verhandelbaar te maken.

De NASDAQ is in de Verenigde Staten zeer succesvol gebleken, met ca. 5000 noteringen per eind 1993, waarbij ook met name veel kleinere ondernemingen. Dit laatste idee is verder uitgewerkt en in september 1996 is 'EASDAQ' van start gegaan.

EASDAQ is opgezet als een panEuropese markt om snelgroeiende ondernemingen met internationale ambities aan te trekken. Het is de bedoeling dat EASDAQ de Europese equivalent wordt van de Amerikaanse NASDAQ en is onafhankelijk van de bestaande Europese aandelenbeurzen.

Ondernemingen die hun aandelen zowel in Europa als de Verenigde Staten willen aanbieden, kunnen dankzij een overeenkomst tussen de twee markten gebruik maken van een 'dual trading facility'.⁶⁴ Ultimo 1996 waren 5 ondernemingen EASDAQ genoteerd.

63. "The most important role of an information exchange market for medium-size companies is the installation of a computerized meeting point for entrepreneurs intending to realize parts of the value of their company and for potential investors. In order to make this computerized information exchange attractive it should diminish the asymmetric information between the entrepreneurs and potential investors by providing them with investigated information and a neutral rating of the company. This will not be possible without the cooperation of the entrepreneurs who have to provide the information exchange with the data relevant for the rating.....The entrepreneurs normally are not prepared to offer public information describing the economic situation of their company. If they want to be rated by the information exchange they have to make available internal data which their competitors and creditors might like to see very much. Therefore the information exchange will not offer its rating and the name of the rated company to everyone if the entrepreneur does not want it. The exchange will offer the entrepreneurs who are trying to realize the value of their company the identity of possible investors and wait with the transmission of the name and rating of the company until it gets the release of its owners (Gerke, 1992, p.11)."

64. EASDAQ-fondsen moeten bij de toelating beschikken over tenminste 3,5 miljoen ECU aan totale activa en over minstens twee miljoen ECU aan vermogen en reserves. De effecten van de ondernemingen moeten vrij overdraagbaar zijn en het moet aannemelijk zijn dat de toelating zal resulteren in een adequate spreiding van aandeelhouders. Een aantal van honderd aandeelhouders zal worden beschouwd als een adequate spreiding, waarbij in individuele gevallen rekening wordt gehouden met de specifieke kenmerken van het aanbod. In de voor notering toegelaten aandelenklasse moeten tenminste 100.000 effecten beschikbaar zijn voor het publiek. Als de onderneming voor de eerste keer effecten aanbiedt aan het publiek, zijn de directeurs gedurende achttien maanden na de toelatingsdatum niet gerechtigd enig aandeel dat in hun eigen bezit is van de hand te doen. Daarnaast moeten aandeelhouders die vóór de notering meer dan 10% van de aandelen hebben verworven zich verplichten gedurende een redelijke tijd na de toelatingsdatum (aan te geven in het prospectus van de onderneming) niet meer dan 20% van deze aandelen van de hand te doen. EASDAQ kent verder voorwaarden om te waarborgen dat aandeelhouders en de markt zelf zo volledig mogelijk geïnformeerd blijven over de genoteerde ondernemingen. Naast publicatie van een jaarrapport moeten de genoteerde bedrijven kwartaalrapporten publiceren. De financiële informatie moet worden gepresenteerd in overeenstemming met de International Accounting Standards (IAS), met de Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) van de Verenigde Staten of met lokale boekhoudkundige normen.

In dit laatste geval moeten de verschillen met de IAS worden aangegeven en gekwantificeerd. De onderneming moet tijdig iedere substantiële, prijsgevoelige informatie aan het publiek meedelen en prompt antwoorden op vragen van de Easdaq-autoriteiten met betrekking tot ongebruikelijke marktactiviteiten of gebeurtenissen die de handel in de genoteerde aandelen op ingrijpende wijze kunnen beïnvloeden. Iedere genoteerde onderneming moet tenslotte twee 'market makers' aanstellen, die verplicht zijn de bied- en laatkoersen waartegen zij kopen en verkopen in het scherm in te voeren. (Ferron en Franx, 1996; NVP, 1997, p.56-57).

Op voorhand lijkt het moeilijk inschatbaar of het initiatief voor 'EASDAQ' enig kans op succes heeft. Dit gelet op de Europese verdeling in regionale thuismarkten waardoor internationale verhandelbaarheid binnen Europa niet vanzelfsprekend is. De kosten die gemoeid zullen zijn met het terugbrengen van de informatie asymmetrie zullen naar alle waarschijnlijkheid relatief hoog zijn.

Nieuwe initiatieven betreffen verder NMAX en Regionale effecten beurzen.

NMAX, de Nieuwe Markt van Amsterdam Exchanges, is speciaal bestemd voor jonge, snel groeiende ondernemingen met internationale inspiraties. De NMAX, die eind maart 1997 de eerste notering kende, maakt deel uit van Euro NM. Dit is een netwerk van soortgelijke nieuwe markten in Europa; de 'Nouveau Marché' in Parijs, de 'Neue Markt' in Frankfurt en de 'Nieuwe Markt' in Brussel. In vergelijking met de Officiële Markt kent de NMAX in sommige opzichten soepelere toelatingseisen.

Regionale effectenbeurzen richten zich op het midden- en kleinbedrijf, dat geen belang heeft bij internationale notering en te klein is voor de traditionele beurs. Voor de wettelijke eisen en de gebruikelijke zorgvuldigheid wordt een regionaal reglement opgesteld. Dit dient voor lagere drempels voor kleinere bedrijven die via een regionale beurs hun financiële infrastructuur kunnen versterken. In Nederland heeft de Gelderse Ontwikkelingsmaatschappij (GOM) het initiatief genomen tot oprichting van de Regionale Effectenbeurs Gelderland (NVP, 1997, pp.56-58).

De hiervoor behandelde aspecten van het finaal-transactieproces samenvattend, concluderen we met Gerke⁶⁵ dat alhoewel er verschillende mogelijkheden zijn om (al dan niet gedeeltelijke) realisering van de waarde van een onderneming te bewerkstelligen, er geen optimale methode bestaat die geldt voor iedere situatie. De te kiezen methodiek voor rendements-realisatie hangt daarbij af van de bereidheid van de bestaande aandeelhouders om voor het publiek toegankelijke informatie ter beschikking te stellen, alsmede van het door Gerke gesignaleerde patriarchaal gedrag van ondernemers. De te maken transactie kosten zullen daarbij een belangrijke rol spelen.

65. "The way chosen for realizing enterprise value depends on the readiness of the entrepreneurs to offer public information, on their patriarchal behaviour and especially on the cost of raising capital. An information exchange may diminish the costs of search for suitable partners and of asymmetric information but there will remain very different costs of equity raising, depending on the amount of capital demanded (Gerke, 1992, p.19)."

6. Enquête stuurmechanismen venture capital

Het belangrijkste instrument waarmee de verschaffer van 'venture capital' de risico's min of meer kan beheersen, bestaat in de rechtstreekse bemoeienis met het management van de onderneming waarin wordt deelgenomen.

J.L. Bouma⁶⁶

6.1 Inleiding

Zoals in paragraaf 1 van dit Hoofdstuk (p.126) werd aangegeven, werd binnen het kader van dit onderzoek besloten tot een verkennende enquête omdat over de toepassing van invloeds-mechanismen door participatiemaatschappijen ons geen specifiek empirisch onderzoek bekend is.

Het in § 5.3 van dit Hoofdstuk (p.170) aangegeven onderzoek van Eigenhuijsen en Scheffer (1996) heeft weliswaar een aantal raakvlakken met dit onderwerp, maar dit onderzoek betreft de 'mening van de ondernemers over de samenwerking met participatiemaatschappijen'.

6.2 Onderzoeksopzet en methodiek

Door middel van een enquête is getracht inzicht te verkrijgen in de praktijk van participatie-maatschappijen. De enquête (gehouden in de periode 1995-1996) werd uitgevoerd onder leden van de NVP. Gebruik werd gemaakt van het NVP ledenbestand volgens het NVP Jaarboek 1995. Van de hierin vermelde 45 leden werden er 34 geselecteerd. De niet-geselecteerde NVP-leden betroffen enerzijds zeer kleine participatiemaatschappijen waaronder de Drentse Participatie Maatschappij B.V. met een geïnvesteerd vermogen van f 800.000,-- en het Startfonds Zuid-Nederland B.V. met een geïnvesteerd vermogen van f 650.000,--, anderzijds bleek een aantal verschillende NVP-leden tot één hoofdgroep te behoren, zoals Nesbic Groep B.V., Nesbic Ventures B.V. en Nesbic Agritech 2000 B.V. In dit laatste geval werd slechts één van de tot dezelfde hoofdgroep behorende participatiemaatschappijen voor het onderzoek geselecteerd.

De aldus geselecteerde 34 NVP-leden werden vervolgens middels de in Bijlage I vermelde vragenlijst telefonisch benaderd via een marktonderzoeksbureau. Van de 34 benaderde participatiemaatschappijen werden er zes niet bereikt (meerdere keren in vergadering, niet aanwezig, etc.), en waren er vier weigeringen om aan het onderzoek mee te werken (waaronder 1 NVP-lid die inmiddels de 'participatie-poot' bleek te hebben afgestoten). Het totaal aantal afgenomen enquêtes bedroeg derhalve 24.

Ondanks het feit dat de geënquêteerde NVP-leden op basis van globale gegevens gezamenlijk meer dan 75% van het door participatiemaatschappijen in Nederland geïnvesteerd venture capital blijken te vertegenwoordigen, wordt met dit exploratieve onderzoek niet gepretendeerd de praktijk in kaart te brengen.

66. 1994

De gebruikte vragenlijst is onderverdeeld in de volgende hoofdgroepen:

- a. Profiel van de respondenten;
- b. Onderscheid tussen 'goede' en 'slechte' bedrijven;
- c. Stuurmechanismen onderzoeksfase;
- d. Stuurmechanismen initiële transacties;
- e. Stuurmechanismen beheer;
- f. Stuurmechanismen tussentijdse beloning en des-investering;
- g. Betekenis formele stuurmechanismen versus informele stuurmechanismen.

De onderzoeksresultaten worden hierna in dezelfde volgorde behandeld. Elk resultaat wordt voorafgegaan door het corresponderende nummer van de vragenlijst.

De responsoverzichten en opmerkingen van respondenten naar aanleiding van de gestelde vragen zijn in Bijlage I opgenomen.

6.3 Profiel van de respondenten

Van de 24 respondenten waren 23 als investment manager en/of directie-lid bij de desbetreffende participatiemaatschappijen in dienst. Eén respondent was sinds 2 maanden, na 6 jaar als zodanig te hebben gefunctioneerd, niet meer werkzaam als investment manager.

(3) 91,7% (n=24) Van de ondervraagden geeft aan op de een of andere manier betrokken te zijn bij participaties in portefeuille.

(4) Van de respondenten neemt 75% (n=24) zelf deel aan de RvC van participaties in portefeuille,

(7) terwijl 33,3% (n=24) aangeeft (wel eens) een andere bestuursfunctie bij de deelnemingen te vervullen.

(5) Aan de aandeelhouders-vergaderingen blijkt 95,8% (n=24) deel te nemen,

(6) terwijl eveneens 95,8% (n=24) van de respondenten middels het opvragen van gegevens betrokken is bij de deelnemingen.

(8) Informele contacten als zakenlunches worden door 75% (n=24) van de respondenten onderhouden,

(9) waarbij 83,3% (n=24) daarvoor de 'wandelgangen' blijkt te gebruiken.

(10) 37,5% (n=24) Van de geënquêteerden zien hun lidmaatschap van commerciële clubs als een mate van betrokkenheid bij hun deelnemingen.

(11) Specifieke antwoorden op de vraag op welke ANDERE manieren men zelf betrokken is bij de participaties, zijn hieronder gegroepeerd met achter elke groep het desbetreffende percentage respondenten (n=16; iedere respondent beperkte zich tot één antwoord).

a. geen andere dan hierboven genoemde manieren (31,2%);

b. door middel van informeel strategie-overleg, beleidsafspraken en adviseursrollen (31,2%);

c. contacten via vrienden- en kennissenkring c.q. via NCW en NVP (18,8%);

d. als portfolio-beheerder, d.m.v. cijfer-analyse en bedrijfsbezoeken (18,8%).

6.4 Onderscheid tussen 'goede' en 'slechte' bedrijven

Om vanuit het oogpunt van de participatiemaatschappij onderscheid te maken tussen 'goede' en 'slechte' deelnemingen wordt door de respondenten gebruik gemaakt van verschillende soorten van informatie.

- (12) Zonder uitzondering (100%, n=24) wordt bij de beoordeling door de respondenten gebruik gemaakt
- (13) van zowel jaarrapporten als van tussentijdse periodieke financiële en operationele gegevens van
- (14) hun participaties.
- (15) De antwoorden op de vraag welke operationele gegevens men bij de beoordeling gebruikt kunnen in vier categorieën financieel, markt, produktie en personeel worden ondergebracht (n=23). Het betreft hier gegevens zoals (zie Bijlage I voor een volledig overzicht):

Financieel: debiteurenstanden; Markt: orderstanden;
banksaldi; produktgegevens;
omzetsnelheid; afzetontwikkeling;

Produktie: bezettingsgraden; Personeel: personeelsmutaties;
kwaliteit ziekteverzuim.

- (16) Door 58,3% (n=24) van de respondenten wordt aangegeven dat bij beoordeling van de ondernemingen in portefeuille nog gebruik gemaakt wordt van andere periodieke gegevens.
- (17) Op de vraag welke andere periodieke gegevens dit zijn, blijken diverse antwoorden ook al te zijn gegeven op vraag 15. Niet eerder genoemde gegevens waarvan gebruik wordt gemaakt, betreffen:
- informele contacten rond onderneming;
 - navragen bij accountants en banken;
 - jaarplannen en budgetten;
 - studies N.I.B. en andere banken;
 - rapporten externe adviseurs diverse onderwerpen;
 - eigen bedrijfskundige adviesgroep.
- (18) Van de ondervraagden geeft 83,3% (n=24) aan branchegegevens te gebruiken om te kunnen beoordelen of een bedrijf goed of slecht is. Bij de beantwoording van de vraag welke branchegegevens men
- (19) gebruikt, blijkt met name het gebruik van speciale onderzoeken door branche-verenigingen, belangenverenigingen en banken populair. Vooral is men daarbij geïnteresseerd in gegevens waarvan de marktaandeelen c.q. concurrentiepositie van de participaties kunnen worden afgeleid.
- (20) 50% (n=24) geeft aan dan men eigenlijk nog meer informatie nodig zou hebben om te kunnen beoordelen of een bedrijf goed of slecht is.
- (21) Bij het antwoord op de vervolgvraag welke gegevens men aanvullend zou willen hebben blijkt het daarbij in hoofdzaak te gaan om gegevens die kunnen helpen bij management-beoordeling. De behoeften die in dit kader worden genoemd betreffen gegevens waarmee men inzicht kan verkrijgen in wat managers beweegt en waarmee de capaciteiten van het management en het functioneren ervan kunnen worden beoordeeld.
- (22) De respondenten (n=24) krijgen de meeste relevante gegevens van ondernemingen in portefeuille op maandbasis (75%) en verder per kwartaal (25%).
- (23) Een goede onderneming blijkt van de respondenten (n=21) gemiddeld bijna 50 uur per jaar te vergen, waarbij de antwoorden uiteenlopen van 10 uur per jaar tot 140 uur per jaar. Eén van de respondenten geeft aan dat het door hem genoemde aantal uren van 40 een minimaal aantal bedraagt. Daarbij is hij er van uitgegaan dat alleen de functie van aandeelhouder wordt vervuld en niet die van commissaris. In die situatie zou het volgens hem namelijk nog ongeveer 6 dagen per jaar extra kosten. Dergelijke overwegingen zullen de gemiddelde uitkomst enigszins hebben beïnvloed.

(24) Op de vraag hoeveel tijd een slechte onderneming per jaar vraagt lopen de antwoorden nog sterker uiteen. Terwijl één van de respondenten (n=21) er in totaal slechts een enkele werkweek aan besteedt (40 uur), is een ander een volledig werkjaar (1500 uur) zoet met een onderneming. Wanneer het antwoord van de laatste respondent niet wordt meegewogen, blijkt de gemiddelde tijdsbesteding ruim 250 uur per jaar te zijn.

6.5 Stuurmechanismen onderzoeksfase

Bij het aangaan van participaties wordt door de respondenten gebruik gemaakt van formele stuur-mechanismen ter voorkoming van het gevoel 'een kat in de zak' te hebben gekocht.

(25) Van de respondenten neemt 50% (n=24) contractuele nabetalingsregelingen op betreffende een aan toekomstige bedrijfseconomische prestatie gekoppelde prijs van de gekochte aandelen. Van de respondenten doet 16,7% dit nadrukkelijk niet.

Eén van de respondenten geeft daarbij aan liever geen contractuele nabetalingsregelingen op te nemen omdat dit contraproductief kan werken.

(26) 70% van de ondervraagden die wel een contractuele nabetalingsregeling opneemt geeft nadrukkelijk aan er in de praktijk ook uitvoering aan te geven.

(27) Het contractueel opnemen van diverse garanties en vrijwaringen jegens de toetredende aandeel-houders blijkt in gebruik bij 95,8% (n=24) van de respondenten.

(28) Het afdwingen ervan in de praktijk vindt bij 12,5% (n=24) nadrukkelijk niet plaats.

6.6 Stuurmechanismen initiële transacties

Bij de initiële transactie wordt een aantal praktische zaken geregeld die contractueel worden vastgelegd.

(29) Van de ondervraagde investment managers geeft 87,5% (n=24) aan de samenstelling van de raad van commissarissen en stemovereenkomsten inzake de benoeming van de leden ervan contractueel op te nemen.

(30) Bij de uitvoering houdt 87% (n=23) aan de samenstelling van commissarissen en aan de stem-overeenkomsten strikt de hand, 13% doet dit soms wel en soms niet.

(33) Van de respondenten maakt 25% (n=24) afspraken over een ten gunste van de onderneming af te sluiten levensverzekering op sleutelfiguren; 33,3% doet dit nadrukkelijk niet.

(35) 41,7% (n=24) maakt contractuele afspraken over eventuele toekomstige uitbreiding van de participatie en over het aantrekken van vreemd vermogen, eveneens 41,7% doet dit niet.

(36) Deze afspraken worden door 64,3% (n=14) ook daadwerkelijk afgedwongen, 35,7% doet dit soms wel en soms niet.

6.7 Stuurmechanismen beheer

Ter facilitering van de beheer-activiteiten van participatiemaatschappijen wordt een aantal contractuele rechten en plichten vastgelegd.

(37) De overgrote meerderheid (91,7%, n=24) van de respondenten neemt contractuele regelingen op betreffende periodiek overleg en informatie-uitwisseling.

- (38) De gemiddelde overlegfrequentie (n=20) bedraagt bijna 8 keer per jaar. Daarbij werd twee maal door een respondent slechts 3 keer per jaar overlegd, terwijl één respondent 50 keer overleg voert. Bij de berekening van dit gemiddelde is de reactie van één respondent niet meegenomen, aangezien deze investment manager aangaf full-time bij een participatie te zijn betrokken. Door een van de andere respondenten werd aangegeven dat overleg soms ook telefonisch plaatsvindt.
- (39) Verplichtingen van de participatiemaatschappij jegens de vennootschap waarin wordt deelgenomen, zoals geheimhouding over te ontvangen vertrouwelijke informatie worden volgens 58,3% (n=24) van de ondervraagden contractueel opgenomen, terwijl 29,2% aangeeft dit nadrukkelijk niet te doen.
- (40) Bij 3,6% (n=17) van de respondenten leiden dergelijke verplichtingen in de praktijk tot problemen, bij 17,6% is dat soms het geval.
- (41) Driekwart (n=24) van de ondervraagden neemt contractuele bepalingen op betreffende de gevolgen van inbreuk op garanties en het niet nakomen van verplichtingen.
- (43) Van de ondervraagden zegt 70,8% (n=24) contractuele bepalingen op te nemen met betrekking tot geschillenbeslechting en rechtskeuze.
- (44) 42,1% (n=19) van de respondenten maakt daar in de praktijk echter geen gebruik van.

6.8 Stuurmechanismen tussentijdse beloning en des-investering

Door participatiemaatschappijen worden met hun deelnemingen afspraken gemaakt die betrekking hebben op tussentijdse beloning en het proces van des-investering door de participatie-maatschappij.

- (45) Contractuele afspraken over het te voeren dividendbeleid worden door 62,5% (n=24) van de respondenten gemaakt, terwijl 8,3% dergelijke contractuele afspraken niet maakt.
- (46) Hiervan pasten 90,9% (n=22) van de respondenten deze afspraken in de praktijk ook toe, 9,1% doen dit soms wel, soms niet.
- (47) Contractuele verplichtingen van de vennootschap jegens de participatiemaatschappij zoals anti-verwateringsclausule en het recht om aandelen mee te verkopen wanneer andere aandeelhouders hun aandelen vervreemden worden in ieder geval door 91,7% (n=24) van de ondervraagden opgenomen.
- (49) 66,7% (n=24) neemt soms contractuele bepalingen op betreffende een terugkoopformule of aanbiedingsplicht door de participatiemaatschappij, waarvan 37,5% (n=24) dit als regel blijkt te doen.
- (50) In de praktijk wordt door 12,5% (n=16) van de respondenten geen gebruik gemaakt van terugkoop-formules of aanbiedingsplicht.
- (51) 29,2% (n=24) van de respondenten geeft aan zonder meer contractueel op te nemen de verplichting van de participatiemaatschappij om gedurende een bepaalde periode niet tot vervreemding van haar deelneming over te zullen gaan; 25% neemt deze bepaling soms wel en soms niet op.

6.9 Betekenis formele stuurmechanismen versus informele stuurmechanismen

- (53) Alhoewel een aantal respondenten aangeeft de voorgaande groepen van formele stuurmechanismen niet los van elkaar te kunnen zien, vindt 66,7% (n=18) de stuurmechanismen betreffende beheer in de dagelijkse praktijk het meest belangrijk.
- (54) Op de vraag welke aanvullende formele stuurmechanismen men graag ter beschikking zou willen hebben, blijkt bij een viertal respondenten (n=20, elke respondent gaf 1 antwoord) de wens aanwezig om in een meerderheidspositie terecht te kunnen komen, c.q. de ondernemer te kunnen ontslaan.

(55) Op de vraag welke informele stuurmechanismen wel eens worden aangewend noemen vrijwel alle respondenten (n=24) de een of andere vorm van informeel overleg met 'stakeholders' van de deelneming.

(56) Terwijl 39,1% (n=23) van de respondenten de formele stuurmechanismen het meest belangrijk vinden, hechten eveneens 39,1% meer waarde aan informele stuurmechanismen; 21,7% vindt beide even belangrijk.

Op de afsluitende vraag van de enquête waarbij de respondent werd uitgenodigd om desgewenst nog iets toe te voegen dat naar zijn mening van belang is voor de enquête, gaf 1 respondent aan dat de vragen vanuit de perceptie van de onderzoeker zijn en geen goed beeld geven; deze respondent lichtte deze opmerking echter niet nader toe, zodat de betekenis van zijn opmerking niet duidelijk is. Een andere respondent gaf aan dat de aandeelhoudersovereenkomst zeer belangrijk is, terwijl er ook een reactie was waarbij "het goed op kunnen schieten met de directie" als het meest belangrijke stuurmechanisme wordt ervaren.

Tenslotte werden er twee algemene opmerkingen gemaakt; Eén van de responderende investment managers stelde dat de "kern van het verhaal is dat voorkomen moet worden dat partijen in een formele machtspositie terechtkomen (bijvoorbeeld de aandeelhouder of de voorzitter van de RvC)"; Een andere respondent keurde het af (overigens terecht) en vond het vreemd dat de onderzoeker bij het enquête-onderzoek anoniem⁶⁷ wenste te blijven.

6.10 Enquête stuurmechanismen samengevat.

De doelstelling van de gehouden enquête was om inzicht te krijgen in het gebruik van stuurmechanismen door participatiemaatschappijen.

Gelet op de aard van de onderzoeksvragen, werden geen unieke of schokkende resultaten verwacht. Geconstateerd kan worden dat de onderzoeksresultaten een inzicht geven in het gebruik van stuurmechanismen door participatiemaatschappijen. Hiermee is in principe aan de doelstelling van het enquête-onderzoek beantwoord. Desondanks worden enige globale conclusies getrokken aan de hand van de onderzoeksresultaten.

Uit de onderzoeksresultaten kan worden afgeleid dat bij de contractueel overeengekomen stuurmechanismen in principe onderscheid gemaakt kan worden tussen 'actieve' en 'passieve' stuurmechanismen.

De 'passieve' stuurmechanismen kunnen dan gedefinieerd worden als de contractuele afspraken met een 'slappend' karakter die actueel worden wanneer het specifieke van de desbetreffende afspraak voor één van de partijen een rol gaat spelen. Te noemen vallen in dit kader de hiervoor genoemde stuurmechanismen als: samenstelling RvC, geheimhoudingsverklaring, gevolgen van inbreuk op garanties, het niet nakomen van verplichtingen, bepalingen met betrekking tot geschillenbeslechting en rechtskeuze, antiverwateringsclausule, terugkoopformule, aanbiedingsplicht en nabetalingsregeling.

67. De reden voor deze wens van anonimiteit lag besloten in de verwachting dat er bij bekendmaking van de onderzoeker, zelf investment manager bij een bekende participatiemaatschappij, door de respondenten in een aantal gevallen mogelijk minder spontaan op de enquêtevragen zou worden geantwoord. Het was om dezelfde reden dat het marktonderzoek- en management-adviesbureau Avacon bij het uitvoeren van de enquête door de onderzoeker werd ingeschakeld.

Contractueel overeengekomen stuurmechanismen met een 'actief' of doorlopend karakter vallen welhaast per definitie in de categorie 'beheer'.

Stuurmechanismen betreffende het beheer van de deelneming blijken voor de investment managers de meest belangrijke formele stuurmechanismen die aanwezig zijn. Er wordt door de investment managers trouwens evenveel waarde gehecht aan de formele stuurmechanismen als aan de informele stuurmechanismen. De gebruikte informele stuurmechanismen bestaan vrijwel uitsluitend uit vormen van informeel overleg met diverse 'stakeholders' en andere betrokkenen bij de deelnemingen, waaronder met name informeel overleg met directie, management, overige commissarissen, overige aandeelhouders, bank en accountant. Blijkens de onderzoeksresultaten staan de volgende actieve stuurmechanismen ter beschikking van tweederde of meer van de investment managers: deelname aan de RvC, deelname aandeelhoudersvergaderingen, periodiek overleg, periodieke informatie-uitwisseling, en tenslotte informeel overleg.

De informatie die door de investment managers bij de beheertaak wordt gebruikt, is in zeer belangrijke mate gebaseerd op enerzijds periodieke gegevens die eens per maand of kwartaal door de deelnemingen ter beschikking worden gesteld, anderzijds gebaseerd op gegevens uit met name speciale onderzoeken door brancheverenigingen en banken.

Deze informatie wordt aangevuld door middel van met name informele gesprekken in de 'wandelgangen'.

Naast financiële gegevens maakt men bij de beheertaak gebruik van operationele gegevens met betrekking tot markt, personeel en produktie.

Een niet-ingevulde behoefte bestaat er aan gegevens die kunnen helpen bij het inzicht verkrijgen in wat managers beweegt en waarmee de capaciteiten van het management en het functioneren ervan kunnen worden beoordeeld.

De beheertaak vergt bij een goedlopende deelneming gemiddeld zo'n 50 uur per jaar, terwijl een slechtlopende deelneming het vijfvoudige daarvan aan tijd vergt.

7. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk IV

Wij beschouwen slechts hen als mensen met een gezond verstand, die onze mening zijn toegedaan.

La Rochefoucauld⁶⁸

In de inleiding (p.125) werd de vraagstelling en het daarbij aangegeven onderzoeksdoel geformuleerd als:

"Wat is venture capital? Het doel van onderzoek betreft beeldvorming van achtergronden van venture capital alsmede het in kaart brengen van de verschillende wijzen waarop participatiemaatschappijen trachten invloed uit te oefenen op de gang van zaken bij hun participaties."

Op basis van de hiervoor beschreven resultaten kunnen twee antwoorden op deze vraagstelling worden geformuleerd:

1. "Venture capital als begrip kan zowel in haar historisch oorspronkelijke vorm als in haar hedendaagse verschijningsvorm worden beschouwd als een bijzondere verzekering die afgesloten wordt met het oog op het te lopen ondernemersrisico."
2. "Venture capital kan vanuit een procesmatige invalshoek worden gedefinieerd als het proces waarbij een specifiek daartoe opgerichte organisatie door deelname in het onder-nemend vermogen van door haar als kansrijk ingeschatte ondernemingen tracht om een aan de doorgaans door haar te lopen hoge financiële risico's gerelateerd rendement te verwezenlijken."

De belangrijkste bevindingen van de invulling die werd gegeven aan het hierboven genoemde doel van het onderzoek betreffen:

- i. Ondernemersvoorkeur van financiering
- ii. Afstemmingsprobleem vraag en aanbod van venture capital
- iii. Netwerkfuncties van participatiemaatschappijen
- iv. Uitgangspunten participatieovereenkomst
- v. Rendementseis en -realisatie
- vi. Stuurmechanismen

Ad i: Ondernemersvoorkeur van financiering

De zogenaamde Pecking Order theorie van Myers blijkt van toepassing op zowel de uit praktijk-onderzoek gebleken financieringsvoorkeur van ondernemers als op de eveneens uit praktijk-onderzoek blijkende werkelijke financiering van ondernemingen. Geconstateerd wordt dat door ondernemers in het algemeen eerst dan een beroep op venture capital zal worden gedaan nadat vergeefs een beroep is gedaan op diverse andere financieringsmogelijkheden. Bij een beroep op venture capital gaat de voorkeur van ondernemers uit naar een achtergestelde lening terwijl financiering door middel van aandelenvermogen het minst gewenst is. Deze bevinding lijkt een belangrijk gegeven in het licht van Osborne's onderzoeksconclusies betreffende het omgaan met de machtspositie door ondernemers (zie Hoofdstuk III, p.124 en de inleiding van dit hoofdstuk, p.125).

68. In: Bedrijfskundige berichten, Jaargang 14, Groningen, Augustus 1994, p.40

Ad ii: Afstemmingsprobleem vraag en aanbod venture capital

Er blijkt sprake te zijn van afstemmingsproblemen tussen vraag en aanbod van venture capital. Daarbij wordt geconstateerd dat ondernemers in hoofdzaak rechtstreeks zaken doen met participatiemaatschappijen zonder inschakeling van externe adviseurs zoals banken en accountants-kantoren.

Ad iii: Netwerkfuncties van participatiemaatschappijen

Karakteristieke netwerkfuncties bij venture capital blijken met name tot uitdrukking te komen bij syndicaatvorming tussen participatiemaatschappijen. Naast redenen zoals spreiding van financiële risico's en verlaging van transactiekosten kan bewust worden gekozen voor een geza-menlijke verwerving van een meerderheidsbelang met de bijgedachte om bij falend ondernemerschap te kunnen ingrijpen.

Internationale syndicaatvorming door participatiemaatschappijen lijkt, naast het dienen van eigen belangen zoals het aantrekken van buitenlandse investeerders, met name van belang voor bedrijven met internationale groeipotentie die op deze wijze hopen toegang te krijgen tot informatie over buitenlandse markten.

Ad iv: Uitgangspunten participatieovereenkomst

Het initiële transactie proces blijkt een tijdrovende en kostbare procedure te vormen die bij positieve voortgang veelal door middel van de ondertekening van een participatieovereenkomst en/of een akte van (achtergestelde) geldlening wordt afgerond. De desbetreffende overeen-gekomen voorwaarden vormen de formele basis voor de betrokkenheid van een participatie-maatschappij bij een deelneming. Diverse contractuele bepalingen lijken als doel te hebben de door de participatiemaatschappijen te lopen toekomstige risico's niet te verzwaren met min of meer afdekbare risico's uit het verleden, terwijl met andere bepalingen duidelijk wordt getracht een mogelijke sturende invloed te kunnen uitoefenen op toekomstige ontwikkelingen welke zich bij een portfolio-onderneming zullen voordoen.

Ad v: Rendementseis en -realisatie

De rendementseis van participatiemaatschappijen blijkt grotendeels een voortvloeisel van de subjectieve schattingen van de aanwezige risico's en onzekerheden die per venture capitalist zullen verschillen. Onderzocht werd of het Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Sharpe kan worden toegepast bij de beoordeling van risico en rendement door participatiemaatschappijen. Geconcludeerd werd dat om verschillende redenen het CAPM model niet toegepast kan worden bij deze beoordelingsvraag. Naast onzekerheden die voortkomen uit factoren zoals conjuncturele schommelingen, marktontwikkelingen en overheidsmaatregelen alsmede de (al dan niet volgtijdelijke) samenhang daartussen, werd aangegeven dat de mate waarin een participatiemaatschappij risico loopt over zijn vermogensinbreng nauw verband houdt met de levens- c.q. financieringsfase waarin bedrijfstak, onderneming en producten zich bevinden. De recente voorkeur bij te plegen investeringen door Nederlandse en andere Europese participatie-maatschappijen gaat duidelijk uit naar de financieringsfasen 'expansie' en 'buy out', fasen waarin de hoogste rendementen blijken te worden behaald. De mogelijkheid om aandelenbelangen in portfolio-ondernemingen te vervreemden door middel van beursintroductie van dergelijke ondernemingen is voor participatiemaatschappijen na opheffing van de Nederlandse parallelmarkt niet verminderd als gevolg van versoepeling van de toetredingscriteria die gelden voor de officiële markt en als gevolg van de start van 'nieuwe markten' zoals NMAX, de Nieuwe Markt van Amsterdam Exchanges. Een initiatief van de NVP om tot een Nederlandse participatie beurs te komen waar participatiemaatschappijen aandelenpakketten van portfolio-ondernemingen zouden kunnen verhandelen, is vooralsnog mislukt. Andere recente ontwikkelingen zoals de pan-Europese 'electronische schermen' beurs Easdaq en Regionale effectenbeurzen bieden in principe aanvullende mogelijkheden voor de exit- (en in zekere zin rendements-) problematiek van Nederlandse participatiemaatschappijen.

Gelet op onderzoeksconclusies van Munsters en Tourani Rad die indiceren dat de factor venture capital ondersteuning geen bepalende rol heeft gespeeld in de waardering van Nederlandse beursintroducties en dat ondernemingen die met venture capital ondersteuning in Nederland naar de beurs gingen iets minder presteren dan niet-venture capital gesteunde ondernemingen, kan voorzichtig geconcludeerd worden dat de relatieve kwaliteit van portfolio-ondernemingen die door Nederlandse participatiemaatschappijen in het afgelopen decennium beursrijp werden geacht zeker niet beter is dan van de niet door venture capital ondersteunde ondernemingen die een beursgang maakten.

Wanneer deze relatief matige kwaliteit van de tot dusver door Nederlandse participatiemaatschappijen beursrijp geachte deelnemingen in aanmerking wordt genomen, dient de vraag zich aan of initiatieven zoals het hiervoor genoemde Easdaq-initiatief op zichzelf zullen kunnen leiden tot structureel hogere rendementen voor Nederlandse participatiemaatschappijen.

Geconcludeerd wordt dat factoren zoals de gemiddelde ervaring van Nederlandse participatiemaatschappijen, te maken transactiekosten, het door Gerke gesignaleerde patriarchale gedrag van ondernemers en de factor betreffende de al dan niet aanwezige bereidheid van de bestaande aandeelhouders om voor het publiek toegankelijke informatie ter beschikking te stellen, bij de (individueel) te kiezen methodiek voor rendements-realisatie een belangrijke rol zullen blijven spelen.

Ad vi: Stuurmechanismen

Een verkennende enquête werd uitgevoerd naar de toepassing van invloedmechanismen door Nederlandse participatiemaatschappijen. Geconstateerd wordt dat de onderzoeksresultaten inzicht geven in het gebruik van stuurmechanismen door participatiemaatschappijen, waarmee aan de doelstelling van dit enquête-onderzoek invulling werd gegeven. De vijf meest belangrijke conclusies die aan de hand van de onderzoeksresultaten worden getrokken zijn hieronder weergegeven:

1. Er kan zowel een onderscheid worden gemaakt tussen actieve en passieve stuurmechanismen als tussen formele en informele stuurmechanismen. Er wordt door de investment managers evenveel waarde gehecht aan de formele stuurmechanismen als aan de informele stuurmechanismen.
2. Contractueel overeengekomen stuurmechanismen met een actief karakter vallen welhaast per definitie in de categorie 'beheer'. Deze stuurmechanismen betreffende het beheer van de participaties blijken voor de investment managers van participatiemaatschappijen de meest belangrijke van de formele stuurmechanismen.
3. De beheertaak vergt bij een goedlopende participatie gemiddeld zo'n 50 uur per jaar, terwijl een slechtlopende participatie het vijfvoudige daarvan aan tijd vergt.
4. De volgende actieve stuurmechanismen staan ter beschikking van tweederde of meer van de geënquêteerde investment managers:
 - deelname aan de RvC;
 - deelname aan aandeelhoudersvergaderingen;
 - formeel periodiek overleg;
 - formele periodieke informatie-uitwisseling;
 - informeel overleg.
5. Een niet-ingevulde behoefte blijkt er te bestaan bij investment managers aan gegevens die kunnen helpen bij het inzicht verkrijgen in wat managers van participaties beweegt en waarmee de capaciteiten van dit management en het functioneren ervan kunnen worden beoordeeld

1. Inleiding

Zonder een model dat inzicht geeft in de causale werking van een te besturen systeem kan niet worden bestuurd.

A.C.J. de Leeuw¹

De probleemstelling van het onderzoek zoals geformuleerd in § 2.2. van Hoofdstuk I (pp.11-12) luidt:

"De ontwikkeling van een conceptueel model van ondernemerschap op basis van samenhangende aspecten van ondernemerschap, venture capital en bedrijfseconomische prestatie."

Zoals in § 2.2 van Hoofdstuk I werd aangegeven, wordt met het te ontwikkelen model beoogd een raamwerk aan te reiken met behulp waarvan onderzoeksresultaten op het gebied van ondernemerschap samenhangend kunnen worden verankerd als een basis voor de ontwikkeling van een algemene theorie betreffende ondernemerschap. Aangegeven werd daarbij dat het tot dusver ontbreken van een (algemeen) raamwerk van waaruit onderzoek naar het verschijnsel ondernemerschap plaatsvindt, als een mogelijke achterliggende oorzaak kan worden aangemerkt voor de constatering dat de relatief grote hoeveelheid onderzoeken die naar het verschijnsel ondernemerschap hebben plaatsgevonden tot dusver nog niet hebben geleid tot een algemene theorie betreffende ondernemerschap. Verder werd daarbij aangegeven dat een uit economische literatuur blijkende veelheid aan tegenstrijdige resultaten betreffende ondernemerschaps-onderzoek in dit licht als illustratief kan worden gezien.

De in § 2.2 van Hoofdstuk I in het verlengde van de hierboven genoemde probleemstelling aangegeven onderzoeksdoelstellingen werden als volgt geformuleerd:

iWetenschappelijk

Het aanreiken van een model van ondernemerschap met behulp waarvan onderzoeksresultaten samenhangend kunnen worden verankerd als een basis voor de ontwikkeling van een algemene theorie betreffende ondernemerschap.

iiMaatschappelijk

Het verstrekken van inzicht in samenhangende aspecten van ondernemerschap in het licht van het belang van werkgelegenheid.

iiiPraktisch

Het aanreiken van een instrument aan o.a. vermogenverschaffers voor het inzichtelijk maken van samenhangende bedrijfseconomische prestatie van hun portfolio-ondernemingen en de wijzen waarop invloed op deze prestatie kan worden uitgeoefend.

1. 1990, p.48

In dit hoofdstuk wordt middels synthese van bevindingen uit de voorgaande Hoofdstukken II, III en IV, nadere invulling gegeven aan de probleemstelling van dit onderzoek.

Als afbakening van het model wordt gekozen voor psychologische dimensies en de economische functie van ondernemerschap op een hoog aggregatieniveau (abstractie). Vervolgens zal het model operationeel worden gemaakt door middel van verlaging van het aggregatieniveau, door omzetting van het eerste model in een besturingsmodel voor ondernemerschap-prestatie.

Het uitgangspunt vormt het in § 4 van Hoofdstuk III (pp.119-120) beschreven psychologisch model van ondernemerschap van Wärneryd (1988). De overige hoofdbestanddelen van het te ontwikkelen model worden gevormd door de in Hoofdstuk III onderzochte economische functie van ondernemerschap en het in Hoofdstuk II ontwikkelde bedrijfseconomische analysesysteem.

2. Psychologische en economische ondernemerschap-dimensies

The investigation of mind by science is obviously the most formidable of tasks and can probably never be completed, for the complexity of the thing observed is equal to that of the observer.

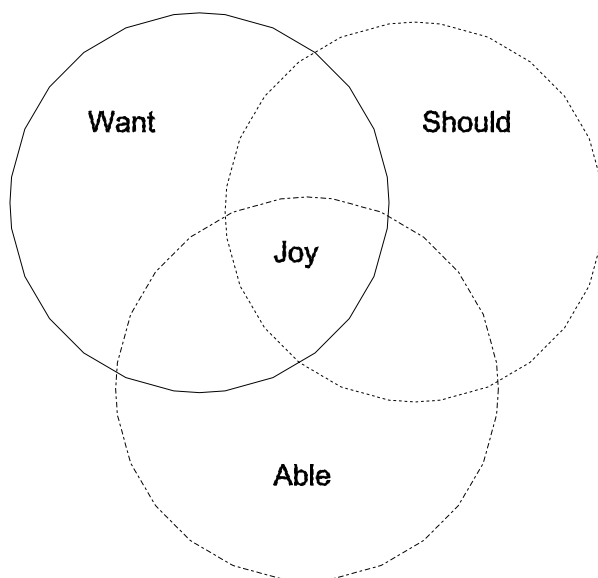
F. Sherwood Taylor²

De drie psychologische dimensies die de basis vormen van het door Wärneryd ontwikkelde model zoals weergegeven in figuur 4 van hoofdstuk III (p.120), leiden tot achtereenvolgens "positive excitement", een onweerstaanbare impuls om tot actie over te gaan en tenslotte tot ondernemend gedrag.

Dit ondernemend gedrag kan zich in meer of mindere mate manifesteren. Dit als gevolg van Wärneryd's bevindingen dat elk van de drie dimensies in continue wisselende grootte langs een continuüm afgezet kunnen worden, waarbij de impuls om tot ondernemend gedrag te komen in sterkte kan variëren.

In Wärneryd's model komt de te veronderstellen continue wisselende grootte van de 'positive excitement' als congruentie-element van de drie genoemde dimensies niet duidelijk tot uitdrukking. Naar analogie van het hierna in figuur 1 weergegeven concept van werkbeleving van Parikh³ (1994, p.25), kan de werking van het model van Wärneryd met betrekking tot dit element inzichtelijker worden gemaakt.

Figuur 1. 'The realm of joy'



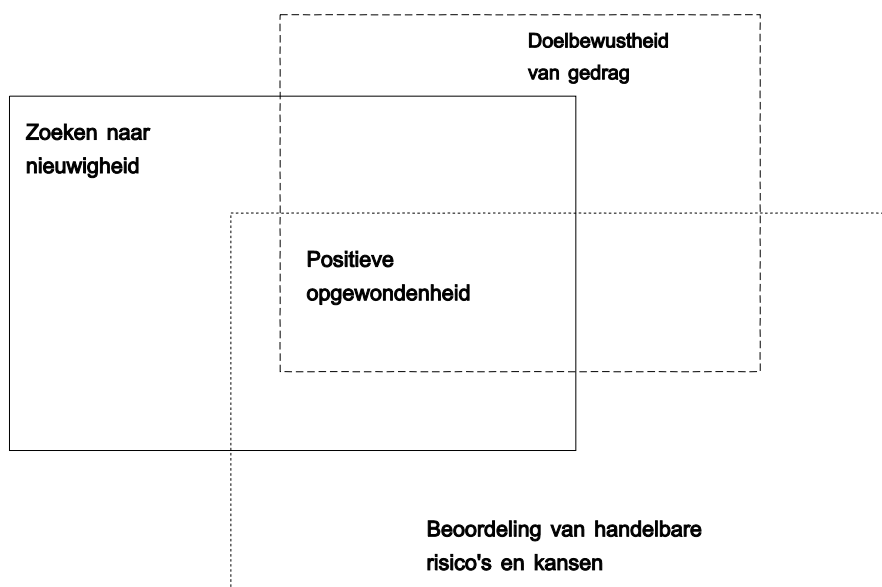
2. 1942, p.134

3. "It is the convergence of what we 'want' to do, together with what we feel in our hearts that we 'should' do, with what we are actually 'able' to do that yields the experience of 'joy' or 'satisfaction'", aldus Parikh.

Bron:Parikh, 1994, p.25

Bij een weergave zoals in Figuur 2, komt enerzijds tot uitdrukking dat de drie psychologische hoofddimensies van ondernemerschap in grootte kunnen variëren, terwijl de mate van 'positive excitement' verder wordt bepaald door de relatieve positie van de drie dimensies ten opzichte van elkaar. Bij een grote overlapping wordt de mate van 'positive excitement' vergroot, terwijl er van een zekere mate van 'negative excitement' sprake kan zijn indien een dimensie de twee anderen niet overlapt.

Figuur 2. Psychologische dimensies van ondernemerschap



De motivationele effecten van het zoeken naar nieuwigheid en doelbewustheid van gedrag en het ondersteunende effect van risico-reductie door het proces van beoordeling van handelbare risico's en kansen, lijken een goed uitgangspunt voor het ontwikkelen van een model van ondernemerschap. Naast alertheid in de zin van de mentale kwaliteit van het zoeken naar iets nieuws, beïnvloedt kritisch oordelend vermogen de gevormde beelden waarbij gekozen wordt tussen verschillend actie-gedrag

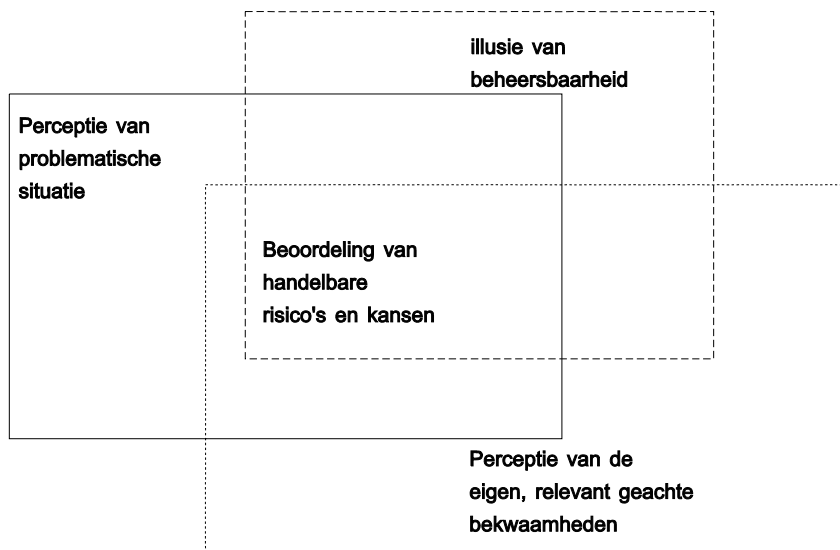
waarvan de uitkomst niet bekend is (zie ook: High, 1983, pp. 161-168). De interne proces-elementen die leiden tot beoordeling van handelbare risico's en kansen zoals aangegeven in het model van Wärneryd, kunnen op soortgelijke wijze als in Figuur 2 worden weergegeven.

Aan de Figuren 2 en 3 liggen de volgende vragen ten grondslag die bij positieve invulling leiden tot (ondernemend) actie-gedrag:

1. Percipiëren mensen bepaalde problematische situaties als kansen?
2. Ontstaat er bij hen een gevoel van positieve opwinding wanneer dergelijke situaties zich voordoen?
3. Leidt dit tot een onweerstaanbare aandrang om actie te ondernemen?

Wärneryd (1988, p.442) geeft aan dat deze drie vragen op verrassende wijze overeenkomen met door de sociaal-psycholoog McDougall (1908, 1923) genoemde componenten van instinctief gedrag. McDougall's definieerde namelijk "an instinct" als: "an innate disposition which determines the organism to perceive (to pay attention to) any object of a certain class, and to experience in its presence a certain emotional excitement and an impulse to action which find expression in a specific mode of behavior in relation to that object". (Zie: Atkinson, 1964, p.122).

Figuur 3. Percepties bij risico/kans beoordeling



McDougall definieerde drie opeenvolgende stappen die aan instinctief gedrag ten grondslag liggen, te weten:

1. Perception of a phenomenon;
2. Emotional excitement;
3. Impulse to proper action.

De overeenkomst van deze stappen met de aan de Figuren 2 en 3 ten grondslag liggende vragen lijkt duidelijk. De gedachtengang van McDougall dat instinct aangeboren eigenschappen betreft, is echter sindsdien bij de psychologische theorievorming verlaten. Volgens Wärneryd (1986, p.9, p.43) bestaat er geen reden om aan te nemen dat het hier aangeboren gedrag betreft.

Bij de derde stap betreffende de aandrang om in het verlengde van de eerste twee stappen de juiste actie te ondernemen, kan de vraag worden afgeleid wat bepalend is voor de juistheid van actie. Dit

brengt ons tot de economische dimensies van ondernemerschap zoals samengevat in

§ 3.3. van Hoofdstuk III.

Naar analogie van Figuur 2 kunnen deze economische dimensies van ondernemerschap worden weergegeven, waarbij de mate van congruentie en absolute grootte van deze drie dimensies de grootte van de bedrijfseconomische prestatie bepalen. De geleverde prestatie kan daarbij worden gezien als indicator voor de juistheid van de ondernomen bedrijfseconomische actie. Dit is weergegeven in Figuur 4.

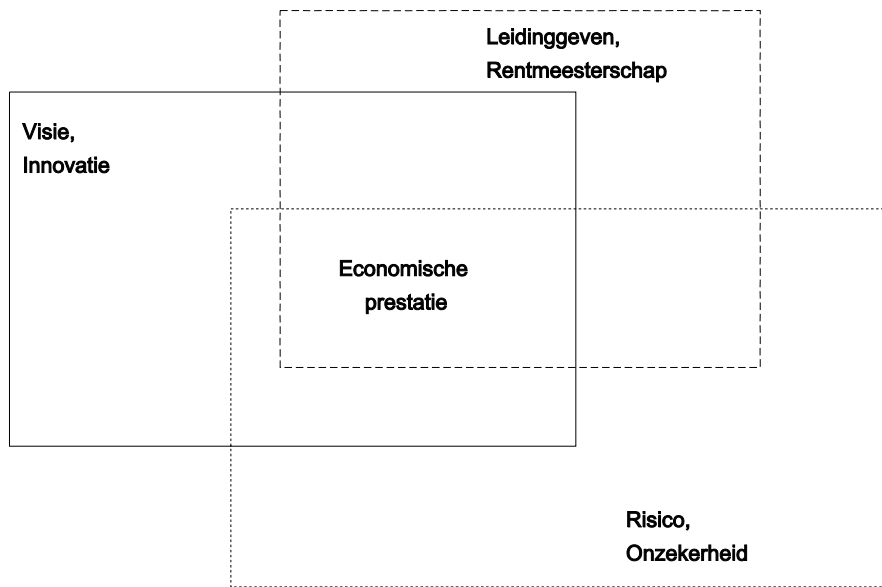
Veranderende omgevingsfactoren met inbegrip van produkt-levenscycli, zullen de onderlinge grootte, vorm en positie van de drie termen van de economische functie van ondernemerschap beïnvloeden.

Daarbij geldt dat de verschillende levensfasen van een onderneming worden weerspiegeld in de relatieve onderlinge grootte, vorm en positie die deze termen als functie van de tijd innemen.

Bij te nemen acties met als doel de prestatie te verbeteren, kunnen korte en lange termijn belangen met elkaar in conflict geraken. De absolute grootte en de mate van congruentie van de dimensies in Figuur 4 bepalen het potentiële prestatie-optimum.

Wanneer de drie termen elkaar zoveel mogelijk overlappen zal er sprake zijn van een voor op dat moment maximaal haalbare prestatie. Deze prestatie kan verhoogd worden door de absolute grootte van de termen te doen toenemen en de vorm op elkaar aan te passen.

Figuur 4. Economische dimensies van ondernemerschap



Met behulp van het model in Figuur 4 kunnen verschijnselen verklaard worden zoals bijvoorbeeld het verschil tussen groei-georiënteerde ondernemingen en die welke een min of meer sluimerend bestaan leiden. Een verantwoorde, beheersbare groei is slechts mogelijk wanneer er sprake is van een redelijke overlapping van de drie dimensies. Het falen van een onderneming als gevolg van interne oorzaken kan verklaard worden als het (structureel) ontbreken van voldoende afstemming tussen de drie

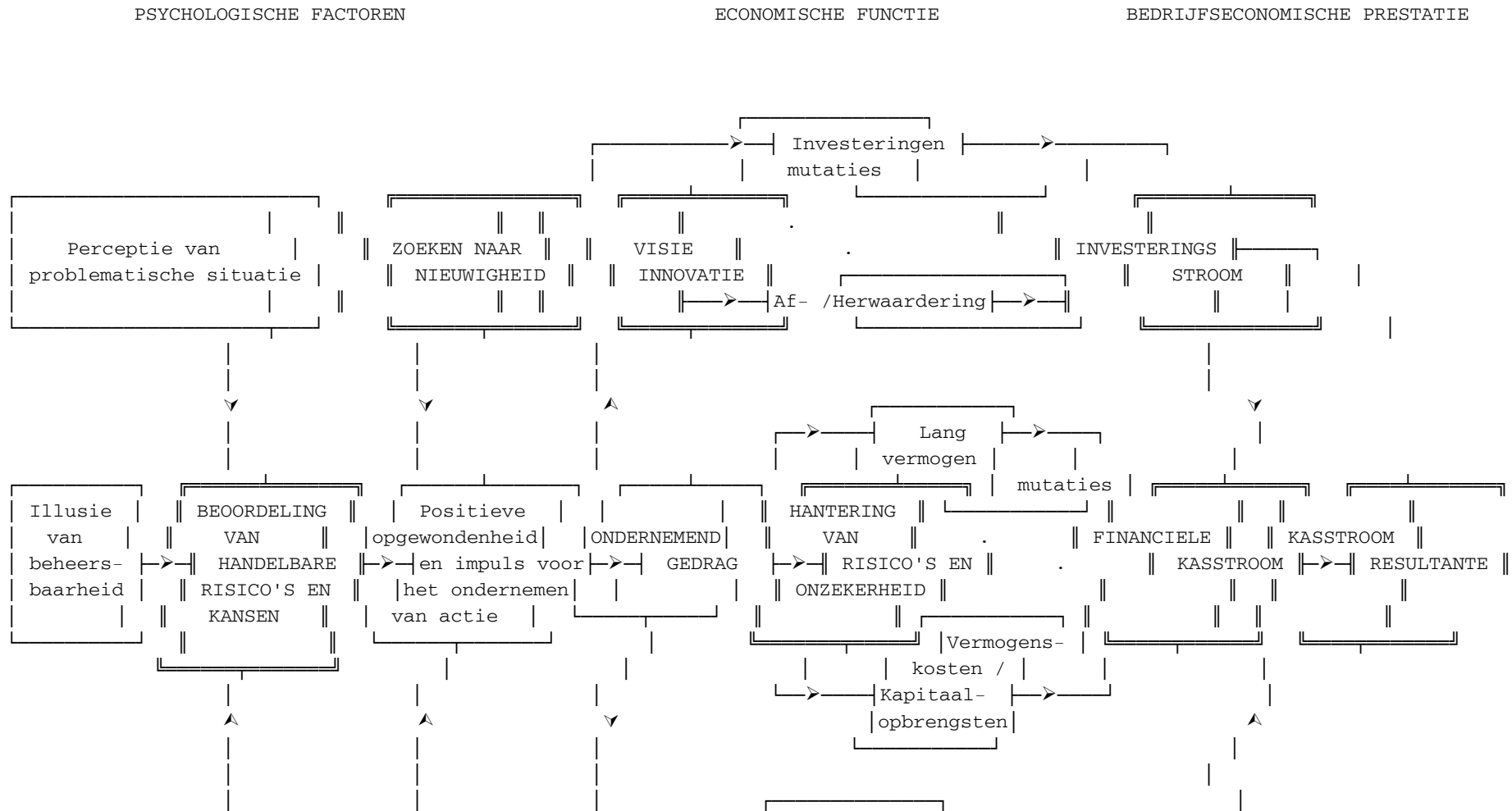
dimensies, waardoor er een onvoldoende dan wel een negatieve prestatie wordt geleverd.

Terwijl het begrip economische prestatie, zoals hiervoor in § 3.2 van Hoofdstuk III (pp.88-89) aangegeven, in de hedendaagse economische literatuur in algemene zin wel wordt gemeten in termen van het creëren van werkgelegenheid, kan de meer specifieke bedrijfseconomische prestatie worden gemeten in termen van het genereren van liquide middelen blijkens 'KAS' (Kasstroom Analyse Systeem) zoals in Hoofdstuk II aangegeven. Deze generatie van liquide middelen kan vanuit de 'external end' gedachte worden beschouwd als de existentiële voorwaarde van een onderneming zoals aangegeven bij de definiëring van ondernemerschap in

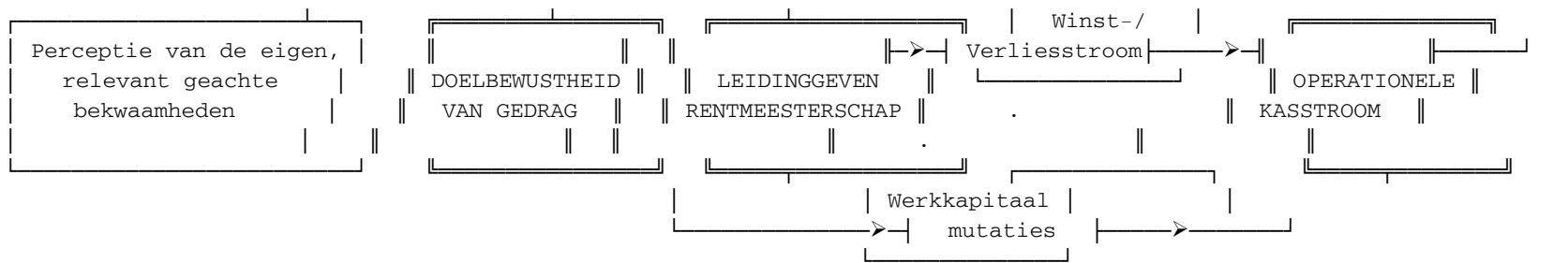
§ 2 van Hoofdstuk III (pp. 83-86), hetgeen in overeenstemming is met het overlevingscriterium betreffende het kasstroom-beheer probleem zoals aangegeven in het model van het financieel management proces door Silvers (Hoofdstuk II, Figuur 1, p.27).

In het verlengde hiervan kunnen de hoofdelementen van 'KAS' worden beschouwd als de operationalisering van de termen van de economische functie van ondernemerschap zoals weergegeven in Figuur 5.

Figuur 5. Psychologisch-economisch model van ondernemerschap



Hoofdstuk V: Model van ondernemerschap



In de eerste plaats geldt dat de investerings kasstroom een logische uitwerking betreft van de ondernemende gedragsfunctie betreffende visie en innovatie.

Iedere persoon die ondernemend gedrag vertoont c.q. wenst te vertonen, zal op de één of andere wijze geconfronteerd worden met de noodzaak van investeringen. Een voorbeeld hiervan is het investeren in produktiemiddelen bij een industriële onderneming.

Het risico-element betreft met name de wijze en hoogte van de benodigde financiering. De onzekerheidsfactor betreft daarbij de vraag of de onderneming in de toekomst in staat zal zijn de door haar aangegane financiële verplichtingen jegens derden na te komen.

Het economische functie-element 'leidinggeven en rentmeesterschap' tenslotte betreft de organisatie van de onderneming als uitvoerings-element die uiteindelijk zorg zal moeten dragen voor de operationele goederen- en/of dienstenstroom en de basis vormt van de operationele kasstroom.

Wanneer nu de psychologische dimensies van ondernemerschap met de daarbij behorende elementen van het intern beoordelingsproces worden samengevoegd met de economische functie en bedrijfseconomische prestatie-elementen, ontstaat het model van ondernemerschap zoals in Figuur 5 is weergegeven.

In tegenstelling tot het economisch-psychologisch model van MacFadyen en MacFadyen, kan in Figuur 5 worden gesproken van een psychologisch-economisch model.

De achtergrond hiervan ligt in de volgtijdelijkheid van de psychologische en economische gebeurtenissen bij de start van het ondernemend gedrag. Vanzelfsprekend zal in de praktijk sprake zijn van een wisselwerking tussen de ingeschatte dan wel geleverde economische prestatie en psychologische factoren (rechtstreeks en/of door middel van de omgevingsfactoren).

In dit model zijn omwille van de inzichtelijkheid terugkoppelingen van bedrijfs-economische prestatie naar psychologische factoren alsmede de omgevingsbeïnvloeding niet weergegeven. Invloed van omgevingsfactoren bleek eerder o.a. uit het in Figuur 1 van Hoofdstuk II (p.27) van Silvers afgeleide financieel management proces en uit het in Figuur 2 van Hoofdstuk III (p.99) weergegeven conceptueel model van de economische-psychologie van MacFadyen en MacFadyen.

Een belangrijke factor betreft verder het feit dat er bij ondernemerschap sprake is van een leerproces, hetgeen bijvoorbeeld tot uitdrukking komt in enerzijds het relatief hoge percentage van faillissementen onder startende ondernemers en anderzijds in de terughoudendheid van financiers bij het beschikbaar stellen van financiële middelen aan startende ondernemers.

Het (laten) opdoen van ervaring lijkt vooral belangrijk voor de kwaliteit van het beoordelings-vermogen van de ondernemer.

Dit beoordelingsvermogen wordt wel als de meest belangrijke bekwaamheid bij ondernemerschap gezien, zoals bijvoorbeeld blijkt uit de eerder in Hoofdstuk III (p.91) geciteerde uitspraak van Say dienaangaande, te weten: "Hence his principal quality is to have good judgment. He can lack personal knowledge of science; by judiciously employing that of others, but he must not lack judgment; for then he might produce at great expense something that has no value."

In de volgende paragraaf wordt nader ingegaan op omgevingsbeïnvloeding en het leerproces als onderdeel van het ondernemerschapbegrip.

3.Omgevingsinvloed en ondernemerschap

In het oude China heerste het gebruik dat een ieder die kritiek wilde uitoefenen op de regering, het recht had zich met een verzoekschrift tot de keizer te wenden. Mits hij na het indienen zelfmoord pleegde, werd er grote aandacht aan zijn verzoek besteed. Deed hij dat niet, dan volgde terechtstelling. Het wil me voorkomen dat genoemd gebruik in vele opzichten een wijs gebruik was, maar ik zou zeker de laatste zijn, die zou voorstellen het opnieuw ingang te doen vinden.

Sir Winston Churchill⁴

3.1 Inleiding

Bandura (1977) ontwikkelde een model dat enig inzicht geeft in het hiervoor bedoelde leerproces dat een rol speelt bij het ondernemerschapbegrip (zie ook: Maital, Maital en Pollak, 1986, p.275). Dit model is in Figuur 6 weergegeven.

De werking van het in de vorige paragraaf ontwikkelde psychologisch-economisch model van ondernemerschap kan met behulp van dit zogeheten 'Social Learning Interactionist' (SLI) model van Bandura inzichtelijker gemaakt worden. Dit geldt met name het aspect van leereffecten en omgevingsinvloeden.

Figuur 6.Social Learning Interactionist Model

Model	Equation	Comment
Social Learning Interactionist (reciprocal determinants)	$B = F(P,E),$ $P = G(B,E),$ $E = H(B,P)$	Cognitive and other internal events that affect perceptions and actions (P), external environmental conditions (E), and behavior (B) operate as mutually reciprocal determinants of one another.

Bron:Bandura, 1977; Maital, Maital en Pollak, 1986, p.275

Bandura definieert het door hem gebruikte begrip 'reciprocal determinism' als: "a process [in which] ...behavior, internal personal factors and environmental influences all operate as inter-locking determinants of each other...[in a] triadic reciprocal interaction rather than a dyadic conjoint or a dyadic bidirectional one" (Bandura, 1982, p.346).

Alhoewel het SLI-model noch de vraag hoe ontluikende ondernemers leren van hun doelgericht handelen, noch de vraag op welke wijze de omgeving invloed uitoefent op ondernemerschap in directe zin beantwoordt, geeft het model wel in algemene zin een verband aan tussen interne processen, omgevingsituaties en gedrag.

4. Uitspraak in het Lagerhuis, Londen, 12 november 1941 in: Churchill, Man van de eeuw, samengesteld door American Heritage Magazine en United Press International, N.V. Drukkerij de Spaarnestad, Haarlem, 1965, pp.92-93.

Blijkens Figuur 6 is er in principe sprake van een dynamisch gebeuren. Daarbij zal de wederzijdse beïnvloeding van de drie elementen van het SLI model o.a. afhangen van de mate waarin bijvoorbeeld een bepaald gedrag leidt tot een verandering in de omgevingssituatie enerzijds en een verandering in persoonsgebonden percepties anderzijds. Het complexe karakter van het SLI-model komt vooral tot uitdrukking wanneer rekening wordt gehouden met een volgtijdelijkheid van aspecten die een rol spelen bij gepercipieerde causale verbanden in combinatie met het plaatsvinden van parallelle gebeurtenissen zoals het geval is bij de uitoefening van ondernemerschap. Dit kan leiden tot onduidelijkheid over de causaliteit. Het op de juiste wijze vergaren en verwerken van informatie speelt derhalve bij het functioneren van een onderneming een cruciale rol. Enerzijds geldt dit voor het bedrijfseconomische deel van het ondernemerschapsproces waar, zoals we eerder zagen, de verschillende kasstromen als functie van de tijd tenminste met elkaar in evenwicht dienen te zijn. Anderzijds geldt dit in samenhang hiermee bij het vergaren en verwerken van omgevingssignalen die zullen moeten bijdragen om als functie van de tijd achter-haalde visies bij te stellen en/of om nieuwe visies te ontwikkelen.

3.2 Beïnvloeding van visie en innovatie

De positieve opgewondenheid zoals in de Figuren 2 (p.196) en 5 (p.199) aangegeven, vertoont net als de in Figuur 4 (p.198) aangeduide prestatie als economisch resultaat van ondernemerschap, een sterke overeenkomst met het begrip vreugde dat in figuur 1 (p.195) als 'Joy' wordt aangegeven. Het door een ondernemer zoeken naar vernieuwing in een ook buiten zijn toedoen continu veranderende omgevingssituatie kan verklaard worden vanuit een streven van de ondernemer om het door hem middels uitoefening van ondernemerschap gezochte of reeds ervaren vreugde-gevoel te creëren c.q. minimaal te bestendigen.

Dit zoeken naar vernieuwing, gekoppeld aan het belangrijke visionaire aspect, blijkt ook ca. 2500 jaar geleden al een succesfactor bij ondernemend gedrag. Dit blijkt bijvoorbeeld uit een door Aristoteles (1976, p.20) aangehaalde anekdote betreffende de creatie van een monopolie-positie waarbij het visionaire aspect betreffende een toekomstige olijven-oogst een belangrijke rol speelde. "There is the anecdote of Thales the Milesian and his financial device, which involves a principle of universal application, but is attributed to him on account of his reputation for wisdom. He was reproached for his poverty, which was supposed to show that philosophy was of no use. According to the story, he knew by his skills in the stars while it was yet winter that there would be a great harvest of olives in the coming year; so, having a little money, he gave deposits for the use of all the olive-presses in Chios and Miletus, which he hired at a low price because no one bid against him. When the harvest-time came, and many were wanted all at once and of a sudden, he let them out at a rate which he pleased, and made a quantity of money...", aldus Aristoteles.

Een absoluut gebrek aan visie op de markt zal daarentegen tot falen leiden, zoals bijvoorbeeld inzichtelijk wordt uit het door Van der Meiden (1990) aangegeven functioneren van de ondernemer of manager van Wammes Waggel, één van de figuren uit het oeuvre van Toonder.

Naast kenmerken zoals een schier ongebreideld optimisme, een grenzeloos geloof in succes, het werken op basis van een ondeugdelijk concept, onderkent Van der Meiden in de ondernemer Waggel iemand die zich niets van zijn omgeving aantrekt, indien deze zich niet rechtstreeks met hem bemoeit. "Zijn omgevings-detectie is niet alleen slordig, maar ook irrelevant.....Even opvallend in het functioneren van Waggel is zijn absolute gebrek aan visie op de markt. In 'Praw, der hemelonderweder' treffen we hem aan als beheerder van een strandtent, waarin hij ballonnetjes, windmolentjes en badartikelen heeft uitgesteld. Het is hartje winter. Er is geen markt, want er zijn geen mensen op het strand. Waggels marktinzichten zijn op z'n zachtst gezegd zeer gebrekkig. Van een radarfunctie... is geen sprake.

Daarom ruilt hij opgetogen zijn tent voor een schildersezel en wat verf, met de schilder Terpen Tijn. En wat hij schildert weet hij niet", aldus Van der Meiden.

Het begrip visie lijkt op het eerste gezicht een moeilijk te operationaliseren begrip.

In het rapport 'Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld' (NIB, 1987) wordt gesproken van 'ondernemersvisie' als het meest onderscheidend criterium om goede van slechte ondernemingen te onderscheiden. Ondernemersvisie wordt in dit rapport nader gedefinieerd als de combinatie van ondernemerschap en visie.

Het tijdig inspelen op veranderingen in de markt blijkt een dominante succesfactor te zijn.

Onderzoek door De Graaf en Jaspers (1989) naar de belangrijkste faalfactoren van ondernemingen geeft aan dat naast het overschatten van eigen kunnen en onvoldoende besluitvaardigheid, een derde belangrijke faalfactor het gebrek aan vernieuwingsdrang betreft. Deze faalfactoren zijn in overeenstemming met de psychologische factoren van het in Figuur 5 (p.199) weergegeven psychologisch-economisch model van ondernemerschap.

Dit onderzoek door De Graaf en Jaspers geeft derhalve empirische ondersteuning aan het hier-voor ontwikkelde ondernemerschapsmodel.

Het gebrek aan vernieuwingsdrang kenmerkt volgens De Graaf en Jaspers vooral bedrijven met een respectabele historie die in het verleden een redelijk tot groot succes hebben gehad met de geleverde producten. De strategie blijft op consolidatie gericht, terwijl structurele wijzigingen in de omgeving juist om aanpassing roepen.

Daarbij geldt overigens wel dat visie-ontwikkeling en vernieuwingsdrang in goede banen geleid dient te worden. Broeksteeg (1990, p.20) geeft bijvoorbeeld aan dat bij het reageren op veranderingen in de omgeving het niet de bedoeling is dat ondernemingen als een windvaan draaien op elke verandering van windrichting. "Ondernemingen die deze windvaanstrategie volgen, zijn alleen maar bezig met veranderen en komen daarmee niet toe aan oogsten van de vruchten van hun inspanning. Aan de andere kant heeft het natuurlijk geen zin om voortdurend tegen de gangbare windrichting in te zeilen. Het is de kunst om een gedegen toekomst-visie te ontwikkelen en het ondernemingsbeleid daarop af te stemmen.

Pas wanneer blijkt dat de toekomstvisie fundamenteel onjuist is, moet de ondernemingsstrategie worden aangepast", aldus Broeksteeg.

During (1992, p.6) concludeert dat het begrip visie kan worden samengevat in termen van verbeeldingskracht, creativiteit en het herkennen/benutten van kansen. During omschrijft ondernemers met visie als ondernemers die ontwikkelingen in de maatschappij en in de markt herkennen.

"Zij hebben de verbeeldingskracht om op basis van deze ontwikkelingen een toekomstbeeld te vormen. Op basis van dit beeld zien zij kansen voor hun onderneming en door middel van creatieve oplossingen weten zij die te realiseren. Zo had Brugman, directeur van een machine-fabriek en een radiatorenfabriek, toen in Groningen de aardgasbel ontdekt werd, het beeld dat in de toekomst alle woningen in Nederland met centrale verwarming uitgerust zouden zijn. In een branche waar door middel van herstructurering de capaciteit verkleind zou worden had hij de visie en de moed om te investeren in een grote, moderne radiatorenfabriek", aldus During.

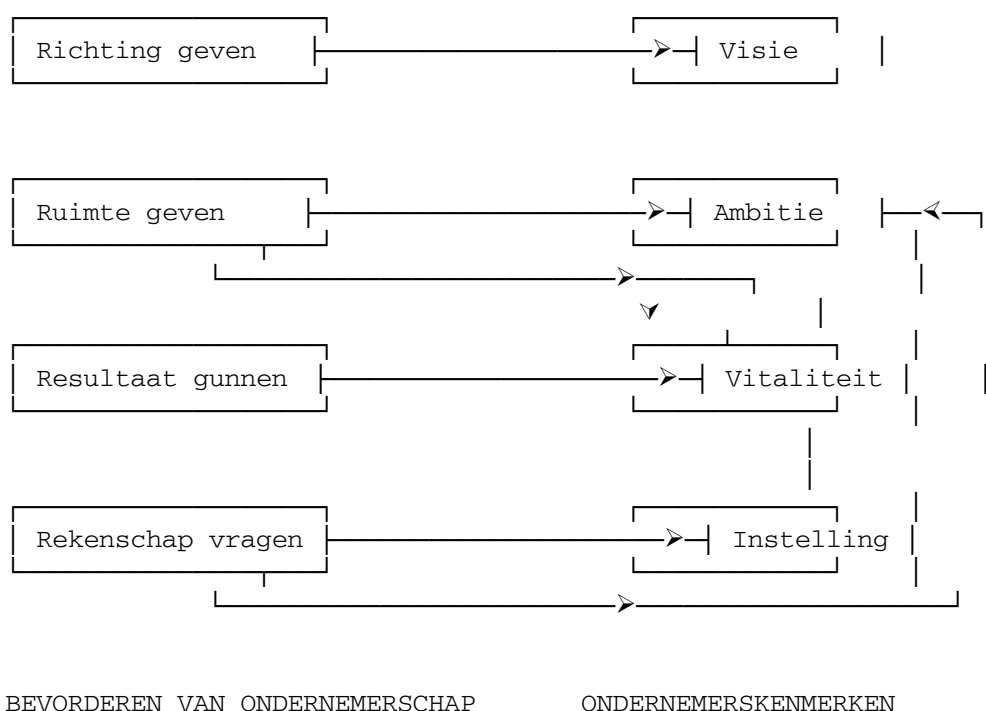
Op basis van een door hem ontwikkeld model dat hierna in figuur 7 is weergegeven, geeft During aan dat beïnvloeding van ondernemersvisie mogelijk is door middel van het geven van richting. During verstaat onder dit geven van richting het uitzetten en duidelijk maken van een gezamenlijke koers waar alle betrokkenen aan willen werken. Richting geven betekent verder volgens During het ondersteunen van de ondernemer bij het herkennen van de problematiek en bij het bewust worden van de kansen en de uitdagingen die daarin besloten zijn.

Een wijze waarop aan dit richting-geven gestalte kan worden gegeven, kan worden afgeleid uit § 4.4 van hoofdstuk III (p.115). We zagen dat voor het bewerkstelligen van een gemeenschappelijke visie, missie of hoger doel van leider en volgers, gebruik kan worden gemaakt van het door Osborne aangegeven drie-stappen plan, dat de volgende punten betreft:

1. De vorming van een formele dan wel informele RvC⁵ met een duidelijke inhoudelijke taakstelling die is gebaseerd op specifieke behoeften van strategische aard, voortkomende uit het ondernemingsplan, dan wel bepaalde bedrijfsproblemen betreffende;
2. Het initiëren van een continu strategisch planning proces waarbij zowel 'board members' als senior managers worden betrokken;
3. Het opzetten van een 'creativity strike force' samengesteld uit een viertal interne medewerkers die ideeën moeten genereren voor verbeterde winstgevendheid. Deze ideeën worden vervolgens teruggekoppeld met de tweede stap van het strategisch planning proces. Een tweede aan visie verbonden aspect betreft het binnen de aangegeven richting ruimte geven aan de ondernemer om naar eigen inzicht activiteiten in gang te zetten om de aangegeven koers te realiseren.

Een tweede element in het model van During dat nauw is verbonden aan het richting-geven betreft het geven van ruimte waaronder door During niet alleen het passief toestaan van ondernemers-activiteiten wordt begrepen, maar ook het actief uitlokken daarvan waarbij het belangrijk is dat kleine experimenten uitgevoerd kunnen worden om levensvatbaarheid van ideeën aan te tonen. Het geven van ruimte beïnvloedt in Figuur 7 zowel 'ambitie' als 'vitaliteit'.

Figuur 7. Samenhang tussen omstandigheden die ondernemerschap bevorderen en ondernemerskenmerken.



5. Osborne noemt hier het begrip 'board of directors' (zie: Hoofdstuk III, p.115) en stelt over de samenstelling ervan het volgende: "The form of such a board can be either statutory or advisory. More important is the composition, the charter, and the authority the owner voluntarily confers to the group."

Bron: During, 1992, p.11

Het begrip 'ambitie' wordt in dit verband samengevat als de bereidheid gematigd risico te nemen, doelgerichtheid, prestatiedrang en resultaatgerichtheid, het bepalen van het eigen lot en ten slotte actiegerichtheid en besluitvaardigheid. "Zij (Ondernemers) willen iets presteren, de resultaten daarvan zien en ervan genieten", aldus During. Dit door During aangegeven 'genieten' komt overeen met het eerder aangegeven vreugdebegrip c.q. positieve gevoel van opgewondenheid hetgeen volgens het ondernemerschapmodel van Figuur 5 (p.199) tot (hernieuwd) ondernemend actiegedrag leidt. Het begrip "Vitaliteit" wordt door During omschreven als initiatief, durf, hard werken en doorzettingsvermogen.

De laatste omstandigheid in Figuur 7 die ondernemerschap bevordert betreft het vragen van rekenschap. Het vragen van rekenschap beïnvloedt zowel de instelling van de ondernemer als de hiervoor aangegeven ambitie. Het hier gebruikte begrip instelling wordt door During samengevat in de termen zelfvertrouwen, onafhankelijk, zelfdiscipline, geloof in eigen acties en verantwoordelijk. Door rekenschap te vragen wordt een ondernemer ondersteund om zijn taken op een verantwoorde wijze uit te voeren. Het innovatieve aspect van ondernemerschap vereist dat niet alleen op korte termijn resultaten beoordeeld wordt, aangezien dan niet verwacht kan worden dat er veel vernieuwende acties zullen worden ondernomen.

3.3 Beïnvloeding van risico en onzekerheid

In navolging van Baudeau's theorie van ondernemerschap zoals besproken in hoofdstuk III (p.90 e.v.) kunnen de economische activiteiten worden opgedeeld in twee categorieën, namelijk die welke ondergeschikt zijn aan menselijk beheer en die welke dat niet zijn. Terwijl bij confrontatie met de eerste categorie het succes van de ondernemer zal afhangen van zijn kennis en bekwaamheid, gaat hij daar waar hij zich inlaat met de tweede categorie risico aan.

Sinds het beginstadium van de industriële revolutie in de 18e eeuw en de opkomst van de economie als wetenschap met werken zoals Cantillon's 'Essay sur la nature du commerce en général' (1755) en het hoofdwerk van Adam Smith 'An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations' (1776), is het ondernemen er allerminst eenvoudiger op geworden.

De ontwikkelingen op het gebied van communicatie- en transportmiddelen maken de wereld steeds kleiner. Anderzijds neemt de wereldbevolking snel toe. Daarnaast verkeren wetenschap en techniek in een stadium van bijkans explosieve expansie, met als gevolg dat nieuwe produkten of verbeterde versies van bestaande produkten met steeds grotere frequentie worden ontwikkeld en in jaarlijks toenemende hoeveelheden op de markt worden gebracht. Mede door dit alles nemen de afzetmogelijkheden in de wereld in versnelde mate toe. Maar tegelijkertijd worden de vraagverschuivingen, teweeggebracht door de introductie van telkens nieuwe produkten in vaak steeds massaler hoeveelheden, voortdurend groter. Neemt door dit laatste het marktrisico voor de onderneming in belangrijke mate toe, haar flexibiliteit neemt ondertussen in tal van gevallen af door de noodzaak installaties en transportmiddelen van steeds grotere capaciteit aan te schaffen, alsook door de noodzaak om tot een steeds verder doorgevoerde specialisatie te geraken teneinde - door de op deze wijzen verkregen verlaging van de kostprijzen van de produkten - de voortdurende daling van de marktprijzen het hoofd te kunnen bieden. Wil de ondernemer het risico van zijn onderneming binnen aanvaardbare proporties houden, dan zal hij of zij in toenemende mate over organisaties en middelen moeten beschikken om steeds grotere hoeveelheden technische en commerciële informatie in telkens kortere tijd te laten verwerken tot conclusies, waarop hij zijn beleid kan baseren (Van Delden, 1966, pp.12-13).

Recente ontwikkelingen op het gebied van telematica-toepassingen op het gebied van de zogenaamde 'Electronic highway' zoals het verschijnsel 'Internet', zullen naar verwachting in het marktmechanisme enerzijds de afstemming tussen vraag en aanbod verbeteren, en zullen anderzijds leiden tot een verder versnelde ontwikkeling van nieuwe produkten, processen en diensten.

Naast eventuele persoonlijke risico's voor de ondernemer zoals die kunnen zijn verbonden aan aandeelhouderschap en salaris-afhankelijkheid, kunnen derhalve bij het ondernemerschap met name risico's worden onderscheiden aangaande het externe risico van de markt en het daaraan gekoppelde interne risico van de organisatie(s) en middelen. Het marktrisico, kan in navolging van Cantillon zoals in Hoofdstuk III (p. 89 e.v.) eerder werd aangegeven, worden omschreven als het dragen van risico bij het kopen tegen zekere prijzen en het verkopen tegen toekomstige onzekere prijzen en/of omgekeerd. De mate van inzicht in het functioneren van huidige markten is daarbij als uitgangsbasis belangrijk, waarbij de onzekerheid over toekomstige markten de gelegenheid vormt voor ondernemerschap. Kirzner (1983, pp.139-159) ziet deze onzekerheid als de gemakkelijkerheid (door Kirzner wordt hier het woord 'freedom' gebezigd) waarmee de werkelijke toekomst af kan wijken van ons beeld van die toekomst. Het geheel van onzekerheden, dat verbonden is met de vraag of de ondernemer de juiste mensen heeft weten te selecteren, of hij hen op de juiste wijze op hun taak heeft weten voor te bereiden en of hij tenslotte met hen en tussen hen een goede samenwerking tot stand weet te brengen, kan in tegenstelling tot het externe risico van de markt worden aangemerkt als intern risico.

Behalve het aanreiken van modellen en methoden⁶ die behulpzaam kunnen zijn bij risico-beoordeling, zal beïnvloeding van ondernemerschap inzake de te lopen risico's in theorie met name mogelijk zijn middels discussie met de ondernemer over door hem of haar voorgenomen investeringsbeslissingen en de daaraan gekoppelde wijze van financiering. De invloed van een dergelijke discussie met de ondernemer op de door hem of haar voorgenomen investerings-beslissingen zal mede afhangen van de wijze van argumentatie.

Van de Rijst (1995, p.17 ev.) onderscheidt naast een retorische redenering die primair dient om een publiek te overtuigen van een mening of standpunt, de zogenaamde apodictische- en dialectische redeneringen.⁷ Deze redeneringen corresponderen met het door Aristoteles in Rhetorica gemaakte onderscheid in de mate van zekerheid van kennis, inzichten en meningen. Deze kunnen:- absoluut zeker en betrouwbaar zijn;

- algemeen aanvaardbaar of waarschijnlijk zijn;

- overtuigend zijn voor een bepaald publiek.

Aangezien bij de besluitvorming, die tot handelingen leidt, argumentatie een belangrijke rol speelt, geldt dat risico's van foutieve besluitvorming door ondernemers mogelijkermijns kunnen worden gereduceerd wanneer in de discussie met de ondernemer een juiste wijze van redenering wordt gevolgd. Zo zal bijvoorbeeld bij investeringsselectie- en financieringsvraagstukken veelal de hiervoor genoemde apodictische redenering verkiesbaar zijn, terwijl bij veel strategisch/ visionaire vraagstukken eerder een dialectische redenering gevolgd zal moeten worden. In die gevallen waar discussie met de ondernemer niet tot een duidelijke oplossingsrichting leidt, zal in het algemeen bij moeizame beslissingen uiteindelijk het zeggenschaps-aspect binnen de betrokken onderneming de doorslag geven.

6. Bij strategische besluitvorming kunnen middels het gebruik van modellen en methoden diverse onzekerheden worden gereduceerd, zoals bij het betrekken van financiële overwegingen betreffende rentabiliteitscriteria voor investeringsbeslissingen, criteria voor financierbaarheid en risico-analyse. Voor een meer uitgebreide behandeling van deze onderwerpen, zie bijvoorbeeld: Bilderbeek, Roozenburg en Vijge, 1986, pp.163-185.

7. "Apodictische redeneringen worden gebruikt als het doel zekere en betrouwbare kennis is. De apodictische redenering bevat premissen die onomstotelijk waar of evident zijn. De mate van zekerheid van de premissen wordt overgeheveld naar de conclusie. Deze wijze van redenering wordt vooral toegepast bij het apodictisch kennisideaal. Hierbij moet vooral gedacht worden aan wiskundige kennis. Als de redenering moet dienen om tot algemeen aanvaardbare meningen of standpunten te komen, moet gebruik gemaakt worden van dialectische redeneringen. Deze redeneringen bevatten premissen die algemeen aanvaard zijn. Hierdoor zijn de conclusies ook alleen 'algemeen aanvaard'. De mate van zekerheid, aanvaardbaarheid of waarschijnlijkheid wordt van de premissen overgeheveld naar de conclusie.....Bij apodictische redeneringen is het kennisdoel de zekerheid van de redenering. Bij dialectisch redeneren is het kennisdoel de aanvaardbaarheid", aldus Van der Rijst (p.5 e.v.).

3.4 Beïnvloeding van leidinggeven en rentmeesterschap

Nauw verbonden aan het hiervoor behandelde visie/innovatie-begrip is dat van 'charismatisch leiderschap'. Velu (1990, pp.58-59) geeft aan dat de moderne leider meer Mozes is dan manager, meer profeet dan regelaar: "Mozes had zijn specialistische medewerkers zoals bijvoorbeeld Jetro voor de organisatie en Aäron voor de public relations. Maar zelf wees hij het volk het beloofde land, hij hield ze bij elkaar in de woestijn, hij bewaakte de ethiek, hij onderhield de relatie met de overheden (God zowel als de Pharao), hij zorgde zo nu en dan voor een wondertje, hij nam zo van tijd tot tijd distantie op een berg, en hij strafte af toen ze het doel van de tocht vergaten en om het gouden kalf dansten en hij beëindigde bijtijds zijn functie. Charismatisch leiderschap heeft iets van de Richter en van de Profeet." Velu geeft verder aan dat de ondernemer als charismatisch leider op creatieve, fantasierijke wijze bezig dient te zijn met het 'ontwerpen van de toekomst'. Creatief en innovatief betekent ook het vertrouwde verlaten, risicolopend het nieuwe uitproberen. Innovativiteit betekent naast risico ook flexibiliteit, wendbaar zijn, snel kunnen aanpassen, onderweg blijven, zoeken naar een doorgang, een uitweg. Zo blijft een bedrijf in ontwikkeling", aldus Velu.

Zoals reeds eerder in Hoofdstuk III aangegeven (p.112), definieert House e.a. (1990) charismatisch leiderschap in termen van de charismatische leiderschaps effecten op volgers (1), leiderschaps-gedrag dat leidt tot charismatische effecten (2) en het toekennen van charisma aan leiders door volgers en waarnemers (3).

Daar waar de eerste definitie een post-hoc waardering omvat van leiders door derden betreffende de mate waarin de leider charismatisch is, betreft de derde definitie de door derden aan leiders toegekende attributie-factoren van charisma. Bij deze beide definities is de operationele kwaliteit van charismatisch leiderschap niet op enige directe wijze beïnvloedbaar.

De tweede definitie van charismatisch leiderschap is volgens House e.a. in termen van de mate waarin de leider de volgende gedragingen vertoont:

- a. Articulating and focusing an ideological vision and mission;
- b. Showing a high degree of confidence in themselves and their beliefs;
- c. Setting challenging expectations for followers;
- d. Providing a personal example of involvement in, and commitment to, the mission for the followers to emulate;
- e. Showing confidence in and respect for followers;
- f. Behaving in a manner that reinforces the vision and the mission of the leader.

Deze tweede (op gedrag gebaseerde) definitie van charismatisch leiderschap zoals hiervoor aangegeven, lijkt wel mogelijkheden te bieden voor beïnvloeding van buitenaf, met name daar waar het ideologische visie- en missie-aspecten betreft. Dit werd in § 3.2 (p.202 e.v.) hiervoor reeds aangegeven.⁸

Betreffende een eventuele mogelijkheid om charismatische leiders als zodanig op te leiden en te trainen, bestaat vooralsnog geen duidelijkheid. House e.a. stelt in deze bijvoorbeeld: "The study by Howell and Frost (1989) demonstrates the possibility of training charismatic leaders. However, the trained leaders were professional actors and their impact was observed in an experimentally isolated setting over a short period of time.

8. De mate van betrokkenheid bij een onderneming wordt wel als belangrijkste element van leiderschap beschouwd. "Perhaps the most outstanding consequence of charismatic leadership is the high level of commitment on the part of the leader and the followers to a common vision, mission, or transcendent goal (Bennis & Nanus, 1985; House e.a., 1990).

We do not know whether charismatic behaviors can be acquired through training and applied to field settings, and whether behaviors acquired in this way would have the expected effects on followers in natural organizational settings over extended periods of time. The theoretical extension by Shamir et al. (1990) suggests that at least some behavioral manifestations have to be tailored to each particular group of followers in order to engage their self-concepts", aldus House e.a.

Hoe ingewikkelder de organisatie van een onderneming wordt, bijvoorbeeld ten gevolge van het voortdurend complexer worden van het productieproces, des te meer bestuurstaken zal de ondernemer aan zijn medewerkers moeten overdragen om enerzijds zijn onderneming als een strijdbaar, organisch geheel te kunnen doen blijven functioneren en anderzijds zelf voldoende tijd en energie over te houden voor het in dit kader belangrijkste facet van het ondernemen, de beleidsvorming (Van Delden, 1966, p.15). De nadruk op taken van de ondernemersleiding worden ook wel ingedeeld naar de ontwikkelingsfase waarin een onderneming zich bevindt.

De ontwikkelingsfasen worden daarbij vaak opeenvolgend in een bedrijf-levenscyclus model aangegeven met als dimensies 'cashflow' en tijd (zie ook Figuur 3, Hoofdstuk I, p.7).

Bij de beoordeling van in de verschillende ondernemingsfasen wenselijk geachte management-profielen, worden verschillende methodes toegepast. Een voorbeeld om tot een min of meer systematische management-beoordeling te komen, werd door de NIB (Jaarverslag 1993, pp.35-47) ontwikkeld. Deze methode koppelt (gewenste) managementprofielen aan de ontwikkelingsfase van een onderneming.⁹ Een ander voorbeeld betreft het bedrijf GITP International BV (1996) dat een soortgelijke systematiek ontwikkelde waarbij overigens de nadruk ligt bij aan de ondernemingsfase gerelateerde gedragscriteria van de leiding in plaats van bij de door de ondernemingsfase bepaalde taakopgaven zoals bij het NIB model.¹⁰

Methoden zoals ontwikkeld door NIB en GITP vinden met name hun toepassing bij bedrijfskundige analyses zoals die worden uitgevoerd door financiers en organisatie-advies bureaus.

Met betrekking tot de activiteitsaspecten van de leiding van een onderneming, ontwikkelde Van Dooren (1966, pp.73-78) het model dat in Figuur 8 is weergegeven. Dit model geeft inzicht in de diverse hoofdaspecten waarmee de ondernemersleiding doorgaans is belast.

De achtergrond die Van Dooren aangeeft bij het model in Figuur 8 kan als volgt worden samengevat: In een klein bedrijf, waar de top wordt gevormd door één man, zullen de taken A, B, C en D door één en dezelfde persoon vervuld kunnen worden. In een bedrijf van enige, zij het ook nog beperkte, omvang zullen de in Figuur 8 aangegeven taken aan verschillende functionarissen zijn toebedeeld, waarbij de uiteindelijke topman, de ondernemer, zich ideaal-typisch met werkzaamheid A zal blijven belasten.

De figuur (A), die op een geslaagde wijze de concipiërende en uiteindelijk deciderende rol vervult, zal doorgaans worden getypeerd als de man met de visie, die de teugels in handen weet te houden, omdat hij weet wat hij wil.

De functionaris (B) die zich voornamelijk dient bezig te houden met het dirigeren van het uitvoerend apparaat, met het gecoördineerd doen werken van de lagere niveaus, wordt dan speciaal aangeduid als de 'motor' of de 'drijver'.

9. De NIB onderkent vier van dergelijke ontwikkelingsfasen. De grootst onderscheidende criteria per fase zijn:

- a. Pioniersfase: Motivatie, 'drive'; doorzettingsvermogen; doelgerichtheid;
- b. Groeifase: Leiding geven; organisatorisch vermogen; motiveren, stimuleren;
- c. Rijpheidsfase: 'Helicopterview'; institutionaliseren; communicatie, samenwerking;
- d. Expansie/afbouwfase: Onderhandelen; afstand nemen; hardheid.

10. Het GITP onderscheidt een viertal competentieprofielen (pionier, manager, leider en bestuurder) samengesteld uit een achttal gedragsdimensies met daaraan gekoppeld zesendertig gedragscriteria.

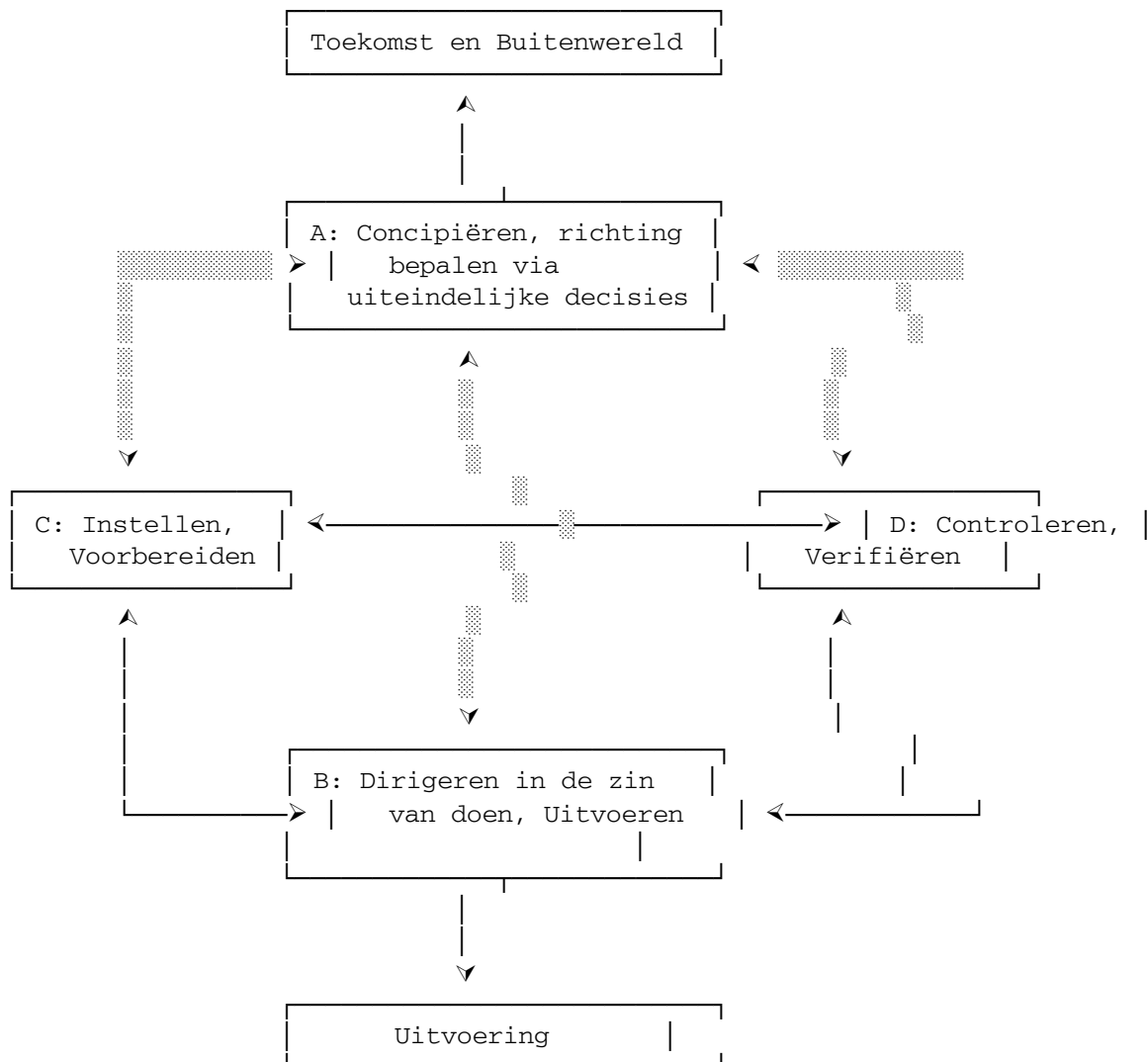
Bij het competentieprofiel pionier-ondernemer geeft GITP bijvoorbeeld als gedragscriteria die in zeer sterke mate aanwezig moeten zijn de volgende aan: besluitvaardigheid; durf; initiatief; 'ondernemerschap'; overtuigingskracht; klantgerichtheid; energie; prestatie-motivatie; vasthoudendheid; creativiteit.

Degene (C), die de systemen onderzoekt, volgens welke de meest efficiënte productie-procedures kunnen verlopen en die het invoeren en functioneren van deze systemen voorbereidt, wordt in de ogen van zijn omgeving gekenmerkt als 'de man met de hersens'.

Hij vertegenwoordigt meer in het bijzonder de 'deskundigheid'. Tenslotte wordt de functionaris (D), die speciaal met de zorg voor de controle is belast, gemakkelijk getekend als 'het geweten' of ook wel en dan vooral binnen het bedrijf, als 'de rem'. Hij is de zekering in het circuit van de beleidsvoering.

Zijn rol biedt meestal weinig gelegenheid om voor een bredere categorie van toeschouwers spectaculaire dingen te doen; hij voorkomt eerder spectaculaire fouten van anderen. Men verwacht met grote mate van vanzelfsprekendheid vooral van hem, dat zijn integriteit boven iedere twijfel verheven is; het geweten mag immers nooit falen en op de rem moet men ten alle tijde kunnen vertrouwen.

Figuur 8. Activiteitsaspecten van de ondernemingsleiding



Bron: Van Dooren, 1966, p.75

In het grotere bedrijf zullen de hoofdbestanddelen van het leiden van een onderneming vanzelfsprekend aan verschillende functionarissen in een verder voortgezette taakdifferentiatie zijn toebedeeld, maar de in Figuur 8 aangegeven geleiding, overeenkomstig de basis-componenten in het menselijk arbeidsproces te onderscheiden is steeds, zij het ook in gevarieerde organisatorische vormen en soms vervormingen, terug te vinden aan de top van een industriële onderneming. Rentmeesterschap heeft als algemeen begrip te maken met het beheer van geld en goed.

Bij een onderneming kan rentmeesterschap worden uitgelegd in termen van beheer van kapitaal en vermogen in de ruimste zin des woords, inclusief het begrip 'human capital'.

Rentmeesterschap bij een onderneming is in veel opzichten complementair aan leiderschapsaspecten zoals visie en innovatie. Een vergelijking kan daarbij worden getrokken met twee specifieke culturele leefwijzen zoals aangegeven door Mitchell (1982). Mitchell onderscheidt langs een cultureel continuüm zes verschillende leefwijzen. Van deze leefwijzen ('Escapers, Takers, Preservers, Makers, Changers, Seekers'), vertegenwoordigen de 'Preservers' (30%) en de 'Makers' (30%) niet alleen het grootste aandeel van de bevolking in de Westerse wereld, maar vormen in samenhang (met een nadruk op 'Makers'¹¹) het profiel van een samenleving die wordt gekenmerkt door succesvolle vooruitgang. Alhoewel ondernemers door Mitchell primair worden geclassificeerd als 'Maker', zal goed ondernemerschap met zich mee brengen dat er sprake is van een evenwichtsvorm met aspecten die behoren bij 'Preservers'.

Figuur 9. Kenmerken van de leefwijzen van 'Makers' en 'Preservers'

	Makers	Preservers
Life goals	<ul style="list-style-type: none"> * Accomplishment * Social recognition * Prosperity * Self-respect 	<ul style="list-style-type: none"> * Maintenance of tradition * National security
Sources of meaning	<ul style="list-style-type: none"> * Work * Power * Money * Family * Possessions * Fame 	<ul style="list-style-type: none"> * Family * Institutions * Religion * Work
Sources of truth	<ul style="list-style-type: none"> * Empiricism * Rationalism * Authority (of other Makers) 	<ul style="list-style-type: none"> * Authority * Revelation * Empiricism
Psychological needs	<ul style="list-style-type: none"> * Achievement * Mastery * Self-fulfillment 	<ul style="list-style-type: none"> * Security * Acceptance
Belief systems	<ul style="list-style-type: none"> * Behaviorism * Neo-Freudianism 	<ul style="list-style-type: none"> * Fundamentalism * Neo-Freudianism
Morality patterns	<ul style="list-style-type: none"> * Social contract * Duty 	<ul style="list-style-type: none"> * Eye-for-an-eye * Duty * Deference to authority

11. Succesvolle vooruitgang wordt volgens Mitchell gekenmerkt door evenwicht met voldoende 'Preserverism' voor stabiliteit en voldoende 'Makerism' voor ontwikkeling. "Aberrants are not so numerous as to be disruptive, yet numerous enough to prevent fixation in any single mode", aldus Mitchell.

Omgevingsinvloed en ondernemerschap

Time orientations	* Future * Present	* Past
-------------------	-----------------------	--------

Bron: Mitchell, 1982, p.4

Zoals hiervoor bij de behandeling van Figuur 8 (p.209) aangegeven, zullen met name de met beheeractiviteiten samenhangende aspecten van ondernemersleiding bij een groeiende onderneming worden ondergebracht in diverse managementfuncties. De activiteits-aspecten van het leidinggeven kunnen derhalve worden onderverdeeld in een aantal dat behoort bij de ondernemers-functie ('Makerism') en in een aantal dat behoort bij de rentmeester-functie ('Preserverism'). De onderscheidende kenmerken van beide levenswijzen zijn in Figuur 9 aangegeven.¹² De meest specifieke karakteristiek voor 'Makers' betreft volgens Mitchell het begrip 'Visible achievement', terwijl 'Reverence for the past' als meest typerend voor 'Preservers' geldt. In de praktijk zullen vaak mengvormen voorkomen van de kenmerken van de zes leefwijzen. Zoals eerder aangegeven, zal een juiste mix van 'Preserverism' voor de stabiliteit en van 'Makerism' voor de ontwikkeling ervoor zorgdragen dat er van succesvolle vooruitgang sprake kan zijn. Dit neemt niet weg dat er voor succesvol ondernemerschap inzicht dient te bestaan in de verschillende bedrijfseconomische aspecten zoals in Figuur 6 aangegeven.

Een goed inzicht in sterkten, zwakten en de wijze waarop de doelstellingen van de onderneming gerealiseerd gaan worden blijkt (voor ervaren ondernemers) te kunnen worden verkregen door het opstellen van een ondernemingsplan. Dit blijkt bijvoorbeeld uit onderzoek bij ex-cursisten door de Universiteit Twente in 1991 naar het effect van de cursus Directievoering van het Centrum voor Innovatief Ondernemerschap Twente (CIOT).¹³ Bij de uitvoering van een ondernemingsplan gaan, naarmate de onderneming groeit, kwesties als de juiste wijze van delegatie van bestuursbevoegdheden van de ondernemer aan zijn naaste medewerkers (en de kwaliteit van de communicatie tussen hem en deze medewerkers, alsook tussen deze laatste onderling) van steeds grotere betekenis worden. Naast het formuleren van duidelijke functie-omschrijvingen en het aan iemand opdragen, onder verlening van de daartoe nodige bevoegdheden om een functie uit te oefenen, begint delegeren bij de selectie van de juiste mensen en het opleiden en voorbereiden van deze mensen tot zij de bekwaamheid bezitten om de aan hen te delegeren bestuurstaken met succes te volbrengen.¹⁴ Op de activiteitsaspecten van de ondernemingsleiding toegespitste opleidingen en training kunnen bijdragen in het wegnemen van tekortkomingen van de ondernemer. Daring (1992, pp.28-30) geeft bijvoorbeeld aan dat goede ondernemerstrainingen een groot effect hebben op het functioneren van de desbetreffende ondernemingen. "De ondernemer kan immers zelf de verantwoordelijkheid nemen om nieuwe kennis en inzichten in praktijk te brengen. Het functioneren van de hele onderneming wordt daarmee op een hoger niveau gebracht", aldus Daring.

12. Daarbij moet worden bedacht dat de lijst van kenmerken is opgebouwd uit kenmerken die in het algemeen met de levenswijzen 'Maker' en 'Preserver' worden geassocieerd. Deze zijn natuurlijk noch exclusief voor de desbetreffende levenswijze noch is de in figuur 9 aangegeven lijst uitputtend. Het onderscheid tussen de levenswijzen wordt bepaald door het totale patroon van factoren en niet de aanwezigheid van enkele of meerdere factoren. De kenmerken uit figuur 9 die Mitchell aangeeft als behorende bij de variëteit 'Entrepreneur/Maker' zijn bijvoorbeeld: 'Accomplishment', 'Money', 'Rationalism', 'Achievement', 'Neo-Freudianism', 'Social Contract' en 'Present'.

13. Het desbetreffende citaat uit het onderzoeksrapport luidt: "Cursisten die tijdens de cursus een ondernemingsplan opstelden, hebben een zeer goed inzicht gekregen in de sterkten, de zwakten, en de wijze waarop de doelstellingen van de onderneming gerealiseerd gaan worden. Door de medewerkers bij het opstellen van het plan te betrekken, wordt tevens een enorme betrokkenheid en motivatie gecreëerd." (Zie: Daring, 1992, p.28)

14. Vanuit een aantal bestaande leiderschapstheorieën hebben Hersey en Blanchard (1976, 1982, 1984) en Hersey (1987) bijvoorbeeld een benadering ontwikkeld waarin leiding geven in verband wordt gebracht met verschillende situaties. Deze praktisch toepasbare benadering staat bekend onder de naam 'Situational Leadership'. De grondgedachte daarbij is dat een universele stijl van leiding geven, die in alle situaties succes heeft, niet bestaat. Bij 'Situational Leadership' wordt een viertal verschillende leiderschapsstijlen onderscheiden die zijn gekoppeld aan vier competentieniveaus van medewerkers. De te hanteren stijl en de specifieke situatie waarin leiding wordt gegeven bepalen de effectiviteit.

Het voorgaande samenvattend lijken vooral de in Figuur 8 (p.209) aangegeven activiteitsaspecten B, C en D beïnvloedbaar door onderwijs en praktijktraining. Ten aanzien van de in Figuur 8 aangegeven taak A zullen naast de in paragraaf 2 van dit hoofdstuk aangegeven ondernemerschapkenmerken met name de kwaliteit van voor de onderneming relevante interne zowel als externe informatiestromen invloed uitoefenen op dit activiteitsaspect van ondernemersleiding. In feite kunnen de activiteitsaspecten van de ondernemersleiding zoals aangegeven in Figuur 8, worden geplaatst in het kader van het besluitvormingsproces.

Dit besluitvormingsproces bestaat volgens Douma (1991, p. 11430) uit de volgende vier stappen:

1. Initiëren: genereren van voorstellen inzake de aanwending van middelen en het vormgeven van contracten; (C)
2. Kiezen: maken van een keuze uit de voorstellen; (A)
3. Implementeren: uitvoeren van de gekozen voorstellen; (B)
4. Monitoring: meten van de prestaties van de beslissers en het vaststellen van beloningen. (D)

Bij de kwaliteit van externe informatiestromen lijkt het netwerk van de ondernemer een sterk bepalende factor. Bij kleine ondernemingen waar de leiding in handen is van een directeur-groot-aandeelhouder die verschillende activiteitsaspecten van de ondernemersleiding (Figuur 8) in zich verenigt, zal in veel gevallen een beroep moeten worden gedaan op advies en ondersteuning van buitenaf.

Blijkens een verkenning naar de wenselijkheid, de positie en de waarde van het commissariaat in het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) door KPMG Klynveld Management Consultants (1991) is uit onderzoek gebleken dat de meeste adviezen in het MKB op ad hoc basis gevraagd worden aan de accountants, de bankier en in de kennissenkring. Met name de middelgrote en grote ondernemingen kennen daarnaast het instituut van de Raad van Commissarissen. Door het installeren van een Raad van Commissarissen creëren bedrijven naast incidentele ook continue externe informatiebronnen. Dergelijke doorgaans grotere ondernemingen in het Nederlandse MKB hebben merendeels als rechtsvorm die van Besloten Vennootschap.

Lievaart (1987, in: KPMG 1991)¹⁵ geeft aan (ontleend aan tellingen door Dun & Bradstreet op basis van gegevens van het NCD en de Vereniging van Kamers van Koophandel die betrekking hebben op 1987) dat gemiddeld genomen 5% van de B.V.'s een Raad van Commissarissen heeft. Daarbij worden aanzienlijke verschillen geconstateerd wanneer gekeken wordt naar de verschillende klassen van werkzame personen bij de BV's. Zo ligt de dichtheid bij bedrijven tot 5 werknemers onder de 4% en bij bedrijven met 5 tot 20 werknemers onder de 9%. In de voor het MKB zo belangrijke klasse van 50-100 werknemers heeft bijna 25% van de B.V.'s één of meer commissarissen. Daarna neemt het aandeel snel toe tot bijna 50%.

15. Uit een onderzoek door het Rotterdams Instituut voor Bedrijfs-economische Studies (Ribes) in opdracht van de Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf (RMK), blijkt dat ruim 50% van alle kleine en middelgrote ondernemingen vindt dat financieringsproblemen de groei belemmeren. Bijna de helft van alle MKB bedrijven is volgens de onderzoekers voor het grootste gedeelte met eigen vermogen gefinancierd. In tweederde van de gevallen wendt de kleine veelal zelfstandige ondernemer zich met vragen eerder tot de accountant dan tot de bank vanwege het onafhankelijke advieskarakter en een door verschillende redenen moeizame relatie met de bank (Zie: Financieel Dagblad, 24-1-1996: Kleinbedrijf weet financier niet te vinden).

Als officieel orgaan van een vennootschap is, voorzover de wet of de statuten van de vennootschap dat voorschrijven, de Raad van Commissarissen¹⁶ door de Nederlandse wetgever belast met een aantal taken.

De Raad van Commissarissen heeft tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hij staat het bestuur met raad terzijde. Bij de vervulling van hun taak richten de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (Artikel 140, lid 2, Boek 2 BW).

In het eerder genoemde rapport van KPMG (1991) wordt gesteld dat bedrijfsleiding en commissariaat niet noodzakelijkerwijs dezelfde belangen en/of prioriteiten hebben. "De relatie tussen beide in het grootbedrijf is in wetgeving, jurisprudentie en literatuur voldoende uitgekristalliseerd (partijen weten wat hun (rechts)positie is, waar moeilijkheden te verwachten zijn, en welke hun verantwoordelijkheden zijn). Bij het MKB is dit niet het geval, daar wetgeving nagenoeg ontbreekt en de rol van het commissariaat (adviserend van karakter) vrijblijvender is. In het MKB weten partijen niet precies hoe ze met elkaar moeten omgaan.

Voor de ondernemer heeft geen duidelijk beeld van het commissariaat", aldus KPMG die ten aanzien van de aard van het commissariaat drie gevallen onderscheidt, te weten:

- a) Wettelijk bepaald (grootbedrijf);
- b) Niet wettelijk bepaald, maar opgelegd (door in- of externe belanghebbenden);
- c) Niet wettelijk bepaald, maar op basis van vrijwilligheid.

Waar in geval a) en b) de ondernemer geen keus lijkt te hebben en er een zekere duidelijkheid bestaat over de concretisering van de commissarisrol, wordt in geval c) de commissaris alleen aangesteld wanneer de ondernemer overtuigd is van het nut van een aanstelling. Een belangrijk kenmerk van het MKB is de geringe formalisering van de administratieve organisatie waardoor het problematisch is om een geregelde en betrouwbare informatiestroom te genereren. Een Raad van Commissarissen kan ertoe bijdragen dat de interne informatiestroom optimaal, dat wil zeggen 'relevant' en 'tijdig' is. Daarbij geldt in het algemeen dat informatie op tijd is als de ontvanger op het tijdstip dat deze informatie bij hem of haar komt nog invloed kan uit oefenen op de gevolgen.¹⁷

Ook bij het eerder genoemde andere belangrijke kenmerk van het MKB, het relatief gering gebruik van externe advisering, kan het instellen van een Raad van Commissarissen een bijdrage leveren aan het besluitvormingsproces.

Naast de hiervoor behandelde omgevingsinvloeden op ondernemerschap wordt ongetwijfeld de grootste invloed op het ondernemerschap uitgeoefend door de ondernemer zelf. Deze zelf-beïnvloeding zal een gevolg zijn van het door de ondernemer gepercipieerde succes of falen tijdens het leiden van zijn bedrijf.

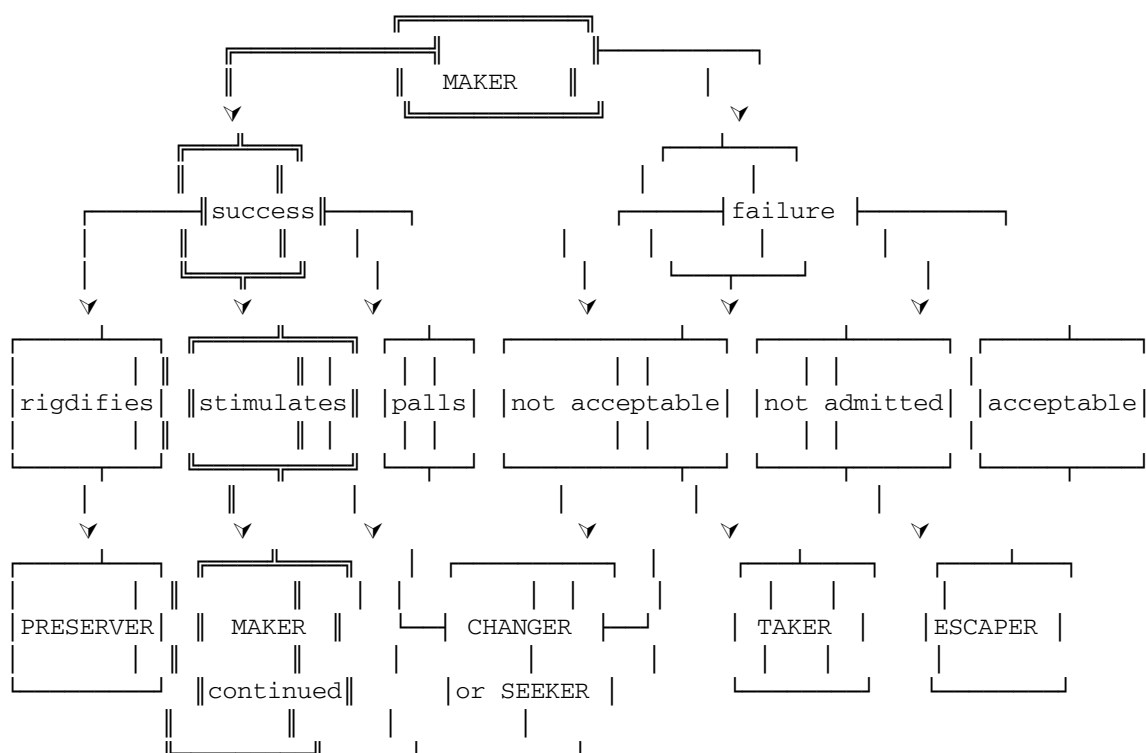
16. Mogelijkerwijs vindt het hedendaagse instituut Raad van Commissarissen haar oorsprong in de 17e eeuw bij de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) toen de Staten-Generaal bij de verlenging van het octrooi in 1623 de voorwaarde stelden, dat de VOC een interne commissie moest instellen die de aandeelhouders zou gaan vertegenwoordigen. Dit onder meer naar aanleiding van geruchten over wanbeleid en malversaties en het gesloten houden van de boeken door de bewindhebbers. Deze commissie, bestaande uit negen hoofdparticipanten, zou voortaan het beleid van de bewindhebbers controleren en de 'Jaarrekening' (om de vier jaar) goedkeuren. Tegen een royale vergoeding legde deze interne commissie de bewindhebbers echter geen strobreed in de weg aangezien bewindhebbers en hoofdparticipanten dezelfde belangen hadden bij de onderneming (Den Ridder, 1990).

17. Voor een meer uitgebreide behandeling van de relevantie en tijdigheid van de interne informatiestroom, zie bijvoorbeeld Koot en Wiersma, 1994, pp. 62 e.v.

Uitgaande van de hiervoor aangegeven 'Maker' leefwijze zoals volgens Mitchell geldt voor ondernemers, kunnen zich bij succes of falen veranderingen voordoen in de aard van de tot op dat moment gevolgde manier van leven. Deze veranderingen kunnen al dan niet van tijdelijke aard zijn. Mitchell spreekt hier van 'change paths' en 'subtypes of the main life way'.

In Figuur 10 zijn de deviatie-mogelijkheden aangegeven voor de levenswijze van 'Maker'. Een succesvolle 'Maker' kan na verloop van tijd verstarren in gewoontes en zienswijzen en geleidelijk in toenemende mate overgaan naar de 'Preserver' modus. Hier vindt in wezen een transformatie plaats van ondernemer naar manager. Op soortgelijke wijze kan een typische 'Preserver' manager groeien naar ondernemerschap als verschijningsvorm van 'Makerism'.

Figuur 10. Change Path of the Maker Life Way



Bron: Mitchell, 1982

Indien echter succes continu zorgt voor stimulatie, kan hij of zij een enthousiaste 'Maker' blijven. In enkele gevallen zal succes gaan tegenstaan omdat de doelstellingen van het 'Makerism' niet langer een uitdaging vormen. Dit zal met name het geval zijn wanneer nieuwe inzichten de basis percepties van 'Makerism' hebben omgevormd tot andere leefwijzen. Deze personen zullen volgens een hypothese van Mitchell hoogstwaarschijnlijk 'Changers' of 'Seekers' worden. Een andere route naar de 'Changer' en 'Seeker' leefwijzen loopt via het erkende falen van het 'Maker' patroon bij de vervulling van behoeften. Indien dit falen niet acceptabel is voor het individu, zal deze een substituuut zoeken voor 'Makerism', waarbij in het proces mogelijk 'Changer' of 'Seeker' patronen worden gevormd. De 'Makers' die verschuiven naar de 'Taker' modus, doen dit waarschijnlijk vanwege openbare ontkenning van hun falen als 'Makers', alhoewel het individu op een verborgen wijze aan zichzelf het falen kan onderkennen. De 'Maker' die kenmerkend is verbonden aan herkenbaar succes, onderstreept door overvloedige openbare 'feedback', zal waarschijnlijk niet de 'Escaper' levenswijze kiezen zonder

zich op vernietigende wijze verslagen te voelen. Deze situatie zal zich met name voordoen bij een totaal acceptatie van falen bij het nastreven van zijn of haar levensdoelen.

Het in Figuur 10 aangegeven model geeft een verklaring voor de waarneming dat bepaalde succes-volle ondernemers (net als wetenschappers en politici) na verloop van tijd "uitgeblust" lijken te zijn en meer in de 'Preserver'- of Rentmeester-modus' terechtkomen. Uit een door Mitchell in een soortgelijk model aangegeven veranderingen die bij 'Preservers' kunnen optreden, kan een verklaring worden gevonden voor het omgekeerde fenomeen waarbij (2e echelon) managers de ambitie ontwikkelen om zelf ondernemer te worden.¹⁸

Samenvattend kan worden gesteld, dat beïnvloeding van de ondernemerschapsaspecten leiding-geven en rentmeesterschap op een aantal manieren mogelijk is.

Het aspect van (charismatisch) leiderschap heeft mogelijkheden in zich voor beïnvloeding van buitenaf, met name daar waar het ideologische visie- en missie-aspecten betreft.

Voor zover de doelstellingen en waarden van de leider in conflict zijn met die van de organisatie, zoals wanneer leiders een uitdaging aan de status quo vertegenwoordigen, zal charismatisch leiderschap waarschijnlijk negatieve houdingen veroorzaken jegens de organisatie en weerstanden oproepen bij leden van de organisatie tegen aanwijzingen van het management.

Het instellen van overlegstructuren zoals hiervoor bij de behandeling van de beïnvloeding van visie en innovatie aangegeven, zal het ontstaan van negatieve houdingen en weerstanden die dergelijke situaties bij volgers oproepen mogelijk kunnen beperken. Dergelijke overlegstructuren binnen de onderneming lijken eveneens functioneel om een zeker tegenwicht te kunnen bieden aan mogelijke effecten van de in § 4.4 van Hoofdstuk III (p.113 e.v.) besproken F-factor van leiderschap.

Aangegeven werd verder, dat er vooralsnog geen inzicht bestaat in de eventuele mogelijkheid om charismatische leiders als zodanig op te leiden en te trainen.

Over de eventuele mogelijkheid langs deze weg ondernemerschap te beïnvloeden, bestaat dus nog geen duidelijkheid.

Wel is duidelijk dat opleidingen en trainingen een bijdrage kunnen leveren in het wegnemen van tekort-komingen betreffende de activiteitsaspecten van de ondernemingsleiding.

Ook kan een Raad van Commissarissen vanuit haar taak om toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in een vennootschap, alsmede vanuit haar adviesfunctie, invloed uitoefenen op de kwaliteit van ondernemerschap.

Tenslotte kan worden gesteld dat een zeer grote invloed op het ondernemerschap door de ondernemer zelf wordt uitgeoefend. Het model van Mitchell geeft daarbij inzicht in processen die daarbij een rol kunnen spelen.

18. Mitchell veronderstelt verder dat er zich een nieuwe levenswijze aan het ontwikkelen is, door hem 'Mover' genaamd. De 'Mover' is daarbij een combinatie van de 'Maker' en de 'Seeker' en wordt door Mitchell getypeerd als een naar binnen-gerichte 'Maker'. Bij een operationele alliantie tussen 'Mover' en 'Preserver' zoals in een onderneming, zouden dan de 'Preservers' zich met de dagelijkse gang van zaken bezighouden, vooral met die zaken die aan de productie-functie zijn gerelateerd. 'Movers' zouden zich volgens Mitchell met name concentreren op problemen van culturele aard, daar waar de spanningen het hoogst zijn, de meningsverschillen het scherpst en de belangen het grootst. Jan Timmer, de voormalig president-directeur van het Philips-concern kan met Mitchell's definitie als 'Mover' (Centurion) worden aangeduid.

4. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk V

Vroeger zei men: Zolang de stad bestaat, moet er vuur zijn.
Later zei men: De stad zal bestaan zolang het eeuwige vuur brandt.

Mehlika Seval¹⁹

In dit hoofdstuk werd een conceptueel psychologisch-economisch model van ondernemerschap ontwikkeld waarmee de probleemstelling, zoals die in § 2.2 van Hoofdstuk I en in de inleiding van dit hoofdstuk werd geformuleerd, is beantwoord. Verder kan geconcludeerd worden dat het ontwikkelde model voldoet aan de drie bijbehorende onderzoeksdoelstellingen.

Naast de door Wärneryd aangegeven psychologische factoren van ondernemerschap, werden de in Hoofdstuk III samengevatte aspecten van de economische functie van ondernemerschap alsmede de elementen van het in Hoofdstuk II ontwikkelde kasstroom analyse systeem geïntegreerd in een conceptueel psychologisch-economisch model van ondernemerschap dat in Figuur 5 (p.199) is weergegeven.

Met betrekking tot dit model kunnen een aantal belangrijke conclusies betreffende de praktische doelstelling van het onderzoek als volgt worden samengevat:

Met name met betrekking tot het innovatieve en visionaire element van de economische functie van ondernemerschap, maken de "4 R's van Daring" - richting, ruimte, resultaat en rekenschap - inzichtelijk op welke wijze dit ondernemerschaps-element extern beïnvloed kan worden.

Het richting geven vormt daarbij een belangrijk element.

Voor het bewerkstelligen van een gemeenschappelijke visie van leiders en volgers, kan gebruik gemaakt worden van het door Osborne aangegeven drie-stappenplan waarbij als eerste stap een formele dan wel informele RvC wordt gevormd met een duidelijke inhoudelijke taakstelling die is gebaseerd op specifieke behoeften van strategische aard, voortkomende uit het ondernemings-plan, dan wel bepaalde bedrijfsproblemen betreffende. Als tweede stap geldt het initiëren van een continue strategisch planning proces waarbij zowel 'board members' als senior managers worden betrokken. Als derde stap tenslotte geldt het samenstellen van een 'creativity strike force' uit een viertal interne medewerkers die ideeën moeten genereren voor verbeterde winst-gevendheid. Deze ideeën moeten vervolgens worden teruggekoppeld met de tweede stap van het door Osborne beschreven proces.

Naast het geven van richting geldt als invloedsmogelijkheid het geven van ruimte, met name het actief uitlokken van activiteiten waarbij het belangrijk is dat kleine experimenten uitgevoerd kunnen worden om de levensvatbaarheid van ideeën aan te tonen.

Het vervolgens gunnen van resultaat (erkenning) is belangrijk voor ondernemers die iets willen presteren, de resultaten daarvan willen zien en ervan genieten. Dit genieten komt overeen met het 'joy' gevoel in het concept van werkbeleving van Parikh dat in Figuur 1 (p.195) is weergegeven en ook in het psychologisch-economisch model van ondernemerschap in Figuur 5 (p.199) teruggevonden kan worden in de vorm van 'positieve opgewondenheid'.

Door tenslotte rekenschap te vragen, wordt een ondernemer ondersteund om zijn taken op een verantwoorde wijze uit te voeren. Het innovatieve aspect van ondernemerschap vereist daarbij dat niet alleen op korte termijn resultaten worden beoordeeld, aangezien dan niet verwacht kan worden dat er veel vernieuwende acties zullen worden ondernomen.

19. 1989, p.39

Beïnvloeding van de economische functie van risico en onzekerheid zal behalve door het aan-reiken van modellen en methoden - zoals aangegeven door Bilderbeek, Roozenburg en Vijge - die behulpzaam kunnen zijn bij risicobeoordeling, met name mogelijk zijn middels discussie met de ondernemer over door hem of haar voorgenomen investerings- en financieringsbeslissingen.

Aangezien bij de besluitvorming die tot handelingen leidt argumentatie een belangrijke rol speelt, geldt dat risico's van foutieve besluitvorming door ondernemers mogelijkerwijs kunnen worden gereduceerd wanneer in de discussie met hen een juiste wijze van redenering wordt gevolgd. Geconcludeerd werd dat bij investeringsselectie en financieringsvraagstukken veelal de apodictische redenering met als kennisdoel de zekerheid van de redenering verkiesbaar is. Bij veel strategisch-visionaire vraagstukken lijkt een dialectische redenering met als kennisdoel de aanvaardbaarheid de beste wijze van argumentatie.

Daarnaast zal het zeggenschaps-aspect binnen de betrokken onderneming de doorslag geven in die gevallen waar discussie met de ondernemer niet tot een duidelijke oplossingsrichting leidt.

Invloed op het leiderschap kan in de eerste plaats worden uitgeoefend op de wijzen, zoals hiervoor samengevat, waarop de visie/innovatie- en de risico/onzekerheidselementen kunnen worden beïnvloed. Het model van Van Doren geeft inzicht in de diverse hoofdaspecten waarmee de ondernemingsleiding doorgaans is belast. Deze activiteitsaspecten van de leiding van een onderneming biedt een aantal mogelijkheden voor de uitoefening van externe invloed.

Met name bij groei van een onderneming kan er door (mede-)aandeelhouders en/of commissarissen op worden toegezien dat de hoofdbestanddelen van het leidinggeven aan verschillende functionarissen in een vorm van taakdifferentiatie zijn toebedeeld, in plaats van de taken door één en dezelfde persoon, de ondernemer, te laten vervullen.

De ondernemer zou zich ideaal-typisch uitsluitend met werkzaamheden dienen bezig te houden met betrekking tot het concipiëren, het richting bepalen via uiteindelijke decisies.

Het opleidingsniveau van de ondernemer zou hem of haar dit moeten doen beseffen opdat hij of zij adequate mensen in het management-team van de onderneming kan selecteren.

Naast het juist opleiden van ondernemers kan een andere invloed worden uitgeoefend door ervoor te zorgen dat er voldoende tegenwicht aanwezig is binnen de onderneming in de vorm van het door Mitchell aangegeven 'preserverism', om samen met het 'makerism' van de ondernemer aan de gecombineerde voorwaarde van vooruitgang te kunnen voldoen.

Juist dit element lijkt in te druisen tegen het aspect van het 'naar eigen inzicht handelen' zoals dit naar voren komt uit de in § 2.3 van Hoofdstuk III (p.86) aangegeven werk-definitie van ondernemerschap.

Een 'zwaar' behouden tegenwicht met daarbij de potentie van botsende karakters in de onderneming zal voor een belangrijk deel van de ondernemers geen reële keuze-optie vertegenwoordigen.

In die gevallen zou een RvC of een gedelegeerd commissaris zich deze rol kunnen aanmeten.

Het fenomeen 'preserverism' zoals aangegeven door Mitchell omvat in zekere zin het 'reken-schap vragen' zoals aangegeven door During. In een wat afstandelijker vorm van functioneren als 'preserver' kan de aandeelhoudersvergadering en/of de RvC belangrijke besluiten, bijvoorbeeld investeringen en financiering aangaande op basis van geleverde en te verwachten prestaties, naar zich toe trekken.

De vraag die zich hierbij voordoet is welke reactie de ondernemer zal vertonen indien zijn voorstellen worden afgekeurd. Het risico lijkt aanwezig volgens de door Mitchell aangegeven "change path of the maker life way", dat de ondernemer als persoon 'terugvalt' in een andere 'Life-Way'-modus. Hierdoor bestaat het gevaar voor de onderneming dat de 'vreugde of lol van het ondernemerschap' ('joy' in termen van Parikh) niet langer aanwezig is en de onderneming in een 'slappende' fase terechtkomt met alle marktrisico's van dien.

Belangrijk lijkt dus dat er voor gezorgd wordt dat in elk geval het 'makerism' van de ondernemer gestimuleerd blijft, terwijl er daarbij toch sprake is van voldoende 'preserverism' binnen de ondernemingsleiding.

Dans l'action nous allons à la
rencontre de l'avenir avec nos possibilités come dans la
connaissance nous allons à la rencontre de la réalité avec nos hypothèses.

Garaudy¹

1. Inleiding en case-selectie

De vierde fase van de onderzoeksstructuur zoals weergegeven in Figuur 4 van Hoofdstuk I (p.14) bestaat uit exploratief case-onderzoek waarbij wordt onderzocht of het in het vorige hoofdstuk ontwikkelde model van ondernemerschap in praktijksituaties behulpzaam kan zijn bij het analyseren en inzichtelijk maken van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen en de daaraan ten grondslag liggende processen. Daarbij wordt tevens onderzocht op welke wijze de bij de onderzochte cases betrokken participatiemaatschappijen de theoretisch aan hen ter beschikking staande stuurmechanismen in de praktijk hebben toegepast. Naast een praktische keuze op basis van beschikbaarheid van relevante gegevens, is gekozen voor twee cases waarbij zich significante bedrijfseconomische ontwikkelingen hebben voorgedaan. Beide cases betreffen ondernemingen die zijn opgericht in de eerste helft van deze eeuw en in beide gevallen speelt vanaf een bepaald moment van de ontwikkeling de betrokkenheid van één of meerdere participatiemaatschappijen een duidelijke rol. Elke case dient een specifiek doel, namelijk het verkrijgen van inzicht in de ondernemerschapsprocessen die een belangrijke rol spelen bij (snelle) bedrijfs groei dan wel (snel) -verval. Bij de eerste case, de onderneming Apparatenfabriek Helpman N.V. betreffende, doet zich in stagnerende ontwikkelingssituaties het bij Figuur 3 van het eerste hoofdstuk (pp.7-8) beschreven fenomeen van 'zelfvernieuwing' voor. Bij de tweede case, waarin ontwikkelingen bij Speciaaldrukkerij Lijnco N.V. aan de orde komen, blijft deze door Parikh aangegeven zelfvernieuwing uit en leidt de stagnatie in de bedrijfsontwikkeling eerst tot verval en vervolgens tot het onafwendbare faillissement van het bedrijf. Het methodologisch uitgangspunt bij deze case-studies betreft een basis-analyse op grond van gepubliceerde jaarver-slagen, aangevuld met enige aanvullende bedrijfsinformatie met een duidelijke bron-herkomst.

De gevolgde systematiek is in grote lijnen identiek met de in Hoofdstuk II beschreven case-studies, met dien verstande dat nu het in hoofdstuk V ontwikkelde model van ondernemerschap het onderzoeksdoel is.

De door Yin (1994, pp.141-146) aangegeven procedures "in doing a case study report" worden daarbij in acht genomen. Daarbij is bewust gekozen voor een expliciete case-behandeling waarbij bedrijven niet en betrokkenen zoveel als mogelijk wel geanonimiseerd zijn. Beide cases dienen namelijk uitsluitend het hiervoor aangegeven doel, d.w.z. het onderzoeken of het in

Hoofdstuk V ontwikkelde model van ondernemerschap relevant is bij het analyseren en inzichtelijk maken van de bedrijfseconomische prestatie en de daaraan ten grondslag liggende proces-sen. De keuze voor het noemen van de desbetreffende ondernemingen houdt verband met het toetsbaarheidselement dat geldt als onderdeel van één van de twee hoofdaspecten van wetenschappelijke deugdelijkheid van onderzoek.²

1. In: De Graaf, 1986, p.53.

2. De Leeuw (1990, p.39) stelt dienaangaande o.a. het volgende: "(Wetenschappelijke) deugdelijkheid omvat twee aspecten: juistheid en informativiteit.....die aspecten [zijn] wel onderscheidbaar maar niet onafhankelijk. Juistheid vergt allereerst toetsbaarheid.....Informativiteit is de mate dat de uitspraak werkelijk veel inhoud heeft. De informativiteit wordt bepaald door precisie en algemeenheid van het bereik van geldigheid en de mate dat je erop kunt vertrouwen. Dat laatste wordt bepaald door de toetsbaarheid en de mate van bevestiging....Toetsbare beweringen hebben een grote informativiteit als er in beginsel veel potentiële mogelijkheden tot weerlegging zijn. Juistheid vergt tenslotte [...] dat de bewering tot op heden ondanks kritische toetsing daartegen bestand is gebleken."

Gelet op het ontbreken van enige reden om ter wille van de toetsbaarheid, naast bronvermeldingen expliciete aandacht te schenken aan betrokken individuen zijn deze laatste, voor zover mogelijk geanonimiseerd. Het is daarbij geenszins de opzet om de handelswijze van betrokken individuen aan de kaak te stellen of op andere wijze te bekritisieren.

Indien er bij de behandeling van de cases desondanks enige vorm van kritiek door mocht klinken, dient beseft te worden dat dergelijke kritiek zuiver theoretisch van aard is en niet de pretentie heeft te indiceren dat bepaalde ontwikkelingen in de praktijk een andere wending zouden hebben genomen indien er sprake zou zijn geweest van een andere handelswijze door betrokken partijen.

Een reden dat het niet noodzakelijk werd geacht om de case-studies te anonimiseren, betreft de inschatting dat de case studies geen controversiële onderwerpen betreffen die betrokken individuen en/of de lopende gang van zaken bij de desbetreffende ondernemingen op enigerlei wijze zouden kunnen schaden.

Bij de hierna aangegeven methodiek die is gebruikt bij de case studies geldt als uitgangspunt het in de praktijk toepassen van het ondernemerschapmodel (p.199) met behulp van de hiervoor genoemde twee cases. Terwijl het model van 'links' naar 'rechts' loopt (de pijlen geven een veronderstelde causaliteit weer), wordt volgens de bij de cases gebruikte methodiek terugge-traceerd van bedrijfseconomische resultaten (via KAS bepaald) naar onderliggende ondernemerschapprocessen.

Aan de hand van samenvattingen en een cross-case vergelijking wordt tenslotte een aantal conclusies getrokken met betrekking tot de geobserveerde toepassing van stuurmechanismen door de betrokken participatiemaatschappijen in relatie tot de theoretische invloedsmogelijkheden blijkt het in het vorige hoofdstuk ontwikkelde conceptuele model van ondernemerschap.

2. Case onderzoek Apparatenfabriek

De voortdurende modernisering van ons productieapparaat en de verhoging van het vakmanschap van onze medewerkers moeten ons in staat stellen onze goede positie op de koeltechnische markt verder uit te bouwen.

Directie Apparatenfabriek³

2.1 Situatieschets

Apparatenfabriek Helpman N.V.⁴ te Groningen werd als zodanig opgericht in 1971 als voortzetting van de activiteiten van de Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. (zie voetnoot 3) die op 1 mei 1924 werd opgestart door de heer H.J. Naayer.

Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. blijft vanaf dat moment tot een fiscale eenheid behoren met Apparatenfabriek Helpman N.V. en functioneert verder als houdstermaatschappij.

Het 60-jarig bestaan van Helpman in 1984 vormde de afsluiting van een decennia-lange periode onder dezelfde directie.

Het in andere handen overgaan van de ondernemingsleiding betekende de aanzet tot een veranderingsproces dat zich binnen de onderneming ging afspelen.

De basis hiervoor vormde blijkens het verslag van de directie over 1984 een analyse van de organisatie waarbij de directie zich had laten bijstaan door de 'Bedrijfseconomische afdeling van de Vereniging FME'. De aanbevelingen die werden aangedragen in een rapport over de organisatie dat eind augustus 1984 verscheen, werden in grote lijnen overgenomen.⁵

De voorgenomen wijzigingen moesten volgens het jaarverslag 1984 leiden tot "verhoging van de kwaliteit van de organisatie in al haar geledingen en tot grotere betrokkenheid van de medewerkers bij hun taak in de onderneming.

Het uiteindelijke doel dat de directie daarbij voor ogen had, werd als volgt geformuleerd:

"Helpman in staat stellen om op een adequate manier te reageren op de ontwikkelingen en vragen die uit de markt op de onderneming afkomen."

3. Helpman Jaarverslag 1980, Verslag van de directie, p.7

4. Medio maart 1992 is de rechtsvorm gewijzigd van N.V. in B.V.

5. Het betrof hier met name wijzigingen in de productie-organisatie van de onderneming. De belangrijkste veranderingen die volgens het jaarverslag 1984 in gang worden gezet, betreffen:

- integratie van productievoorberedende werkzaamheden met de productie, waardoor wederzijds grotere betrokkenheid ontstaat en een betere beheersing van het totale proces;
- verduidelijking van de beweging van de goederenstroom en betere controle via de invoering van een afdeling logistiek;
- instelling van een afdeling kwaliteitsbeheersing die, rechtstreeks onder de directie, in structurele zin de kwaliteit van de totale organisatie op een hoger niveau zal brengen;
- verbetering van de informatiestroom, waartoe een afdeling informatica in het leven is geroepen. Deze groep houdt zich in eerste instantie bezig met de voorbereidingen voor het kiezen van een nieuw systeem van software en hardware.

Deze doelstelling is vervolgens, blijkens het Verslag van de directie 1985, aan een kritische evaluatie onderworpen en werd vervolgens opnieuw geformuleerd en als "centrale ondernemingsdoelstelling" aangemerkt. De nieuwe formulering luidde:

"Helpman houdt zich bezig met de ontwikkeling, productie en marketing van warmtewisselende apparaten, waarvan het basistoepassingsgebied in de koudetechniek ligt."

Op 1 juli 1990 vond wisseling van de directie plaats. Het per die datum overgaan in andere handen van de ondernemingsleiding hield mogelijk verband met de vaststelling van de jaar-rekening over 1989, die in de daaraan voorafgaande maanden had plaatsgevonden.⁶

De nieuwe directeur werd middels een over 2 jaar uitgesmeerde Management-Buy-In (MBI)⁷ eerst voor 5%, vervolgens voor 10% aandeelhouder van Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. en wordt tenslotte voor 40% aandeelhouder in de in 1992 nieuw opgerichte overkoepelende houdstermaatschappij Helpman Holding BV.

De NPM zette bij de voltooiing van de MBI in 1992, haar in 1977 in Apparatenfabriek Helpman N.V. verworven aandelenbelang van 35% (was als gevolg van de emissies in 1990 en 1991 verwaterd tot ca. 31,5%) om in een 35% belang in de nieuwe holding, aangevuld middels een achtergestelde converteerbare lening. In hetzelfde jaar, 1992, nam als tweede participatiemaatschappij de Atlas Investeringsgroep N.V. (Atlas) deel met 25% in het aandelenvermogen van Helpman Holding BV. De driehoofdige Raad van Commissarissen van Helpman werd vanaf maart 1992, althans in aantal, gedomineerd door beroeps-commissarissen namens de deelnemende participatiemaatschappijen NPM en Atlas.

Met de voltooiing van de MBI, die tevens het einde van de betrokkenheid betekende van de familie Naayer⁸ als mede-aandeelhouder van Helpman, is de in 1985 geformuleerde ondernemingsdoelstelling gaan wijken voor het streven van de nieuwe directie om Helpman Holding BV om te vormen tot een internationaal opererende houdstermaatschappij van industriële toeleveringsbedrijven die binnen twee, drie jaar door acquisities een omzet van rond de f 150 miljoen heeft. (Zie: Financieel Dagblad, 22 juli 1992)⁹.

Een door de directie van Helpman uitgegeven persbericht op 1 december 1995 meldt dat de éénhoofdige directie vertrekt en zelfstandig verder gaat met één van de inmiddels uit vier divisies bestaande Helpman groep. De leiding van de andere divisies kwam per die datum voorlopig in handen van een interim manager. Deze gaf aan dat tot de afsplitsing is besloten omdat Helpman onder leiding van de vertrekkende directeur snel is gegroeid, terwijl op holdingniveau slechts één directeur functioneerde. De vertrekkende directeur bleef volgens het persbericht met 40% groot-aandeelhouder.

Gedurende de periode 1980-1994 vonden verder zes mutaties bij de driehoofdige RvC plaats, waarvan een aantal rechtstreeks in verband gebracht kan worden met het wisselend aandeelhouderschap.

6. In een artikel in het Nieuwsblad van het Noorden d.d. 27/6/90, wordt de afscheidnemende algemeen directeur als volgt geciteerd: "Het gaat niet slecht met Helpman, maar het kan veel beter. Vorig jaar hebben we een uitstekende omzet gehad, maar we hebben wel verlies geleden over '89. Dan kun je het dus beter doen....."

7. Een 'MBI' (Directie-Inkoop), wordt door Van Lookeren Campagne (1992, p.34) omschreven als "een transactie waarbij (één of meerdere) van buiten de onderneming afkomstige managers de gehele onderneming of een deel daarvan kopen en (mede) leiding gaan geven aan de onderneming".

8. Sinds 1977 waren nog 65% van de aandelen in handen van de eerder genoemde familie. Dit belang was in 1990 en 1991 middels twee aandelenemissies teruggebracht tot ca. 58,5%. Deze emissies hadden als doel om de nieuwe algemeen directeur in de eerste fase van de MBIBO eerst 5% en vervolgens 10% van de aandelen te doen verwerven.

9. Interview met M. Abrahamse: "[...] bouwt machinefabriek om tot ambitieuze holding".

2.2 Formele betrokkenheid NPM

Zoals hiervoor in § 2.1 werd aangegeven, is de NPM vanaf 1977 financieel betrokken bij Helpman. Gedurende de gehele analyseperiode van 1980 t/m 1994 nam de NPM met een minderheidsbelang deel in het aandelenkapitaal, terwijl vanaf 1992 ook middels een achter-gestelde lening werd geparticipeerd.

Ten aanzien van het profiel van de NPM kan in de eerste plaats worden opgemerkt dat de NPM uitgaat van een blijvend aandeelhouderschap, nooit een meerderheidsbelang op het oog heeft en "evenmin de stoel van de ondernemer" (zie bijvoorbeeld ook: Jaarverslag NPM 1990, p.3). Nadrukkelijk wordt in geen geval naar een machtspositie gestreefd. In een brochure van de NPM uit de tachtiger jaren wordt deze bedrijfs-filosofie op een meer expliciete wijze aangegeven als volgt:

"Wij streven in geen geval naar een machtspositie. Wij blijven minderheidsaandeelhouder en bemoeien ons niet met het eigenlijke bestuur van de onderneming. De meeste participaties zijn niet groter dan 30 tot 40% van het aandelenkapitaal. Wel lijkt het ons redelijk dat een risico-dragende geldgever de gang van zaken in het bedrijf wat beter volgt dan alleen via het jaarver-slag. Vaak wordt iemand uit onze kring opgenomen in de raad van commissarissen van de onderneming in kwestie. Is er geen goed functionerende raad, dan wordt de vorming daarvan bepleit. Speciaal voor het vervullen van commissariaten hebben wij in onze statuten de aparte figuur in het leven geroepen van 'plaatsvervangend directeur'. Deze komt op voor de belangen van de vennootschap waarbij hij commissaris is. Hij is een zelfstandig optredende commissaris met eigen verantwoordelijkheden.....Veel algemene voorwaarden zijn er niet....Bij het aangaan van een participatie wordt bekeken of de statuten eventueel moeten worden aangepast. Voorts komt altijd het uitkeringsbeleid ter sprake. In sommige gevallen kan dit betekenen dat wij akkoord gaan met volledige winstinhouding over een aantal jaren..."

Uit bovenstaande kunnen de volgende relevant kenmerkende elementen van de NPM betrok-kenheid bij een participatie als volgt worden samengevat:

1. Als trait-d'union tussen NPM en de participatie, een naar eigen goeddunken handelend commissaris zonder last of volmacht van de NPM¹⁰;
2. Uitkeringsbeleid terzake van gegenereerde winst.
3. Geen bemoeienis met het eigenlijke bestuur van de onderneming;

Een min of meer rechtstreekse invloed van de NPM op de ontwikkeling van de kasstromen bij Helpman lijkt op basis van deze elementen zich derhalve te hebben beperkt tot de betrokken-heid van een 'plaats-vervangend directeur' van de NPM als lid van de RvC van Helpman.

2.3 Formele betrokkenheid Atlas Venture

In het NVP Jaarboek 1994 (p.106) geeft Atlas aan dat haar afdeling Atlas Participatie vooral investeert in langer bestaande ondernemingen die om uiteenlopende redenen een nieuwe ontwikkeling doormaken: bedrijfsopvolging, buy-out, buy-in, spin-off en turn-around situaties. De participatie in Helpman past binnen dit kader van participatie in langer bestaande onder-nemingen. "Met deze bedrijven wordt voor een langere periode een partnership aangegaan. Want de ervaring is dat ondernemend risico vooral wordt beloond wanneer een voldoende lange periode wordt gehanteerd om participaties tot bloei te laten komen. Atlas biedt ondernemingen daartoe niet alleen financiële expertise.

10. In een interview met Quote (september 1988, pp.23-24), geeft de heer Keyzer van de NPM dienaangaande het volgende aan: "Het kan best gebeuren dat wij als aandeelhouder bij een bedrijf anders oordelen dan onze plaatsvervangend directeuren in hun rol van commissaris. Zij hebben dan ook geen stem in het management van de NPM, en omgekeerd laten zij zich heus niet door ons om een boodschap sturen. Daar hebben wij ze juist op gerecrueteerd."

Minstens even belangrijk zijn de know-how en het contactennetwerk dat aan de onderneming ter beschikking worden gesteld", aldus Atlas.¹¹ De heer de Haan, mede-directeur van Atlas, geeft in een interview in het maandblad Account (april 1989) aan dat het investeren zelf maar een onderdeel is. "Beheer en bezetting van posten in het commissariaat nemen steeds meer tijd in beslag.....We hebben als regel dat één persoon niet meer dan acht deelnemingen kan beheren en daar moeten dan niet te veel starters bij zitten. Anders kun je nooit de noodzakelijke begeleiding geven." Zoals hiervoor in § 2.1 van dit hoofdstuk reeds werd aangegeven, functioneert vanaf het moment van deelname door Atlas in Helpman in 1992 een beroepscommissaris namens de Atlas Investeringsgroep N.V. in de uit drie leden bestaande RvC van Helpman.

2.4 Bedrijfseconomische analyse

De bij het KAS onderzoek gebruikte gegevens zijn afkomstig uit de gepubliceerde jaarverslagen gedurende deze periode en zijn in Overzicht 1 weergegeven.

Aangezien met betrekking tot de jaren '80, '81 en '82 geen gegevens beschikbaar waren van de post 'overige bedrijfskosten', is gebruik gemaakt van geschatte bedragen naar aanleiding van de ontwikkeling van deze post in de jaren '83 t/m '87. Vervolgens werd op basis van deze geschatte 'overige bedrijfskosten' en overige wel bekende gegevens de post 'toegevoegde waarde' voor de jaren '80, '81 en '82 berekend.

De gegevens onder de posten 'eigen vermogen' en 'investeringsstroom' van Overzicht 1 (p.226) zijn in veel gevallen (her)berekend. Bij deze berekeningen is rekening gehouden met in de geconsolideerde staat van herkomst en besteding van middelen aangegeven posten 'dotaties voorzieningen' en 'reserve herwaardering' alsmede met de balanspost 'egalisatierekening investeringspremies'.

Het beginjaar 1980 geeft, voor de aan de balans gerelateerde posten de cumulatieve niveaus weer van de kasstromen zoals die op dat moment gelden. De werkelijke kasstromen in de daarop volgende jaren zijn vanaf dit startpunt gemuteerd.

Het voordeel van deze methodiek ten opzichte van het starten van het kasstromenoverzicht vanaf de nullijn is, dat bij grafische weergave van de kasstromen ook een beeld wordt verkregen van de absolute niveaus van financiering en investeringen.

In Figuur 1 zijn de samenhangende resulterende kasstromen als functie van de tijd weergegeven. Deze kasstromen worden hierna achtereenvolgens nader in beschouwing genomen.

2.4.1 Investeringsstroom

Figuur 1 laat over de periode 1981 tot en met 1985 een licht dalende investeringsstroom zien. Het investeringsniveau in 1985 blijkt volgens een kengetallenoverzicht uit het jaarverslag van 1980 iets lager te liggen dan dat van 1978.

11. De gemiddelde invulling van het "partnership voor langere tijd" betreft volgens het portfolio overzicht in "Atlas Venture 1994 Review", d.d. 15 juni 1995, een periode van 3,75 jaar. Daarbij geldt voor in totaal 66 investeringen in de informatie technologie en 'life sciences' een gemiddelde van 2,9 jaar. De 'overige' investeringen, 14 in totaal waaronder de investering in Helpman Holding BV, waren anno 1995 gemiddeld 7,6 jaar onderdeel van de Atlas portefeuille.

In aanmerking nemende dat de waardering van de vaste activa daarbij plaats vond op basis van de zogenaamde vervangingswaardemethode¹², kan gesteld worden dat in de zeven jaars periode tot 1985 het in duurzame activa geïnvesteerde vermogen van de onderneming op een gelijk-waardig niveau is gebleven. In 1985, na het moment van directiewisseling, vinden de eerste ver-schuivingen plaats binnen de investeringsstroom. Naast het ingebruiknemen van een nieuwe tele-fooncentrale, het volledig renoveren van de entree en (vervangings-)investeringen in machines en transportmiddelen, wordt in dat jaar een begin gemaakt met substantiële investeringen in met name kantoorautomatisering.¹³

Figuur 1.Ontwikkeling van resulterende kasstromen

12. De bruto vervangingswaarde wordt bij Helpman als volgt berekend:

Gebouwen: Aanschaffingskosten, gecorrigeerd met sedert de stichting van de in gebruik zijnde vestigingen opgetreden prijsstijgingen ter zake van vergelijkbare bedrijfsgebouwen;

Terreinen: Gangbare prijs voor vergelijkbare industrieterreinen;

Overige duurzame activa: Aanschaffingskosten. Aangenomen wordt, dat de effecten van (algemene) prijsstijgingen en de technologische ontwikkeling elkaar compenseren, waardoor de bruto vervangings-waarde niet wezenlijk afwijkt van de aanschaffingskosten.

Afschrijvingen vinden bij Helpman tijdsevenredig plaats op basis van de geschatte levensduur.

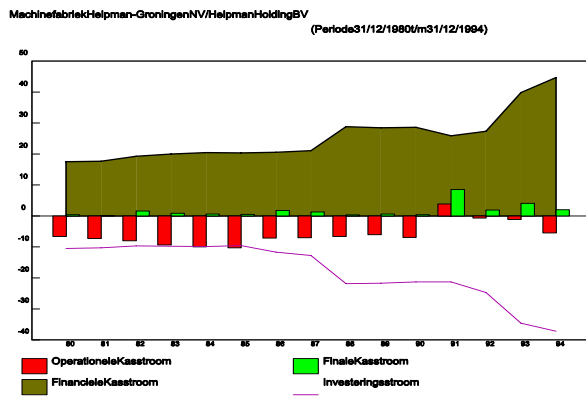
(Voor een uitgebreide behandeling van winstbepaling op basis van de vervangingswaardemethode, zie: G.W.A. Vijge, Winstbepalingsstelsels c.a., zesde druk, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1992, pp.91-134)

13. De volgende kanttkening werd daarbij in het jaarverslag 1985 gemaakt:

"De laatste jaren waren de investeringen vooral gericht op de directe produktieafdelingen en vanzelf-sprekend blijft dit deel ook de aandacht houden. Niettemin is het noodzakelijk om aanzienlijke bedragen te investeren in de infrastructuur van de organisatie om de produktie heen. Te denken is dan aan de logistieke functie, verdergaande integratie van de produktievoorbereidende activiteiten, kwaliteitszorg en

- niet in de laatste plaats - een nieuw systeem van informatievoorziening. Juist deze infra-structurele inspanningen zijn gericht op een betere beheersing van het totale proces, waarvan de produktie zo'n belangrijk onderdeel vormt."

Hoofdstuk VI: Case onderzoek



226

Overzicht 1.KAS-gegevens Helpman (f x 1000)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Eigen Vermogen	11449	11846	12078	12696	13661	14489	14648	15797	18856	19055	18066	20501	13788	16305	18080
Dividenduitkering	-220	-220	-220	-270	-270	-220	-440	-440	-440	0	-657	-4640	-1200	-632	0
Voorzieningen	5028	5286	5783	6178	5836	5075	5367	4960	5851	5364	5233	6174	7002	11660	12639
Bancaire Leningen	1850	1550	2150	1850	1550	1300	1235	1020	5531	5416	7307	4422	3882	9987	12033
Achtergestelde Leningen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4770	4240	3710
Langlopende Schulden	6878	6836	7933	8028	7386	6375	6602	5980	11382	10780	12540	10596	15654	25887	28382
Betaalde Rente	-608	-784	-517	-478	-292	-288	-256	-267	-972	-1383	-1325	-582	-940	-1730	-1795
FINANCIËLE KASSTROOM	17499	17678	19274	19976	20485	20356	20554	21070	28826	28452	28624	25875	27302	39830	44667
Vaste Activa	-10383	-10072	-9429	-9720	-9758	-9363	-11725	-12934	-20669	-19304	-19488	-19230	-22191	-31031	-33169
Afschrijvingen	-718	-775	-779	-805	-855	-881	-981	-1332	-2765	-3171	-2337	-2399	-2705	-3734	-4162
Invest.-Egalisatie	633	582	524	757	739	660	1055	1506	1563	747	536	347	180	164	157
INVESTERINGSSTROOM	-10468	-10265	-9684	-9768	-9874	-9584	-11651	-12760	-21871	-21728	-21289	-21282	-24716	-34601	-37174
Voorraden	-10684	-11004	-10324	-11419	-11547	-12349	-11925	-10739	-15075	-15907	-14752	-13975	-16563	-18196	-23517
Vorderingen	-7722	-8227	-7570	-7490	-7629	-9756	-9273	-9932	-16242	-16827	-15416	-13445	-19374	-18851	-25947
Kortlopende Schulden	9943	9737	7902	7397	7296	10140	11190	10739	20436	23586	16915	23622	27427	27820	39859
Netto Werkkapitaal	-8463	-9494	-9992	-11512	-11880	-11965	-10008	-9932	-10881	-9148	-13253	-3798	-8510	-9227	-9605
Toegevoegde Waarde	17295	18234	18761	21038	20808	22044	26173	24936	33561	32674	36615	39858	43855	53728	57976
Personeelskosten	-11630	-11939	-12220	-13908	-13795	-15148	-16347	-15164	-20864	-20357	-19931	-20832	-23398	-32201	-38665
Overige Bedrijfskosten	-3600	-3900	-4200	-4583	-4886	-5297	-5978	-5827	-9354	-10390	-8114	-8821	-10238	-11802	-15659
Afschrijvingen	718	775	779	805	855	881	981	1332	2765	3171	2337	2399	2705	3734	4162
Investeringsbijdragen	85	92	92	128	141	146	162	309	526	771	198	176	167	220	24
Betaalde Rente	608	784	517	478	292	288	256	267	972	1383	1325	582	940	1730	1795
Bijzondere Lasten	0	0	0	0	-200	0	0	-720	-172	-1500	-900	0	0	-1115	-1250
Belastingen	-366	-373	-480	-560	-254	-107	-874	-719	520	1310	-1578	-2760	-2586	-818	1648
Netto Winst	458	555	657	832	667	469	1560	1216	480	-1546	2628	4640	4155	2528	-1883
Omzet	36795	37841	38066	41028	43434	45913	49359	47428	65924	67722	68098	70636	80344	97501	116578
Medewerkers Aantal	250	247	240	239	250	265	270	263	322	321	309	297	304	409	493
OPERATIONELE KASSTROOM	-6679	-7380	-8039	-9397	-10066	-10327	-7211	-7117	-6664	-6140	-6963	3823	-710	-1235	-5531
FINALE KASSTROOM	352	33	1551	811	545	445	1692	1193	291	584	372	8416	1876	3994	1962

Vervolgens worden vanaf 1986 in een drie jaar lopend investeringsprogramma prioriteiten aangegeven. De (bedrijfsmatige) investeringen komen dan jaarlijks op een niveau van enkele miljoenen gulden, (ter vergelijking: gedurende de periode 1980-1985 werd gemiddeld ruim *f* 600.000 per jaar geïnvesteerd).

Begin 1988 werd de verlieslatende dochteronderneming Helpman Industriële Geluidbeheersing B.V. (HIG) (hoofdactiviteit: advisering, ontwerp, assemblage en montage van omkastingen voor industriële toepassingen) afgestoten aan de Meyer-Groep te De Wilp, met als doel HIG te brengen binnen een omgeving met betere toekomstperspectieven.

Deze desinvestering blijkt consistent met de in 1985 opnieuw geformuleerde centrale ondernemingsdoelstelling volgens welke Helpman zich bezig houdt met de ontwikkeling, productie en marketing van warmtewisselende apparaten, waarvan het basistoepassingsgebied in de koude-techniek ligt. Nadat op 4 januari 1988 de aandelen van HIG waren overgenomen door Gebr. Meyer Beheer B.V. te De Wilp, kwam volgens het Verslag van de Directie 1988 de vraag naar voren op welke wijze Helpman verbreding van zijn activiteiten zou kunnen realiseren.

Eveneens in lijn met de hiervoor genoemde ondernemingsdoelstelling, wordt op 15 augustus 1988 het bedrijf Bloksma B.V. aangekocht. Bloksma (opgericht in 1920 en gespecialiseerd op het gebied van industriële warmtewisselaars) was op het moment van overname een dochter-onderneming van het Zweedse concern Blackbone AB waar het niet langer tot de kernactiviteiten werd gerekend (Jaarverslag Helpman 1987,1988, Persbericht Helpman, 16 mei 1988). De periode 1989, 1990, 1991 wordt gekenmerkt door een lichte teruggang van het investerings-niveau, ondanks het feit dat nog steeds jaarlijks voor een bedrag van ca. *f* 2 miljoen wordt geïnvesteerd. De jaarlijkse afschrijvingen zijn mede als gevolg van de acquisitie van Bloksma echter op een nog hoger niveau beland, zodat het totale investeringsniveau iets terugloopt gedurende deze periode. De uit Figuur 1 blijvende stijgende investeringsstroom in 1992 kan worden toegeschreven aan de acquisitie van het bedrijf Korpershoek Heat Transfer Equipment BV te Brunssum. Ook deze acquisitie is in lijn met de hiervoor aangegeven centrale ondernemings-doelstelling zoals die in 1985 werd geformuleerd.

Inmiddels heeft, zoals in paragraaf 2.1 hiervoor werd aangegeven, in 1990 bij de algemene directie van Helpman een wisseling van de wacht plaatsgevonden. Ook in 1993 en 1994 laat Figuur 1 een stijgende investeringsstroom zien. Het betreft hier wederom de acquisitie van een aantal bedrijven. Terwijl de ondernemingen die tot 1993 de Helpman Groep vormden, allen vanuit het vakgebied van de warmteoverdrachtstechnologie opereren, zijn de in 1993 en 1994 geacquireerde ondernemingen gespecialiseerd in een drietal andere vakgebieden. Zoals eerder werd aangegeven in dit case-onderzoek, lijkt de in 1985 geformuleerde ondernemingsdoelstelling vervolgens te gaan wijken voor het streven van de nieuwe directie om Helpman Holding BV om te vormen tot een internationaal opererende houdstermaatschappij van industriële toeleverings-bedrijven die binnen twee, drie jaar door acquisities een omzet van rond de *f* 150 miljoen heeft.

De nieuwe 'vakgebieden' waarbinnen Helpman zich gaat bewegen betreffen 'Vloeistof Handling & Processing', 'Vastestof Handling & Processing' en 'Gas Handling' (zie bijvoorbeeld: Schema 'werkmaatschappij-groepen', Jaarverslag 1994, p.5).

De in 1993 geacquireerde ondernemingen betreffen in de eerste plaats de Multi Processing Equipment (MPE) Group NV met dochterondernemingen Terlet NV te Zutphen en Jongia NV te Leeuwarden. In het verlengde daarvan wordt later dat jaar ook het bedrijf Techno-G Solids Handling & Processing BV te Nijkerk overgenomen van Jongerius BV en bij de MPE groep ondergebracht. De MPE groep is actief op het gebied van de ontwikkeling, productie en verkoop van hoogwaardige procesapparatuur en productie-installaties voor de zuivel, voedings-middelen, chemische- en farmaceutische industrie.

Begin 1994 volgt de acquisitie van Petrogas Gas-Systems BV te Gouda en daarmee een 100% belang in de dochterondernemingen Technogas BV te Gouda en Technogas NV te Antwerpen.

Petrogas is actief op het gebied van turnkey gasinstallaties voor de (petro)chemische- en gasindustrie.¹⁴

2.4.1.1 Conclusies

Uit het voorgaande blijkt dat het aantreden van een nieuwe directeur in 1985 als algemeen directeur de belangrijkste aanzet vormde voor een vanaf dat moment gevoerd actief investeringsbeleid bij de onderneming. Met inbegrip van de NPM commissaris lijkt de rol van de RvC met betrekking tot het moment van aantreden van deze nieuwe directeur vrij passief te zijn geweest.

De nieuwe directeur krijgt vervolgens de vrijheid van de RvC om op basis van aangescherpte ondernemingsdoelstellingen een meerjarig, op prioriteiten gericht actief investeringsprogramma te ontwikkelen en uit te voeren. In het verlengde van de aangescherpte doelstellingen krijgt de directie ook ruimte voor een actief desinvestering- en acquisitiebeleid.

Het lijkt waarschijnlijk dat een tegenvallende rendementsontwikkeling vanaf 1986 (zie ook: Figuur 4, p.232) de aanleiding vormt voor de RvC, al dan niet getriggerd door de aandeelhouders, om met de onderneming een nieuw pad in te slaan, hetgeen in 1990 resulteert in een volgende directiewisseling. Gelet op de aandelenparticipatie door deze laatste directeur en gelet op de verdere ontwikkelingen is het aannemelijk dat de eerste opdracht van de nieuwe directie winstoptimalisatie betrof met het oog op een voorgenomen verkoop door de zittende aandeelhouders (familie, NPM en directie). Bij verkoop van de aandelen aan een nieuwe houdster-maatschappij waarin zowel Atlas, de NPM en de directeur deelnemen, wordt de directeur in de gelegenheid gesteld om zijn belang in Helpman uit te breiden. Naast een gezamenlijk meerderheidsbelang in aandelen nemen de beide participatiemaatschappijen met hun twee beroepscommissarissen een dominante positie in met betrekking tot de stuurmogelijkheden van Helpman Holding. Met blijkbaar een snelle beursgang voor het bedrijf als doel voor ogen, volgen de acquisities elkaar vervolgens op in een snel tempo, waarbij zich trendbreuken voordoen met de enkele jaren eerder geformuleerde ondernemingsdoelstellingen. Bij het vervolgens uit de hand lopen van de 'span of control', dan wel gebleken onvoldoende aandacht voor een rustige en gedegen opbouw van de onderneming van de in 1990 aangestelde éénhoofdige directie, wordt ingegrepen door RvC/aandeelhouders NPM en Atlas en gaat de ondernemingsleiding over in nieuwe handen.

Samenvattend kan worden gesteld dat vanaf 1985 het door de opeenvolgende directies uitgevoerde beleid een duidelijk stempel heeft achtergelaten op de ontwikkeling van de investeringsstroom van Helpman. Uit Figuur 1 (p.225) blijkt dat de achtereenvolgende directieregimes hun sporen zichtbaar achtergelaten hebben. Beiden kregen de ruimte om het door ieder van hen voorgestane beleid inhoud te geven, terwijl op de momenten dat de 'span of control' te groot bleek of dreigde te worden dan wel het directiebeleid niet langer spoorde met het beleid van RvC en/of AvA, door de aandeelhouders en/of de RvC werd ingegrepen.

2.4.2 Financiële kasstroom

De financiële kasstroom in Figuur 1 lijkt in grote lijnen de ontwikkeling van de investeringsstroom te volgen. De ontwikkeling van de financiële kasstroom tot en met 1987 wordt enerzijds gekenmerkt door het in 1982 vernieuwen van een langlopende lening die gedeeltelijk was afge-lost, anderzijds door een gestage toename van het eigen vermogen als gevolg van winst-inhouding.

14. Uit het vermelde onder 'Gebeurtenissen na Balansdatum' in de Jaarrekening 1994, blijkt dat de acquisitiedrang bij Helpman nog niet is opgehouden. Het bericht luidt: "Op 5 mei 1995 heeft Helpman Holding BV overeenstemming bereikt ten aanzien van de overname van alle activiteiten van Alfred Bolz GmbH & Co. KG op het gebied van mengers, drogers en containmenttechnologie."

Het onttrekken van dividendgelden aan de onderneming vond daarbij blijkens overzicht 1 (p. 226) in de periode 1980-1985 plaats op basis van *f* 220.000,- of *f* 270.000,- per jaar, waarvan jaarlijks een bedrag van *f* 70.000,- een dividend op cumulatief preferente aandelen van 7% betreft.

Van 1971 tot en met 1985 werd de jaarrekening gepubliceerd van: "Apparatenfabriek Helpman N.V. te Groningen opgericht 15 februari 1971...voortzetting van de activiteiten van Machine-fabriek Helpman-Groningen N.V., opgericht 1 mei 1924, terwijl kort na de directiewisseling van 1985 in 1986 de Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. als volwaardige (functionele) houdstermaatschappij terzake van de verslaggeving in ere wordt hersteld. Dit vindt zijn weerslag o.a. in de statutaire bepalingen inzake de winst zoals opgenomen in de jaarrekening.¹⁵

Na de directiewisseling in 1985 wordt blijkens Overzicht 1 over de jaren 1986, 1987 en 1988 de jaarlijkse dividend-uitkering verhoogd tot een bedrag van *f* 440.000 per jaar. Het jaar 1988 wordt gekenmerkt door verhoging van de bancaire leningen met ruim *f* 4,5 miljoen, verband houdende met de aankoop van Bloksma. In 1989 ontstaat een situatie waarbij over dat jaar (voor het eerst in meer dan 12 jaar) geen dividend wordt uitgekeerd. Ook valt het eigen vermogen terug (zichtbaar onder -31/12- 1990 in Overzicht 1), hetgeen wordt gecompenseerd door een verhoging van de bancaire leningen.

Na de volgende directiewisseling in 1990, laat de post dividenduitkering een grillig verloop zien. Over 1990, het eerste jaar dat deze nieuwe directie fungeert, wordt ruim 6,5 ton aan dividend uitgekeerd, terwijl over het boekjaar 1991 de volledige netto winst van ruim *f* 4,6 miljoen aan de aandeelhouders wordt uitbetaald. Over 1992¹⁶ en 1993 worden vervolgens respectievelijk

f 1,2 miljoen en *f* 632.000 aan dividendgelden betaald. Gekoppeld aan de slechte resultaten over dat jaar, vinden tenslotte over 1994¹⁷ geen dividendbetalingen plaats. De hoge dividend-uitkering over 1991 dient duidelijk als deelbetaling van de uitkoop van de zittende aandeel-houders die in 1992 plaatsvindt (zie ook § 2.1 hiervoor).

15. De Jaarrekeningen 1984 en 1985 melden terzake van dividenduitkeringen het volgende: "Artikel 16 van de statuten van Apparatenfabriek Helpman N.V. bepaalt dat aan de houders van preferente aandelen uit de winst eerst 7%, berekend over het nominale bedrag hunner preferente aandelen, wordt uitgekeerd, of zoveel minder als de winst toelaat. Indien over een vorig jaar of vorige jaren aan houders van preferente aandelen minder dan gemeld jaarlijks dividend over het nominale bedrag hunnen preferente aandelen zal zijn uitgekeerd, wordt de beschikbare winst voor zover deze strekt voorts gebezigd om hetgeen aan genoemd dividend heeft ontbroken aan te vullen. Voor het overige staat de winst ter vrije beschikking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, met dien verstande, dat aan houders van preferente aandelen niets meer zal worden uitgekeerd." Artikel 29 van de statuten van Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. bepaalt inzake dividend het volgende:

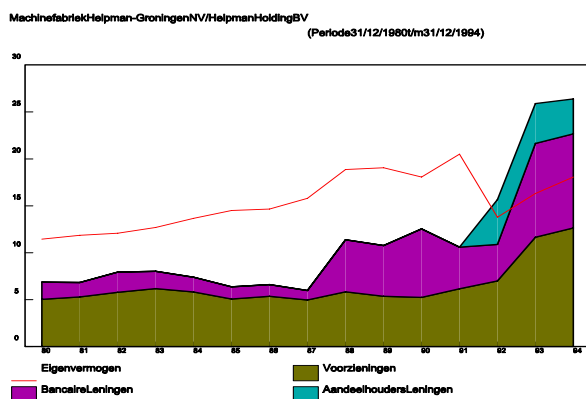
"de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen in gecombineerde vergadering het bedrag bepalen dat van de winst dient te worden gereserveerd. Het winstbedrag dat resteert na genoemde reservering staat ter beschikking aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien in enig boekjaar een verliessaldo is ontstaan, dat niet uit reserves wordt bestreden of op enige andere wijze wordt gedelgd, wordt in de volgende jaren geen winst uitgekeerd zolang dit verlies niet is aangezuiverd."

16. Artikel 29 van de statuten van de in 1992 in werking tredende Helpman Holding BV bepaalt dat jaarlijks door de directie, onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen, wordt vastgesteld welk deel van de winst wordt gereserveerd. Het resterende gedeelte van de winst staat ter beschikking van de algemene vergadering. Uitkeringen kunnen slechts plaatshebben tot ten hoogste het uitkeerbare deel van het eigen vermogen. Uitkering van winst geschiedt na de vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is. (Jaarrekening 1992 Helpman Holding BV, p.42)

17. Afgaande op een in het jaarverslag 1994 aangegeven wijziging van het artikelnummer van de statutaire bepalingen omtrent winstbestemming (de jaarverslagen 1992 en 1993 noemen artikelnummer 29 van de statuten als referentie en het jaarverslag 1994 noemt artikel 36 als statutaire referentie), blijken de statuten van Helpman Holding BV in 1994 of begin 1995 een wijziging te hebben ondergaan. Een andere verklaring is dat men zich of in de jaarverslagen 1992 en 1993 of in het jaarverslag 1994 gewoon heeft vergist terzake van het juiste artikelnummer.

Daarenboven wordt blijkens het jaarverslag in 1992 een interim dividend uitgekeerd van *f* 370.000, waardoor het totaal aan aandeelhouders betaalde dividendgelden in 1992 op *f* 5 miljoen uitkomt. Bij deze uitkoop in 1992 (van alle aandeelhouders) middels de voor dat doel opgerichte Helpman Holding BV¹⁸, blijkt bij toepassing van een vermogensvergelijking in Overzicht 1 in 1992 een additioneel dividendbedrag van *f* 6,5 miljoen¹⁹ uit de eigen vermogensreserves te zijn onttrokken, zodat het totaal aan dividenduitkeringen in 1992 op *f* 11,5 miljoen uitkomt. Uit het jaarverslag 1992 van Helpman Holding BV en het jaarverslag 1993 van de NPM kan worden afgeleid dat Helpman Holding BV vervolgens middels een storting van *f* 200.000,- (200 aandelen van *f* 1000 nominaal) in haar aandelenkapitaal en een converteerbare achtergestelde obligatielening ter grootte van *f* 5,3 miljoen²⁰ voor een totaal bedrag van *f* 5,5 miljoen in het bezit is gekomen van de aandelen van Machinefabriek Helpman-Groningen N.V.

Figuur 2. Ontwikkeling van het eigen vermogen in relatie tot de langlopende schulden



18. Het jaarverslag 1992 geeft hierover het volgende aan: "Op 9 maart 1992 is opgericht de houdstermaatschappij Helpman Holding BV. Hierin participeren de Nederlandse Participatiemaatschappij, de Atlas Investerings Groep, en de Directie. Per dezelfde datum zijn de aandelen Machinefabriek Helpman-Groningen herplaatst bij Helpman Holding."

19. Onder aftrek van het in 1992 gestorte aandelenkapitaal ad *f* 200.000 in Helpman Holding B.V.

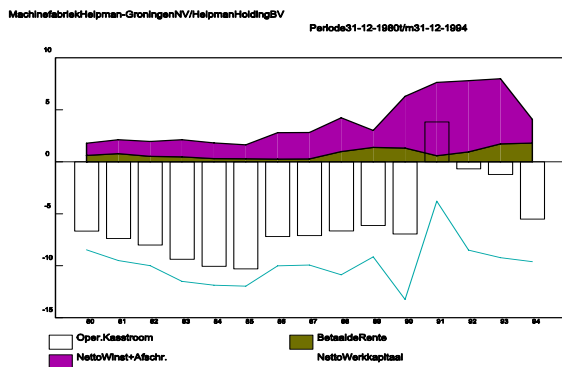
20. Van deze converteerbare achtergestelde obligatielening is *f* 530.000 aflosbaar in 1993, zodat de stand van deze lening per 31 december 1992 nog *f* 4.770.000 bedraagt. De resterende looptijd bedraagt dan nog 9 jaar. De toelichting op de geconsolideerde balans per 31-12-92 van Helpman Holding BV meldt verder het volgende met betrekking tot deze lening: "Geldgevers hebben het recht gedurende de gehele looptijd van de lening, indien zich een achterstand in de betaling van rente of aflossingsverplichtingen gedurende tenminste 2 jaar voordoet, het bedrag van de achterstand geheel of gedeeltelijk te converteren in gewone aandelen in het kapitaal tegen een koers van 2900 % per aandeel van *f* 1000,- nominaal."

Wanneer dit laatste bedrag wordt opgeteld bij de *f* 11,7 miljoen die aan dividend is uitbetaald, blijkt dat bij de verkoop van Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. in 1992 aan Helpman Holding B.V. in totaal zo'n *f* 17 miljoen aan de oude aandeelhouders (met inbegrip van de NPM) is uitbetaald. Dit bedrag ligt in de buurt van de intrinsieke (netto vermogens-) waarde (zie: Overzicht 1, p.226). De ontwikkeling van de eigen vermogenspositie in relatie tot die van de langlopende schulden is in Figuur 2 gevisualiseerd. Terwijl voor de acquisitie van de activiteiten van het bedrijf Korpershoek Heat Transfer Equipment in 1992 geen nieuwe bancaire leningen noodzakelijk waren, gaat de bedrijfsacquisitie van de Multi Processing Equipment Group in 1993 gepaard met het afsluiten van nieuwe bancaire leningen voor een totaal bedrag van ruim *f* 6,6 miljoen. Wanneer in 1994 de solvabiliteit relatief sterk terug loopt als gevolg van de acquisitie van Petro Gas Systems enerzijds en slechte resultaten anderzijds, wordt dat jaar een aanvullend AA-krediet ad *f* 2 miljoen van de NIB aangetrokken.

2.4.2.1 Conclusies

Samenvattend kan gesteld worden dat de kwaliteit van de financiële kasstroom na 1991 structureel is verslechterd als gevolg van de uitkoop in 1992 in combinatie met het gevoerde acquisitiebeleid. Eind 1994 lijkt er door de aandeelhouders/RvC een keuze te moeten worden gemaakt uit de mogelijkheid tot desinvesteren en die van aandelenemissie. Dit laatste zou op dat moment mogelijk de mindere optie zijn geweest in verband met verwatering van het door de directeur gehouden aandelenpakket. Toch wordt eind 1994 ook geen begin gemaakt met de mogelijkheid van desinvesteren. Eerst nadat begin mei 1995 wederom een bedrijf werd geacqui-reerd, ditmaal het Duitse bedrijf Alfred Bolz GmbH & Co. KG, lijkt er een discussie binnen de RvC/aandeelhouders op gang te komen. Dit resulteert in de op 1 december van dat jaar in een persbericht aangekondigde ontvlechting.

Figuur 3. Ontwikkeling en samenstelling van de operationele kasstroom



(000000) x

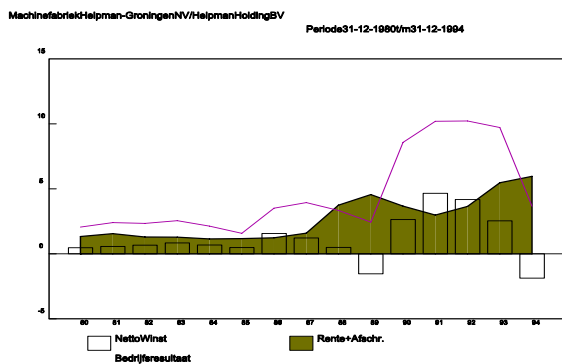
2.4.3 Operationele kasstroom

De operationele kasstroom, gedefinieerd als resultante van het netto werkkapitaal, de netto winst plus afschrijvingen en de betaalde rente, geeft zoals weergegeven in Figuur 1, in de periode 1980-1985 in absolute zin een geleidelijke toename te zien. Na de directiewisseling in 1985 keert deze beweging zich om, om vervolgens na de volgende directiewisseling in 1990 nogal grillig te verlopen. In Figuur 3 wordt de samenstelling van de operationele kasstroom weergegeven als functie van de tijd. De hoogte van de operationele kasstroom blijkt in belangrijke mate te worden bepaald door die van het netto werkkapitaal. Dit is vooral het geval in de periode tot en met 1985. Het netto werkkapitaal blijft, met enige flinke tussentijdse fluctuaties, over de gehele periode genomen op een vrij stabiel niveau. De jaren die er het sterkst uitschieten zijn 1990 en 1991. Dit laat zich als volgt verklaren: De fluctuatie in 1990 wordt vrijwel geheel veroorzaakt door een sterke vermindering van het gebruik van de rekening courant faciliteiten, hetgeen mogelijk was geworden als gevolg van enerzijds het afsluiten van een nieuwe langlopende lening, anderzijds doordat er goede bedrijfsresultaten werden geboekt ten opzichte van 1989.

Eind 1991 zijn de kortlopende schulden sterk toegenomen, met name als gevolg van een sterke toename van schulden aan de belastingdienst ('Belastingen en premies sociale volksverzekering') en aan de aandeelhouders ('Dividend'). De ontwikkeling van de liquide middelen positie (finale kasstroom) compenseert echter balanstechnisch deze toename in kortlopende schulden.

Een ander element van de fluctuatie van het netto werkkapitaal in 1991 betreft een lager niveau van voorraden en debiteuren ten opzichte van het daaraan voorgaande jaar. Vanaf 1985 tot en met 1989 blijken de andere bestanddelen van de operationele kasstroom in betekenis te zijn toegenomen. In nog sterkere mate geldt dit voor de periode na 1989. Deze bestanddelen van de operationele stroom maken tevens onderdeel uit van het bedrijfsresultaat.

Figuur 4. Ontwikkeling en samenstelling van het bedrijfsresultaat



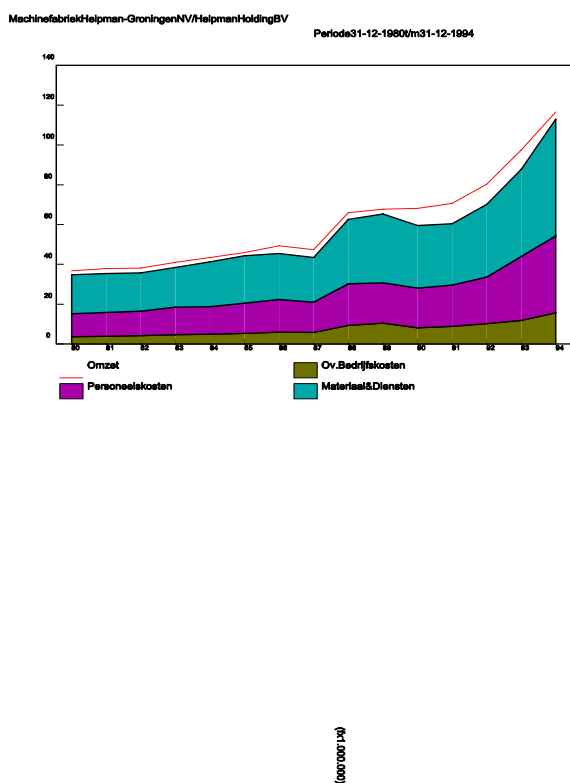
(in 1000000,-)

De ontwikkeling van dit bedrijfsresultaat (onder KAS gedefinieerd als omzet minus materiaal & diensten en minus personeels- en bedrijfskosten, dus als het resultaat voor afschrijvingen, rente, bijzondere lasten en vennootschapsbelasting) is in Figuur 4 in beeld gebracht.

De bestuursperiode's van de laatste twee directies blijken in de ontwikkeling van het bedrijfs-resultaat op een cyclische wijze te zijn geprofileerd.

De start van beide cycli wordt gekenmerkt door een significante verbetering van de winst-gevendheid van het bedrijf (positieve nettoresultaten van f 1,6 miljoen in 1986 en f 4,6 miljoen in 1991) ten opzichte van de voorafgaande jaren. Kort na deze 'bliksemstarts' blijkt zich een snelle terugval in de winstgevendheid voor te doen, waarbij beide cycli eindigen op een lager niveau (negatieve nettoresultaten van f 1,5 miljoen en f 1,9 miljoen respectievelijk) dan dat van de voorafgaande jaren. Uit Figuur 4 blijkt dat de absolute hoogte van de netto-winst curve in zekere mate beïnvloed wordt door het anti-cyclische verloop van de geaccumuleerde rente en afschrijvingen. Wanneer echter rekening wordt gehouden met de belastingcomponent, wordt duidelijk dat rente en afschrijvingen niet hoofdbepalend zijn voor het cyclische verloop van de netto winst. De dominerende factor voor het cyclische verloop van de netto winst betreft derhalve de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat. Dit brengt ons tot de vraag op welke wijze het verloop van de omzet en/of de samenstellende componenten ervan het bedrijfsresultaat op cyclische wijze hebben beïnvloed.

Figuur 5. Ontwikkeling en samenstelling van de omzet



In Figuur 5 wordt het bedrijfsresultaat aangegeven als het verschil tussen de omzet en de accumulatie van materiaal & diensten, personeelskosten en overige bedrijfskosten. De verkrapping van het bedrijfsresultaat die in 1989 plaatsvindt blijkt veroorzaakt door een toename van de kosten voor materiaal & diensten (gedefinieerd op basis van Overzicht 1 als: omzet minus toegevoegde waarde) in combinatie met een toename van de overige bedrijfskosten.

Een omzetsijging in 1989 van f 1,8 miljoen (2,7%), blijkt onvoldoende om de stijgende kosten van materiaal & diensten met f 2,7 miljoen (11,1%) op te vangen, terwijl de overige bedrijfskosten in dat jaar met f 1 miljoen (11,1%) stijgen. De licht dalende post van personeelskosten ($-f$ 0,5 miljoen; -2,4%) kan de stijging van de andere kostenposten niet neutraliseren.

De significante verbetering van het bedrijfsresultaat in 1990 is vervolgens toe te schrijven aan een vermindering van zowel de overige bedrijfskosten als de kosten van materiaal & diensten.

Bij een lichte omzetsijging (f 0,4 miljoen), dalen de kosten van materiaal & diensten in dat jaar met f 3,6 miljoen, terwijl de overige bedrijfskosten afnemen met f 2,3 miljoen). Een stijging van de personeelskosten met f 0,9 miljoen doet daarbij aan de resultaatverbetering relatief weinig afbreuk. Het aspect van de ontwikkeling van de kosten van materiaal & diensten, valt met name toe te schrijven aan ontwikkelingen op de markt van voor het bedrijf belangrijke grondstoffen.²¹ Ook in 1994 speelden de grondstofprijzen een belangrijke rol bij de in dat jaar optredende verkrapting van het bedrijfsresultaat.²² Naast de grondstoffprijzen, spelen bij de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat, mede als gevolg van een zekere conjunctuurgevoeligheid, de bezettingscijfers van de productie en de zich voordoende prijsconcurrentie een belangrijke rol.

Directieverslagen melden hierover het volgende:

1980:De ongunstige economische ontwikkeling in het verslagjaar heeft ook de gang van zaken in onze onderneming niet onberoerd gelaten.

1981:Ook in dit verslagjaar was er zowel in Nederland als in de voor onze onderneming belangrijke exportlanden sprake van een teleurstellende economische ontwikkeling. Dit had tot gevolg dat de omzet, vooral op de binnenlandse markt, stagneerde.

1982:Ook in 1982 zijn de industrielanden er niet in geslaagd de nu al drie jaar durende recessie te overwinnen. De wereldhandel zakte met name in de tweede helft van het verslagjaar nog verder in. Deze teleurstellende ontwikkeling naast een voortgezette daling van de binnenlandse bestedingen heeft niet nagelaten van invloed te zijn op de gang van zaken in onze onderneming.

1983:De internationale economische situatie in de westerse geïndustrialiseerde landen was in de verslagperiode bepaald nog niet rooskleurig te noemen.....De prijzen bleven in de verslagperiode onder grote druk staan, terwijl naast economische, technische belemmeringen de export bemoeilijkten.

1984:Onze onderneming is door de jaren heen slechts in beperkte mate gevoelig gebleken voor conjuncturele schommelingen. Nu de conjunctuur in verschillende delen van de industrie een opleving te zien geeft, betekent dat voor apparatenfabriek Helpman N.V. nog niet die positieve impuls, die zij voor andere bedrijven met zich mee brengt.

1985:In de vooruitblik op 1985 is gewag gemaakt van een eerste kwartaal, dat beneden de verwachtingen bleef: de neergaande lijn die medio 1984 begon werd voortgezet.

1987:De koeltechnische markt heeft zich pas na de eerste helft van 1987 hersteld van de terugval die zich medio 1986 aandeede. Zo heeft de branche ongeveer een jaar lang op een laag niveau van activiteiten geopereerd.

1988:Het jaar 1988 werd allereerst gekenmerkt door een hoog niveau van activiteiten in vele sectoren, toenemende investeringen en verbetering van de bedrijfsresultaten. Ook in de koeltechnische branche was de markt aanzienlijk levendiger dan in de jaren 1986 en 1987. Ondanks een oplevende markt is Helpman er niet in geslaagd de gunstige trend van de jaren 1986 en 1987 te continueren.

21. Het 'Verslag van de directie' 1988 maakt melding van een sterke druk op de resultaten van Apparatenfabriek Helpman NV in de tweede helft van dat jaar als gevolg van: "Extreem hoge prijzen van belangrijke grondstoffen zoals koper, aluminium en (in mindere mate) staal". Het 'Verslag van de directie' 1990 geeft aan dat de verbetering van de toegevoegde waarde onder andere te danken is aan "lagere kosten van grond- en hulpstoffen". Andere elementen die in dit laatste directieverslag worden genoemd ter verbetering van de toegevoegde waarde betreffen: "een selectiever beleid t.a.v. het accepteren van orders" en "hogere efficiency".

22. In het desbetreffende directieverslag wordt in verband hiermee het volgende gemeld: "De kernactiviteiten van de Helpman Groep zijn in 1994 dan ook geconfronteerd met omzetsagnatie c.q. daling. Tezamen met een sterke stijging van de grondstofprijzen resulteerde dit voor 1994 in een aanzienlijke marge-erosie en onderbezettingsverliezen."

- 1990:De grote verbetering van het bedrijfsresultaat werd veroorzaakt door zowel een hogere marge, een efficiëntere bedrijfsvoering en enige incidentele baten, als door stringente kostenbeheersing bij de diverse werkmaatschappijen. Het resultaat werd gunstig beïnvloed door de goede bedrijfsresultaten van Bloksma B.V.
- 1991:In 1991 heeft de positieve ontwikkeling van de Helpman-Groep zich versterkt door-gezet..... Belangrijk voor de verbetering van de winstgevendheid waren met name het marktbeleid en de kostenverbetering, die in de Helpman-organisatie zijn doorge-voerd.
- 1992:De neerwaartse conjunctuur in onze bedrijfstak, heeft gedurende 1992 de veerkracht van de Helpman-Groep op de proef gesteld. De verslechterende conjunctuur heeft duidelijk invloed gehad op het groeitempo van de werkmaatschappijen. Met name in het derde en vierde kwartaal van 1992 werden de bedrijven geconfronteerd met lagere orderontvangsten en toenemende concurrentie.
- 1993:De zwakke conjunctuur en de afnemende bereidheid te investeren in de West-Europese industrie heeft duidelijk invloed gehad op omzet, winstgevendheid en groeitempo van de werkmaatschappijen. Met name in de tweede helft van 1993 werden de bedrijven gecon-fronteerd met lagere orderontvangsten en toenemende margedruk.
- 1994:De recessie heeft in 1993 geleid tot een lager investeringsniveau in een aantal takken van industrie waarvoor de Helpman Groep werkzaam is. Deze gang van zaken wijzigde zich voor de meeste van onze bedrijven pas aarzelend in het midden en meer definitief aan het einde van 1994. De Groep heeft daardoor in 1994 te maken gekregen met naijl-effecten van de recessie, met name in de vorm van een verkrapping van de orderporte-feuille, overaanbod van capaciteit en heftige prijsconcurrentie.

De ontwikkeling van de 'personeelskosten' in relatie tot de omzet blijkt volgens Figuur 5, net als de ontwikkeling van de 'overige bedrijfskosten', in het algemeen goed in de hand gehouden.

Niet in de post personeelskosten begrepen, maar rechtstreeks in mindering gebracht op het bedrijfsresultaat zijn de 'buitengewone lasten' als gevolg van 'reorganisatie en herstructurering' die over de gehele periode bijna f 6 miljoen bedroegen (zie ook Overzicht 1). Uit Figuur 5 blijkt dat met name in 1987 en in 1991 het personeelsbestand naar beneden toe werd aangepast.²³

2.4.3.1Conclusies

Allereerst kan samenvattend gesteld worden dat, alhoewel het vanaf 1988 gevoerde acquisitie-beleid heeft gezorgd voor een versnelde omzetverhoging, het opeenvolgende beleid van de beide directies geen structureel positieve bijdrage lijkt te hebben opgeleverd aan het niveau van de nettowinst. Naast vrij sterke fluctuaties in 'rente + afschrijvingen' als gevolg van het investerings- en dividendbeleid, blijkt het cyclische verloop van de netto winst met name sterk gerelateerd aan een combinatie van algemene conjunctuurgevoeligheid; grondstoffenprijzen, productie-bezetting en prijsconcurrentie.

23. Het verslag van de directie 1987 meldt dienaangaande:

"Als gevolg van de onderbezetting werden met vertegenwoordigers van de Vakverenigingen afspraken gemaakt over aanpassing van de organisatie: een vertrekregeling voor mensen van 55 jaar en ouder (ongeveer 15 arbeidsplaatsen) en een regeling voor flexibilisering van werktijden."

Het directieverslag van 1990 meldt inzake de zich in dat jaar voordoende personeelsreductie het volgende:

"In 1990 is het personeelsbestand met 25 medewerkers afgenomen tot ruim 300.....In de tweede helft van 1990 is met de ondernemingsraad van Apparatenfabriek Helpman N.V. en vertegenwoordigers van de Vakverenigingen overeenstemming bereikt over de noodzaak tot doorvoering van een herstructurerings-programma, dat uiteindelijk zal leiden tot een reductie van 55 arbeidsplaatsen bij het productiebedrijf in Groningen."

Het dieptepunt van de nettowinst tijdens de analyseperiode ligt in 1994 waar bij een netto-omzet van ruim f 100 miljoen een negatief resultaat na belastingen van ca. f 1,9 miljoen wordt gerealiseerd. Dit is, naast de hiervoor aangegeven redenen, mede een gevolg van de in 1993 geacquireerde groep ondernemingen die zich bezig houden met vastestof- en vloeistoftechniek.

Volgens het jaarverslag 1994 had deze groep ondernemingen weliswaar een aandeel in de groeps-omzet van 23%, maar kon "nog geen positieve bijdrage leveren aan de resultaten van de Helpman Groep". Het is deze groep bedrijven, samen met de in mei 1995 aangekochte Duitse onderneming Alfred Boltz GmbH & Co. KG te Wangen, die de vertrekkende directeur bij zijn afscheid in 1995 'meekrijgt'. Dit wordt althans aangegeven in een interview in het Nieuwsblad van het Noorden van 1/12/95 door zijn (interim) opvolger²⁴. Uit navraag bij enige direct betrokkenen blijkt, dat eind 1996 de ontvlechting van de Helpman Groep en de belangen van de in 1995 vertrokken directeur daarin nog niet volledig zijn afgerond. Navraag bij de onderneming leert verder dat begin 1997 de jaarrekening over 1995 nog niet beschikbaar is.

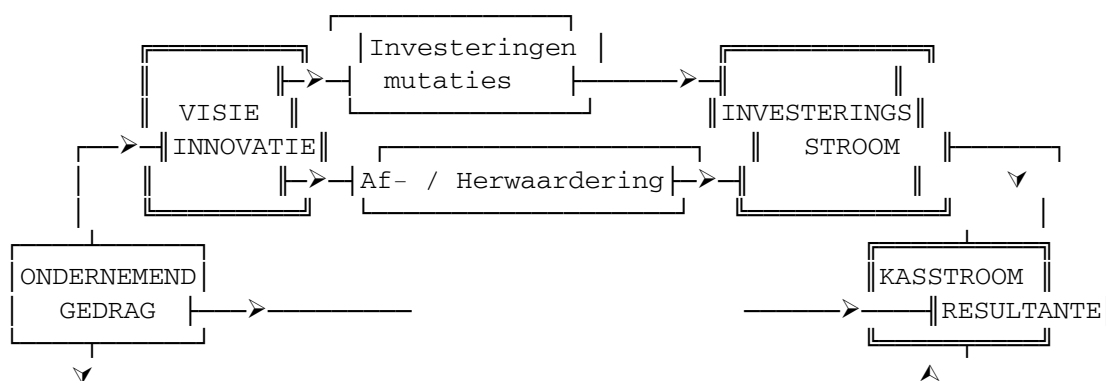
2.5 Economische functie

Voor zover dat mogelijk is voor een 'externe analist', worden vervolgens de elementen van de economische functie uit het psychologisch-economisch model van ondernemerschap (Hoofdstuk V, Figuur 5, p.199) besproken. Als uitgangspunt worden daarbij de bevindingen gebruikt van het hiervoor beschreven KAS-onderzoek. Zoals hiervoor in § 1 van dit hoofdstuk (p.220) werd aangegeven betreft de daarbij gebruikte methodiek het 'terugtraceren' van de bedrijfseconomische resultaten (via KAS bepaald) naar onderliggende ondernemerschapprocessen.

2.5.1 Visie & Innovatie

De eerste samenhangende economische functie van ondernemerschap volgens Figuur 5 (p.199) betreft de aspecten visie en innovatie. Dit is nogmaals in Figuur 6 weergegeven. Gelet op de ontwikkeling van de resulterende investeringsstroom, zoals weergegeven in Figuur 1 (p.225), blijkt vanaf 1985 een duidelijke invulling te zijn gegeven aan de economische functie van visie en innovatie.

Figuur 6. Visie & Innovatie



24. In het desbetreffende interview wordt overigens aangegeven dat het vertrek van de desbetreffende directeur niets te maken heeft met de slechte resultaten die Helpman in 1994 boekte, maar dat tot een afsplitsing is besloten omdat "Helpman de afgelopen jaren snel is gegroeid, terwijl op holdingniveau een enkele directeur functioneerde. Het was onmogelijk voor één man om het concern nog te leiden." Het interview geeft verder aan dat de divisie die de vertrekkende directeur 'meekrijgt' bestaat uit vier bedrijven in Zutphen, Leeuwarden, Nijkerk en het Duitse Wangen. Ook wordt in hetzelfde artikel geïndiceerd dat deze directeur ook na zijn vertrek grootaandeelhouder in de Helpman Groep blijft met 40 procent van de aandelen.

|

|

De trendbreuken in de investeringsstroom blijken in verband te kunnen worden gebracht met het visie-aspect in Figuur 6. Het eerste signaal daarvoor betreft een, bij de directie-wisseling in 1985, op basis van in het jaarverslag 1984 geformuleerde ondernemingsdoelstellingen, opgezet investeringsprogramma betreffende de infrastructuur van de (interne) organisatie om de produktie heen. De visie die aan deze veranderingen ten grondslag lag betrof de toekomstige positie van Helpman met als doel Helpman in staat te stellen op een adequate manier te reageren op de ontwikkelingen en vragen die uit de markt op de onderneming afkomen. In het verlengde van de kort daarop volgende aangescherpte ondernemingsdoelstellingen zoals hiervoor aangegeven in § 2.1 (p. 222) kan de acquisitie van het bedrijf Bloksma worden geplaatst, alhoewel de produkten van Bloksma een ander basistoepassingsgebied dan die van Helpman betroffen. Ook de tweede, uit Figuur 1 (p. 225) blijkende, trendbreuk in de investeringsstroom lijkt een direct gevolg van een nieuwe visie die werd ontwikkeld door de in 1990 aantredende directie, waarbij het streven was om Helpman Holding BV om te vormen tot een internationaal opererende houdster-maatschappij van industriële toeleveringsbedrijven die binnen twee, drie jaar door acquisities een omzet van rond de f 150 miljoen had moeten hebben (zie ook: § 2.1, p.222).

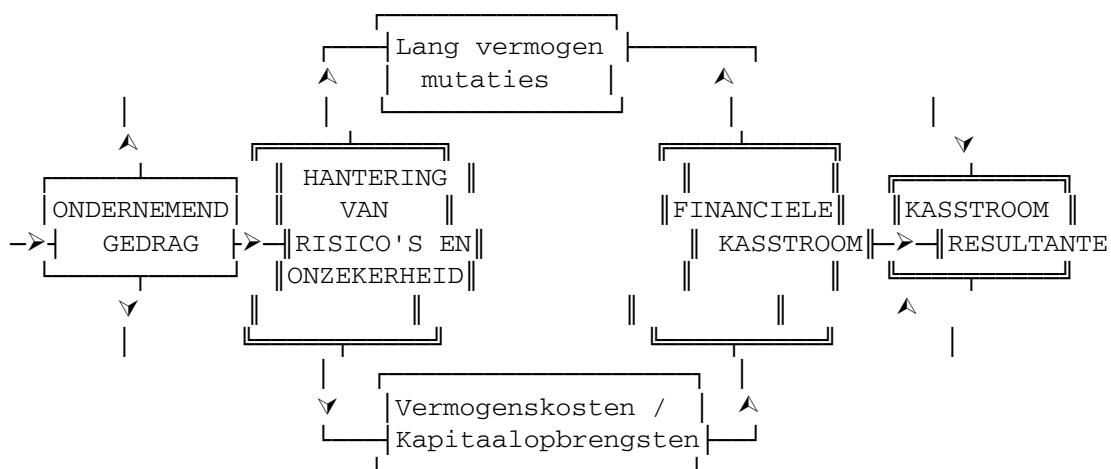
Als innovatie-aspect geldt voor de periode 1985 t/m 1989 dat, naast vervanging en vernieuwing van met name productieapparatuur, acquisitie plaatsvond van een andere onderneming. De motivatie bij deze acquisitie was een verbreding van de activiteiten met een duidelijke relatie tot de kernactiviteiten van Helpman (zie ook: Jaarverslag Helpman, 1988, p.5). Door middel van deze acquisitie begaf Helpman zich op de voor haar nieuwe markt van de "kracht-, energie- en voortstuwingsindustrie". Belangrijke raakvlakken met de oorspronkelijke activiteiten betreffen volgens het Jaarverslag Helpman 1988 (p.5) de "ontwikkelings-, engineering- en produktie-technologie". De diverse acquisities van bedrijven die na 1992 plaatsvinden betekent voor Helpman dat men zich met voor Helpman nieuwe produkten en nieuwe produktie-processen op eveneens voor Helpman nieuwe markten ging begeven. Een ander te noemen aspect van innovatie betreft produkt-ontwikkelingsinvesteringen ter uitbreiding en verbetering van het produktenpakket. Alhoewel er van dergelijke ontwikkelingen wel melding wordt gemaakt in diverse jaarverslagen, kunnen de hiermee gemoeide bedragen niet uit de bijbehorende jaarrekeningen worden afgeleid. Een uitzondering hierop vormen de jaarrekeningen van 1986, 1987 en 1988 waarin melding wordt gemaakt van "kosten onderzoek en ontwikkeling" in de vorm van een balanspost immateriële vaste activa (1986: f 247.000; 1987: f 839.000; 1988: f 886.000)²⁵.

2.5.2 Hantering van risico's en onzekerheid

De tweede samenhangende economische functie van ondernemerschap volgens Figuur 5 van Hoofdstuk V (p.199) betreft de hantering van risico's en onzekerheid. Dit onderdeel van het ondernemerschapmodel is nogmaals in Figuur 7 weergegeven. De financiële kasstroom in Figuur 1 (p.225) lijkt in belangrijke mate een weerspiegeling van de hiervoor behandelde visie- en innovatieaspecten en de daaruit voortvloeiende investeringsstroom. De samenstelling van de financiële kasstroom zoals weergegeven in Figuur 2 (p.230) laat echter een duidelijke omslag zien van het risicoprofiel van de onderneming. Deze risico-omslag houdt met name verband met de keuze voor de 'leveraged buy-out' die in 1991 plaatsvond en waardoor de kwaliteit van de langlopende financiering van het bedrijf erodeerde. De daardoor toegenomen ondernemings-risico's werden vervolgens nog verder verhoogd door de wijze waarop het gevoerde acquisitie-beleid financieel werd ingevuld (zie ook: p.228 e.v.).

25. Het feit dat de post 'immateriële vaste activa' niet meer voorkomt op de balans van 1989, houdt in dat deze volledig is afgeschreven middels de resultatenrekening van 1989. Hierdoor is eigenlijk een ietwat vertekend beeld ontstaan betreffende de resultaten van Helpman in de periode 1986 t/m 1989. Waar de resultaten van 1986, 1988 en 1989 door activering van ontwikkelingskosten in positieve zin zijn bijgesteld, werd het resultaat in 1989 door de volledige afschrijving van deze geactiveerde kosten negatief beïnvloed.

Figuur 7.Hantering van risico's en onzekerheid



Met name vanaf 1991, lijkt er door de ondernemings-leiding onvoldoende parallelle aandacht te zijn geschonken aan de hantering van de risico's en onzekerheid die verband houden met de hiervoor aangegeven kwaliteit van de langlopende financiering.

2.5.3Leidinggeven en rentmeesterschap

Bij de derde en laatste in Figuur 5 (p.199) weergegeven samenhangende economische functie van ondernemerschap betreffende leidinggeven en rentmeesterschap kan worden opgemerkt dat er als gevolg van enerzijds de conjunctuurgevoeligheid van een aantal activiteiten van de onderneming, anderzijds als gevolg van een toenemend gebrek aan "span of control" onvoldoende sturing kon worden gegeven aan de operationele kasstroom. Deze derde economische functie van ondernemerschap is nogmaals weergegeven in Figuur 8. In § 2.4.3.1 (p.235) werd geconcludeerd dat het verloop van de netto winst met name sterk gerelateerd bleek aan een combinatie van algemene conjunctuur-gevoeligheid, grondstoffenprijzen, produktiebezetting en prijsconcurrentie.

Gelet op het cyclische verloop van de winst- en verliesstroom vanaf 1985 (zie ook: Figuur 4, p.232) tijdens de opeenvolgende 'directie-perioden' kan geconcludeerd worden dat dit aspect vanaf 1985 niet in voldoende mate in de hand gehouden kon worden.

Het relatief meer stabiele verloop van de ontwikkeling van het netto werkkapitaal, doet vermoeden dat dit aspect van de economische ondernemerschapsfunctie van leidinggeven en rentmeesterschap meer aandacht heeft gekregen. Het geconstateerde gebrek aan 'span of control' lijkt een direct gevolg van het gevoerde investeringsbeleid in combinatie met het feit dat er op 'holding'-niveau slechts één enkele directeur functioneerde.

2.5.4Economische functie van ondernemerschap samengevat

Samenvattend blijkt met name sprake te zijn van een sturende functie van de RvC/AvA bij het invullen van de economische functie van ondernemerschap, enerzijds door middel van het geven van ruimte aan de opvolgende directies om invulling te kunnen geven aan de op hun respectievelijke visie gebaseerde investeringsbesluiten, anderzijds door middel van het sturend optreden danwel het verlenen van medewerking aan het ingrijpen van aandeelhouders bij het vervangen van de laatste twee directieleden.

In wezen betreft het hier twee van de door During (Hoofdstuk V, p. 203 e.v.) aangegeven sturelementen voor het bevorderen van ondernemerschap (Ruimte geven; Rekenschap vragen).

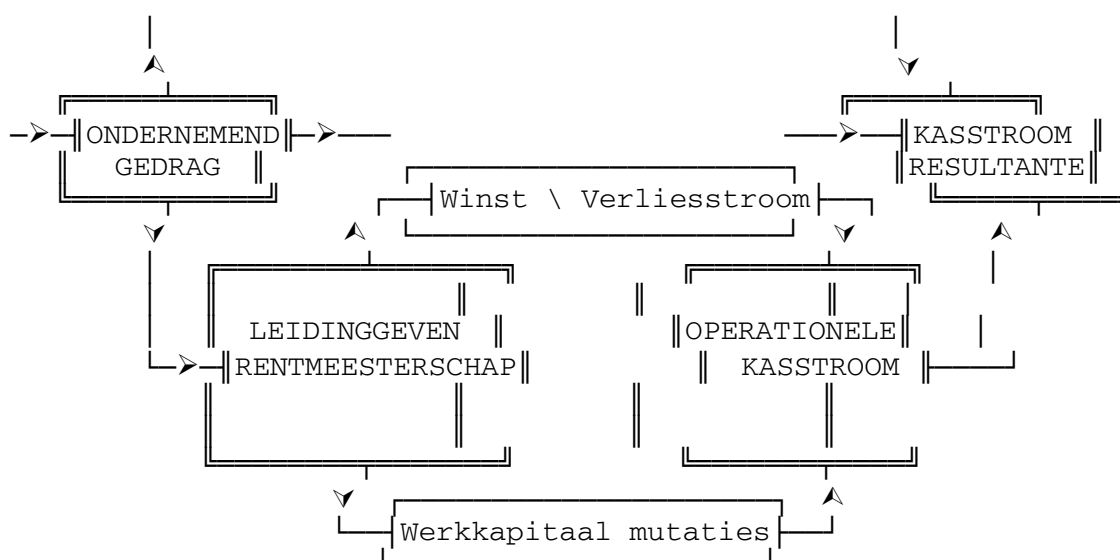
Vergroting van het aandelenpakket van de directie tot 40% van het totale aandelenvermogen, op het

Apparatenfabriek

moment (begin 1992) dat Helpman relatief zeer winstgevend was, kan in During's model betreffende samenhang tussen omstandigheden die ondernemerschap bevorderen en ondernemerskenmerken worden gezien als het 'gunnen van resultaat'.

Een negatief element van sturing betreft de leveraged management buy-out (investors buy-out & manager buy-in) waarbij erosie optrad van kwalitatief hoogwaardige langlopende financiering (aandelenvermogen). Hierdoor namen de ondernemings-risico's toe. Dit verhoogde risico nam nog verder toe door snel opeenvolgende acquisities van andere ondernemingen.

Figuur 8. Leidinggeven en rentmeesterschap



De stuurmaatregelen die op het hoogste abstractieniveau door RvC/AvA zijn toegepast, waren beperkt tot het aanstellen en wisselen van éénhoofdige (holding-) directies (zie ook: § 2.1, p.221 e.v.; § 2.4.3, p.231 e.v.). Daarbij is in het geval van de directie die in 1990 aantrad, door de zit-tende aandeelhouders en RvC duidelijk getracht een extra impuls aan het ondernemerschap te geven middels het faciliteren van aandeelhouderschap van de directie. Later blijkt dit element echter voor extra problemen te zorgen wanneer directie en onderneming (AvA/RvC) van elkaar afscheid wensen te nemen.

Een gebrek aan 'span of control' bleek zich met name voor te doen bij het in de hand houden van de winststroom. Deze tekortkoming aan leidinggeven/rentmeesterschap kan worden gezien als het ontbreken van voldoende evenwicht tussen 'makerism' en 'preserverism' bij de éénhoofdige directies die vanaf 1985 de holding besturen. Van de hiervoor in § 3.4 van Hoofdstuk V (p.207 e.v.) aangegeven theoretische mogelijkheid om in een dergelijke situatie een tweede directielid op holding niveau in de functie van operationeel directeur/manager aan te stellen, is door de RvC/AvA bij Helpman geen gebruik gemaakt. Naast een sterk aanwezig 'makerism' bij de éénhoofdige ondernemingsleidingen vanaf 1985, blijkt er onvoldoende tegenwicht in de vorm van 'preserverism' aanwezig.

Verder kan in het verlengde hiervan worden geconcludeerd dat de omgekeerde situatie aanwezig lijkt bij de tweehoofdige directie in de periode 1980-1985. Het stabiele aspect van 'preserverism' lijkt in die periode in voldoende mate aanwezig, terwijl er voor dezelfde periode weinig indicaties zijn van de typerende vooruitgang die bij een sterke mate van 'makerism' aanwezig is. Wellicht is het zeer behoudende investeringsbeleid in die periode gerelateerd aan de eindfase van een tijdvak van enkele decennia waarin zich geen directie-wisselingen voordeden en door de 'afscheid nemende' directie wellicht bewust werd gekozen voor het niet meer aangaan van 'nieuwe avonturen'. Dit brengt ons welhaast als vanzelf tot de psychologische factoren van het in Hoofdstuk V, Figuur 5 (p.199) aangegeven ondernemerschapmodel.

2.6 Psychologische factoren

De beperkende factor van een externe analist zoals hiervoor aangegeven in § 2.1 (p.236) geldt in nog sterkere mate voor het bespreken door een externe analist (die bovendien geen psycholoog is) van de verschillende psychologische aspecten zoals weergegeven in het in Hoofdstuk V (p.199) aangegeven psychologisch-economisch model van ondernemerschap. Daarom zal in deze paragraaf slechts in abstracte zin uitleg worden gegeven aan de theoretische mogelijkheid dat (enkele van) de desbetreffende psychologische factoren een rol zouden kunnen hebben gespeeld bij bepaalde ontwikkelingen van elementen van de economische functie van ondernemerschap zoals hiervoor aangegeven. In Figuur 9 zijn de hoofdaspecten uit Figuur 5 (p.199) weergegeven die leiden tot ondernemend gedrag.

Figuur 9. Psychologische factoren die leiden tot ondernemend gedrag



Wanneer we beginnen bij de laatste alinea van § 2.5.4 op de voorgaande pagina, dan zien we dat in de desbetreffende periode waar het 'oude' directeursteam haar decennia lange leiding niet langer tot uitdrukking brengt middels 'makerism', maar zich vooral kenmerkt door het stabiele gedrag dat kenmerkend is voor 'preserverism'. Het element van de economische functie betreffende visie en innovatie krijgt, gelet op de ontwikkeling van de investeringsstroom in die periode (Figuur 1, p.225) weinig of geen nieuwe impulsen. Uit Figuur 9 zou vervolgens kunnen worden afgeleid dat de psychologische factor betreffende het zoeken naar nieuwigheid niet (langer) in hoge mate bijdroeg aan het gevoel van positieve opgewondenheid en de impuls voor het ondernemen van actie. Gelet op afbouwfase²⁶ waarin beide directieleden zich bevonden wekt het op zich geen verbazing dat er door

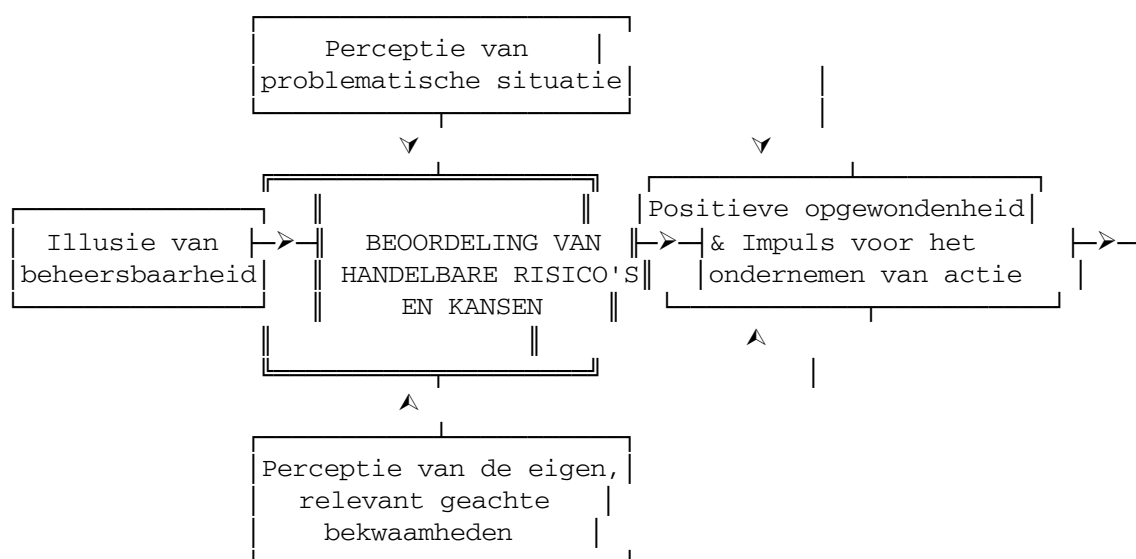
26. De algemeen directeur verliet de onderneming begin 1984 na ruim 20 jaar als zodanig bij Helpman te hebben gefunctioneerd en de directeur verkoop vertrok begin 1995 - nadat hij als interim algemeen directeur zijn opvolger had ingewerkt - na een 40-jarig dienstverband bij Helpman (zie: Jaarverslag Helpman 1984, p.5).

de directie in de periode voorafgaande aan de directiewisseling in 1985 geen nadruk meer werd gelegd op aspecten van visie en innovatie.

De nieuwe directie leek in eerste instantie middels haar ondernemend gedrag een vrij gebalancerde invulling te geven aan de verschillende samenhangende economische functies. Een keer-punt hierin wordt zichtbaar nadat het bedrijf Bloksma werd geacquireerd. Gelet op de ontwikkeling van de nettowinst-component binnen de operationele kasstroom (zie: figuur 4, p.232) lijkt het dat er in die periode minder aandacht aan de operationele sturing werd gegeven.

Dit tekort aan het beheersmatig aspect van leidinggeven en rentmeesterschap dat zich na de acquisitie van de onderneming Bloksma voordoet, kan mogelijk in verband worden gebracht met de psychologische factor 'doelbewustheid van gedrag' zoals in figuur 9 weergegeven. Een spanningsveld dat hierbij lijkt te kunnen hebben bestaan is waarschijnlijk gerelateerd aan de fase van verandering waarin de onderneming zich op dat moment bevond en waarbij veel aandacht nodig was voor de (re)organisatie van de operationele activiteiten. Er lijkt in deze periode primair te worden gezocht naar een zo goed mogelijke organisatie van de activiteiten terwijl er minder aandacht lijkt te zijn uitgegaan naar de markt-mogelijkheden van dat moment. In het verslag van de directie (Jaarverslag Helpman 1988, P.5) wordt bijvoorbeeld aangegeven dat het jaar 1988 werd gekenmerkt door een hoog niveau van activiteiten in vele sectoren, toenemende investeringen en verbeteringen van de bedrijfsresultaten. "Ook in de koeltechnische branche was de markt in 1988 aanmerkelijk levendiger dan in de jaren 1986 en 1987. Ondanks een oplevende markt is Helpman er niet in geslaagd de gunstige trend van de jaren 1986 en 1987 te continueren."²⁷ Hetzelfde verslag van de directie (1988, p.9) maakt melding van wijzigingen in de organisatiestructuur; "Als resultaat van een intensieve discussie zal een organisatiestructuur met vier hoofddisciplines ontstaan: verkoop, engineering, produktie en logistiek. De invulling van dit concept zal in de loop van 1989 en 1990 verder gestalte krijgen." Het zoekende aspect betreffende de organisatieopzet en de vorm van leidinggeven komt verder in het Jaarverslag 1988 (p.10) onder het hoofd 'Personeel' verder tot uitdrukking; "Bij de eerder genoemde aanpassing van de organisatiestructuur is de persoonlijke inbreng van de medewerkers van groot belang. In de eerste helft van 1989 zal onder deskundige leiding nader worden ingegaan op aspecten van veranderingen in de organisatie, stijl van leidinggeven en de persoonlijk rol die medewerkers daarin kunnen en willen spelen."

Figuur 10. Beoordeling van handelbare risico's en kansen



27. Het desbetreffende jaarverslag maakt ook melding van bij de verwachting achtergebleven omzetten. Dit betreft alle hoofdonderdelen van Helpman. Alleen met betrekking tot de ontwikkeling van het nieuw in de jaarrekening geconsolideerde bedrijf Bloksma wordt aangegeven dat men "niet ontevreden" is over de gang van zaken.

De percepties en illusie die, zoals in Figuur 5 (p.199) en in Figuur 10 weergegeven, aan de beoordelingsbasis van handelbare risico's en kansen ten grondslag liggen, geven een mogelijke verklaring voor enkele van de ontwikkelingen van Helpman tijdens de directievoering over het laatste deel van de analyseperiode. Bij het ambitieuze plan van de desbetreffende directie om Helpman binnen enkele jaren na een 'leveraged-buy-out' om te vormen tot een internationale houdstermaatschappij van toeleverende bedrijven met een jaaromzet van ca. f 150 miljoen lijken de percepties van de problematische situatie en daarvoor benodigde (eigen) relevant geachte bekwaamheden alsmede de illusie van beheersbaarheid van de uitvoering van een dergelijk plan een belangrijke rol bij de éénhoofdige directie te hebben gespeeld, waardoor er geen versterking heeft plaatsgevonden van de holding directie om deze ambitieuze plannen te verwezenlijken. De 'leveraged-buy-out', het gevoerde acquisitiebeleid en uiteindelijk tegenvallende operationele resultaten (zie ook: § 2.5.2 en § 2.5.3, p.237 e.v.) lijken direct gerelateerd aan de beoordeling van deze directie van handelbare risico's en kansen. Opmerkingen in de directieverslagen betreffende de gang van zaken in 1992, 1993 en 1994 (p.235) wijzen in de richting van een onderschatting van de conjuncturele gevoeligheid van de verschillende werkmaatschappijen van Helpman. Hierdoor heeft mogelijk een zekere overschatting plaatsgevonden bij de psychologische factor van beoordeling van handelbare risico's en kansen.

2.7 Conclusies

Het voorgaande in aanmerking nemende, kan geconcludeerd worden dat deze case-study aangeeft dat het ontwikkelde model van ondernemerschap behulpzaam kan zijn bij het inzichtelijk maken van de ondernemingsprestatie en de daaraan ten grondslag liggende processen.

3. Case onderzoek Speciaaldrukkerij

Die Gesellschaft hat ihren Sitz in
Groningen unter der Firma "Van der Lijn & Co."
Sie hat den Zweck, einen Papierverarbeitungsbetrieb
auszuüben, Handel in Papier zu treiben im allgemeinsten Sinne des
Wortes, Sowohl für eigene Rechnung, als auch in Kommission und alles das,
was mit dem einen oder anderen Zweige verwandt ist oder damit in Verbindung steht.

Leon van der Lijn, Max Lichtenstädter²⁸

3.1 Situatieschets

Speciaaldrukkerij Lijnco B.V. werd in haar oorspronkelijke vorm in het jaar 1936 te Groningen opgericht onder de naam Firma Van der Lijn & Co. Oprichters waren de in Frankfurt am Main geboren Max Israël Lichtenstädter en de Amsterdammer Leon van der Lijn. Beide oprichters kwamen tijdens de oorlog in vernietigingskampen om het leven. Aan het begin van de Duitse bezetting werd aan een zogenaamde 'Truehänder' het beheer van het bedrijf in handen gegeven door de Niederländischen Aktien Gesellschaft für Abwicklung von Unternehmungen. Tijdens de bezetting werd als bedrijfsnaam die van 'Lijnco Fabrieken' aangehouden. Na de bevrijding in 1945 werd de heer P. Biesta, directeur van drukkerij de Waal te Groningen, door het Militair Gezag voor de stad Groningen benoemd tot bestuurder over de Firma Van der Lijn & Co. In 1954 wordt door Biesta de onderneming gekocht van de erfgenamen van de oprichters²⁹ en voortgezet onder de naam Speciaaldrukkerij Lijnco N.V. Na het overlijden van de heer Biesta in 1973 gaat de zeggenschap van de onderneming over naar het bestuur van de in 1970 door de heer Biesta opgerichte Stichting Speciaaldrukkerij Lijnco. In 1974 wordt de heer drs. J.D.P. Weitmann na een korte interim-periode door de Stichting benoemd als algemeen directeur van Lijnco. In 1984 gaven de erven te kennen een deel van hun aandelenbezit te willen verkopen. Na instemming van de Stichting vindt overleg plaats met participatiemaatschappij NPM. Als gevolg van de onderhandelingen met participatiemaatschappij NPM, wordt bij Lijnco in 1984 de structuurwetgeving toegepast betreffende het installeren van een Raad van Commissarissen. Bij deze gelegenheid neemt de NPM in totaal 20% van de (middels de Stichting gecertificeerde) aandelen van Lijnco Beheer B.V. over van de zoon en dochter van de in 1973 overleden directeur-eigenaar. Lijnco Beheer B.V. is op dat moment de houdstermaatschappij waarin alle activiteiten van Lijnco zijn ondergebracht.³⁰ In de eerste driehoofdige RvC van de structuur-vennootschap Lijnco werd ook een beroepscommissaris namens de NPM benoemd.

Als gevolg van de benoeming van de commissarissen, worden de bevoegdheden van de Stichting vanaf dat moment beperkt tot het aandeelhouderschap.³¹

In februari 1988 werd aan de RvC meegedeeld, dat de erven, in nauwe samenwerking met de directie, hun belang van 80% hadden aangeboden aan een geïnteresseerd bedrijf. Tevens bleek dat er al overeenstemming was bereikt over de koopsom en was deze transactie slechts onder voorbehoud van goedkeuring door de RvC van Lijnco Beheer B.V. De verkoop van de aandelen was feitelijk door de Stichting goedgekeurd.

28. Aangifte Kamer van Koophandel Groningen, 24 augustus 1936, in: Japenga en Terwisscha van Scheltinga, 1986.

29. Blijkens de brochure Lijnco Beheer B.V. Groningen van 27 oktober 1988, bedroeg de verkoopprijs f 308.450,38. Daarnaast kregen de erfgenamen gedurende tien jaar recht op een aandeel van 20% in de netto winst.

30. Naast dit 20% belang waarvoor door de NPM een k/w factor van 5 wordt betaald, neemt de NPM bij deze gelegenheid eveneens een converteerbaar achtergestelde lening over ad f 0,4 miljoen.

31. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de bedrijfsgeschiedenis: Lijnco 1936-1986.

De RvC van Lijnco kwam echter tot de conclusie dat de voorgenomen verkoop niet in het belang was van Lijnco, omdat "niet alleen in financieel-economische zin, maar ook technisch en commercieel" dit de positie van het bedrijf niet zou ondersteunen³². Door een optreden van commissarissen vond de transactie van de aandelen geen doorgang, en kreeg de directie van de RvC de opdracht te onderzoeken of een andere financiering van het bedrijf mogelijk zou zijn, waarbij de mogelijkheid voor deelname van personeel en management in de financiering eveneens onderzocht diende te worden. De algemeen directeur die zich eerder in 1984 nadrukkelijk verzette tegen het aandeelhouderschap van de NPM, werd in het verlengde van de in gang gezette wijzigingen van de eigendomsstructuur van Lijnco Beheer B.V.³³, op 1 maart 1988 opgevolgd door een buitenstaander die niet beschikte over een specifieke, het bedrijf Lijnco betreffende branche-achtergrond. Op 15 februari 1989 werd vervolgens na de-certificering van de aandelen, het gehele aandelenpakket (met inbegrip van dat van de NPM) herplaatst bij de volgende partijen met de volgende daarbij beoogde aandelenverhoudingen: NPM³⁴: 35 %, NORO Groep³⁵: 25 %, NOM: 20 %, Personeel Lijnco³⁶: 10 %, Management Lijnco³⁷: 10 %.

Na sterk tegenvallende bedrijfsresultaten moest de in 1988 aangetreden algemeen directeur eind 1989 het veld ruimen voor een tot dat moment aan de onderneming verbonden commissaris.

Voorafgaande aan het vertrek van deze directeur hebben om diverse redenen al andere leden van het management-team inmiddels het bedrijf verlaten. De in 1989/1990 aangestelde nieuwe directeur³⁸, droeg op zijn beurt na twee jaar van turn-around interim-directeurschap in 1991 de directiezetel over aan een volgende interim-manager. De werkelijke aandelenverhouding bij Lijnco Beheer B.V. zag er medio 1993 als volgt uit: NPM: 41,38 %, NORO Groep: 29,58 %, NOM: 23,65 %, Personeel Lijnco: 5,39 %. Nadat het de RvC eind 1993 duidelijk werd dat ook de laatst aangestelde interim-manager niet in staat was gebleken om het tij te keren, werd per 1 januari 1994 weer een nieuwe interim-manager ingehuurd voor, zoals later zal blijken, een laatste poging om het bedrijf weer op het goede spoor te krijgen.

32. Naar verluidt, zou het hier een beursgenoteerde onderneming (Van Dorp) hebben betroffen die een bod zou hebben uitgebracht van f 45 miljoen op de hele onderneming.

33. Lijnco Beheer B.V. vormt ten tijde van deze overname een fiscale eenheid tezamen met haar dochter-bedrijven Speciaaldrukkerij Lijnco B.V., Papier-Plastic-Coating Groningen B.V. (PPC) en Financierings-maatschappij Lijnco B.V. Verder houdt Lijnco Beheer B.V. nagenoeg alle aandelen van Lijnco N.V. te Brussel en S.A.R.L. Lijnco te Lille, beide handelsmaatschappijen. In de financieringsmaatschappij vinden geen activiteiten plaats.

34. De NPM neemt na winstneming bij de verkoop een nieuw belang in Lijnco Beheer B.V.

35. Het belang van de NORO Groep werd verdeeld over een viertal participatiefondsen, te weten:

NORO - Venture III, NORO - Venture IV, RABO - NORO en NORO - Oost Nederland.

36. Door Lijnco Beheer B.V. worden deze aandelen ingekocht ten behoeve van een op dat moment nog op te richten werknemers-participatievennootschap voor een bedrag van bijna 4,4 miljoen. Voor de financiering van deze aandeleninkoop zijn een tweetal leningen aangetrokken die jaarlijks worden afgelost uit de opbrengst van de (geleidelijke) verkoop van deze aandelen aan de werknemersparticipatie-vennootschap (Financieel verslag 1988 Lijnco Beheer B.V., p.21).

37. Met inbegrip van de algemeen directeur, participeren in totaal 4 managementteam-leden middels persoonlijke houdstermaatschappijen elk voor 2,5 % in het aandelenkapitaal van Lijnco Beheer B.V.

38. In deze periode is er sprake van een crisis in het managementteam. De nieuwe directeur werd eind 1989 allereerst aangesteld als gedelegeerd commissaris en vervolgens als interim algemeen directeur. Uit het beeld dat wordt verkregen van gesprekken met een aantal direct betrokkenen bleek, dat het zijn voorganger niet gelukt was om eenheid in de toplaag van de onderneming te creëren. In de visie van deze voorganger moest de toekomst van Lijnco vooral gezocht worden in de speciaaldrukkerij en niet in een aantal andere produkt/markt combinaties waar Lijnco zich anno 1988 sterk op concentreerde (o.a. tabelleerpapier). Hij krijgt echter onvoldoende steun in het veranderingsproces dat daarvoor nodig is. De oude bedrijfscultuur blijkt moeilijk om te buigen en er vindt een machtsstrijd plaats in de subtop met circa 20 mensen. Het gaat hier vooral om een strijd van ouderen versus jongeren. De 20 mensen steunen het managementteam in het verzoek om de in 1988 aangestelde algemeen directeur weg te sturen.

De enig theoretisch mogelijke oplossing bleek na analyse van deze laatste interim-manager een forse vermogensinjectie in combinatie met een zeer sterke personeelsreductie (minimaal 100 mensen zouden hebben moeten afvloeien van de ca. 330 werknemers die nog in dienst waren op dat moment). Dit laatste stuitte op onoverkomelijke bezwaren bij OR en de vakbeweging³⁹ die om voor hen moverende redenen weigerden aan verdere reorganisaties dan wel verlaging van lonen hun medewerking te geven. Mede hierdoor was er geen bereidheid meer bij de aandeel-houders en bancaire financiers om zonder enig duidelijk rendementsvooruitzicht aanvullende financiering te verstrekken. Op 11 april 1994 werd vervolgens bij de Groninger rechtbank het faillissement van Lijnco Beheer B.V. aangevraagd.

3.2 Formele betrokkenheid NPM 1984-1989

De algemene wijze waarop de NPM bij haar participaties is betrokken werd eerder in § 2.2 van dit hoofdstuk aangegeven. Uit de situatieschets in § 3.1, bleek dat de zeggenschap bij Lijnco tot de deelname door de NPM in 1984 volledig in handen was van het bestuur van de Stichting Speciaaldrukkerij Lijnco. Voor de samenstellingen van het stichtingsbestuur verwijzen wij naar Japenga en Terwisscha van Scheltinga (1986, p. 44) die hiervan een uitgebreid overzicht geven. In 1984 verkreeg de Nederlandse Participatie Maatschappij (N.P.M.) een belang in de Stichting. Een beroepscommissaris in dienst van de NPM nam bij die gelegenheid zitting in het bestuur. De stichting fungeerde sinds 1970 in feite niet alleen als aandeelhouder, maar ook als Raad van Commissarissen. Als gevolg van de onderhandelingen met de NPM werd de structuurwetgeving toegepast en een Raad van Commissarissen geformeerd. Door de benoeming van de commissarissen moesten de bevoegdheden tussen Stichting en Raad van Commissarissen zo worden verdeeld, dat de Stichting uitsluitend als aandeelhouder ging functioneren. Aan de prioriteits-aandelen die alle in het bezit van de Stichting waren, werden de volgende, in artikel 392 lid 1 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek bedoelde bijzondere statutaire rechten verbonden (Financieel Jaarverslag 1985 Lijnco Beheer B.V., p.19):

- goedkeuring van besluiten omtrent uitgifte van aandelen;
- goedkeuring van besluiten met betrekking tot samenwerking met andere vennootschappen;
- goedkeuring van besluiten welke ten doel hebben het deelnemen in relatief omvangrijke vennootschappen;
- goedkeuring van relatief omvangrijke investeringsplannen;
- goedkeuring voor het uitoefenen van stemrecht in ondernemingen, waarin de vennootschap deelneemt;
- goedkeuring van besluiten met betrekking tot vervreemding van het bedrijf der vennootschap;
- goedkeuring van besluiten tot statutenwijziging.

39. Blijkens schriftelijk verstrekte informatie door een inhoudelijk betrokkene in reactie op een concept van deze case studie, heeft het "zure" feit zich voorgedaan dat na het faillissement van Lijnco de vakbonden wel de eisen van de nieuwe eigenaar accepteerden; zijnde lagere lonen per/man, flexibel werken e.d. De conclusie van deze inhoudelijk betrokkene is dan ook dat "de grafische bond mede schuldig was aan de ondergang van Lijnco". Bij de vorming van deze conclusie speelde volgens dezelfde persoon ook een ander gegeven, namelijk de bij eerdere personeelsontslagen door de vakbonden gevraagde hoge afvloeiingsregelingen die "onder stakingsdreiging werden verkregen", waardoor "het eigen vermogen verder werd uitgehold en de rentelasten werden verhoogd". Een ander inhoudelijk betrokkene, geeft in een reactie op een concept van deze case studie enerzijds aan dat wat betreft de rol van de vakbonden er "geen tegenwerking was om tot oplossingen te komen", anderzijds dat het bij reorganisaties door de vakbonden gehanteerde anciënniteitsbeginsel "een funeste rol heeft gespeeld" waardoor het onmogelijk was "een nieuwe cultuur duurzaam in de onderneming te importeren". RvC en aandeelhouders werkten volgens deze persoon samen bij het intensief pogen een faillissement te voorkomen.

De overige zeggenschap viel vanaf 1984 toe aan de nieuw opgerichte driehoofdige RvC waarin, zoals hiervoor werd aangegeven in § 3.1, een beroepscommissaris van de NPM, als gewoon lid zitting neemt. Tot president-commissaris werd een ingewijde uit de papier-branche benoemd.

3.3 Formele betrokkenheid participatiemaatschappijen 1989-1994

Net als bij de NPM, gaat de voorkeur bij NORO en NOM uit naar een minderheidsaandeel in hun participaties. Het vormen van het syndicaat van meerdere participatiemaatschappijen dient naast een financieel draagvlakverbreding hoofdzakelijk een spreiding van het portfolio-risico in combinatie met doorgaans gewenste minderheidsposities in het aandelenkapitaal. De de-certificering die begin 1989 plaats vond bij de 'investors buy-out' leidde voor de participatiemaatschappijen NPM, NORO en NOM tot een rechtstreeks aandeelhouderschap in Lijnco Beheer BV, net als voor het management en (in tweede instantie) het personeel. De NPM trad bij deze gelegenheid op als syndicaatsleider en voerde mede namens de andere syndicaatsleden de onderhandelingen met de erfgenamen van de heer Biesta. De Stichting Speciaaldrukkerij Lijnco werd bij die gelegenheid losgekoppeld van Lijnco.

In de zeggenschapsstructuur terzake van het structuurregime vindt evenwel geen wezenlijke verandering plaats. Wel geldt vanaf dit moment dat de drie participatiemaatschappijen gezamenlijk het meerderheidsbelang vertegenwoordigen in de AvA van Lijnco Beheer BV.

Ondanks het feit dat de syndicaatsleden gezamenlijk de zeggenschap verkregen in Lijnco Beheer B.V., deed zich de situatie voor dat als gevolg van het structuurregime de aandeelhouders minder bemoeienis met de dagelijkse gang van zaken hadden. Er moest derhalve zeer veel vertrouwen gesteld worden in de Raad van Commissarissen. De eerder, in 1984 benoemde RvC bleef ook na de wisseling van de aandeelhouders in eerste instantie in dezelfde samenstelling in functie. In de op 1 juni 1989 gehouden jaarlijkse Algemene Vergadering van Aandeelhouders werd de beroepscommissaris namens de NPM, die roostergewijs moest aftreden, herbenoemd als commissaris. Bij die zelfde gelegenheid werd op voordracht van NORO een nieuwe commissaris benoemd, zodat vanaf dat moment de Raad van Commissarissen van Lijnco Beheer BV uit vier leden bestond. Deze situatie van een vierhoofdige RvC bleef bestaan tot 8 november 1989, het moment waarop een van de commissarissen aftrad om te worden benoemd tot president-directeur van Lijnco Beheer B.V. ter opvolging van de in 1988 aangestelde algemeen directeur.

3.4 Bedrijfseconomische analyse

Net als bij de eerdere case-studie in dit hoofdstuk wordt voor een bedrijfseconomische analyse gebruik gemaakt van het hiervoor in Hoofdstuk II ontwikkelde Kasstroom Analyse Systeem (KAS). Overzicht 2 betreft de voor de economische analyse gebruikte gegevens zoals weergegeven in de desbetreffende jaarverslagen. De bij de opstelling van de KAS-gegevens gevolgde methodiek is conform hetgeen eerder bijvoorbeeld in § 2.4 van dit hoofdstuk werd aangegeven. Voor de situatie in het laatste boekjaar is gebruik gemaakt van interne, niet door de accountant gecontroleerde cijfers. Dit geldt evenzeer voor de daaropvolgende cijfers t/m februari 1994 die de laatste beschikbare cijfers betreffen voordat het faillissement van Lijnco Beheer B.V. werd aangevraagd. Over de allerlaatste periode van ca. 5 weken waren voor dit onderzoek geen bruikbare KAS-gegevens beschikbaar.

Overzicht 2.KAS-gegevens Lijnco (f x 1000)

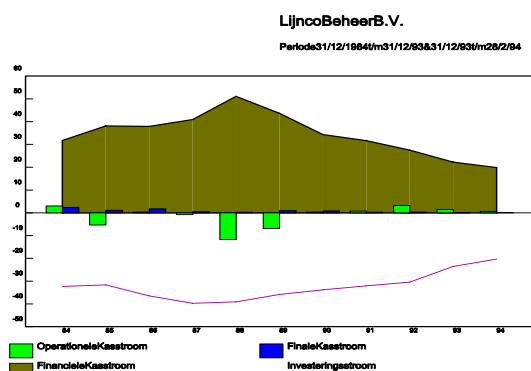
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	2/94
Eigen Vermogen	29257	33990	35720	39074	41711	26525	21681	23143	21402	13887	10942
Dividenduitkering	-836	-308	-956	-1130	0	0	0	0	0	0	0
Voorzieningen	5250	4896	4041	3847	3683	3532	2579	1960	1174	1762	1812
Bancaire Leningen	0	2125	1625	1125	7500	13750	10750	7500	5250	5784	4680
Achtergestelde Leningen	0	0	0	0	0	3620	3245	2870	2495	2495	2495
Langlopende Schulden	5250	7021	5666	4972	11183	20902	16574	12330	8919	10041	8987
Betaalde Rente	-1972	-2577	-2528	-1975	-1707	-3762	-3919	-3842	-2774	-1671	-110
FINANCIËLE KASSTROOM	31699	38126	37902	40941	51187	43665	34336	31631	27547	22257	19819
Vaste Activa	-36946	-37055	-45468	-46893	-43656	-39573	-36012	-33937	-31226	-23016	-22288
Afschrijvingen	-4268	-3793	-4031	-4547	-5601	-4448	-4638	-3982	-4270	-3328	-728
Invest.-Egalisatie	8869	9245	12988	11734	10136	8143	6787	5841	5022	2721	2687
INVESTERINGSSTROOM	-32345	-31603	-36511	-39706	-39121	-35878	-33863	-32078	-30474	-23623	-20329
Voorraden	-35751	-37253	-35974	-31618	-31579	-29241	-31298	-23979	-15668	-13239	-13371
Vorderingen	-35052	-29217	-33432	-29909	-34503	-32923	-31393	-25753	-18051	-13994	-15603
Kortlopende Schulden	61913	52605	58778	50398	45283	52212	53305	44622	37330	26548	28818
Netto Werkkapitaal	-8890	-13865	-10628	-11129	-20799	-9952	-9386	-5110	3611	-685	-156
Toegevoegde Waarde	62133	62083	71386	73499	71855	64641	66235	58215	50448	38223	7204
Personeelskosten	-35595	-40187	-43383	-45536	-48514	-48467	-43118	-40920	-39056	-28634	-4776
Overige Bedrijfskosten	-11554	-13042	-15142	-15532	-14613	-14918	-12915	-11218	-9775	-9039	-1754
Afschrijvingen	4268	3793	4031	4547	5601	4448	4638	3982	4271	3328	728
Betaalde Rente	1972	2577	2528	1975	1707	3762	3919	3842	2774	1671	110
Bijzondere Lasten	0	0	0	0	0	-1992	0	-1651	-3323	1505	0
Belastingen	-3169	-433	-1985	-2142	201	3727	-543	1342	1235	0	0
Netto Winst	5575	2051	4317	3767	1621	-5219	1102	-2056	-7516	-2944	-164
Omzet	138769	151051	155719	156237	160249	159491	153021	131886	105266	86673	12784
Medewerkers Aantal	528	588	629	658	681	663	587	525	491	370	330
OPERATIONELE KASSTROOM	2925	-5444	248	-840	-11870	-6961	273	658	3140	1370	518
FINALE KASSTROOM	2279	1079	1639	395	196	826	746	211	213	4	8

3.4.1 Investeringsstroom

De ontwikkeling van de samenhangende kasstromen van Lijnco is in Figuur 11 weergegeven. Uit deze figuur blijkt dat de investeringsstroom vanaf eind 1988 continu daalt. Dit verloop is een duidelijke indicatie voor het feit dat er weinig is geïnvesteerd, mede onder druk van de slechte operationele resultaten van het bedrijf.

Het jaarverslag 1989 (p.5) meldt hierover het volgende: "Binnen het kader van te maken keuzes voor de toekomst, gezien het verlies in 1989, en binnen het kader van de reorganisatiemaatregelen zullen voor 1990 de investeringen het karakter hebben van vervangings-/ onderhouds-investeringen, evenals dit het geval was gedurende een groot deel van 1989."

Figuur 11. Ontwikkeling van resulterende kasstromen



(000000000)

Als meest significante ontwikkelingen betreffende de investeringsstroom kunnen worden aangegeven het afstoten in 1989 van de plastic-kaart activiteiten in de werkmaatschappij PPC Cards-Systems B.V. (PPC)⁴⁰ gevolgd door het beëindigen in 1991 van de zogenaamde coating-activiteiten (zelfcopiërend papier en éénmalig carbon) die voorafgaande aan de verkoop van PPC in deze dochteronderneming waren ondergebracht. In de periode voorafgaande aan de Investors Buy Out in 1989, valt op dat in de jaren 1986 en 1987 aanzienlijk werd geïnvesteerd.

40. De dochteronderneming PPC werd medio 1982 opgericht. Daarin werden alle activiteiten gecombineerd betreffende de productie van carbon, zelfcopiërend papier (produktiestart in 1981) en plastic cards (produktiestart in 1983) ondergebracht. Japenga en Terwisscha van Scheltinga (1986, pp.43-44) geven aan dat deze nieuwe activiteiten samen met de verdere ontwikkelingen van bestaande activiteiten hebben geleid tot het toekennen aan Lijnco van de Koning Willem I plaquette in 1985. "De jury, onder voorzitterschap van dr. W.F. Duisenberg, heeft de prijs aan Lijnco toegekend op grond van het vernieuwend ondernemerschap dat de afgelopen jaren heeft geleid tot een forse exportstijging en een stijging van de werkgelegenheid. Op 12 juni 1985 werd de prijs door prins Claus uitgereikt in de Ridderzaal te Den Haag", aldus Japenga en Terwisscha van Scheltinga.

Het betreft hier de uitvoering van een investeringsprogramma van rond de f 15 miljoen, waarvan de bouw van een nieuwe fabriek voor tabelleerpapier (ketting-formulieren) en vernieuwing van de 'Repro'-afdeling de hoofdbestanddelen vormen. Als laatste aspect terzake van het gevoerde investeringsbeleid kan worden genoemd het door de in 1988 aangestelde algemeen directeur ontwikkelde beleid dat gericht was op het tot stand komen van zogenaamde satelliet-constructies⁴¹. Deze strategie resulteerde in 1991 in het gezamenlijk met andere markt-partijen oprichten van de bedrijven Data-B Mailservice B.V. te Groningen (Lijnco belang 49%) en Infotop B.V. te Eelde (Lijnco belang 50%).⁴² Beide bedrijven bleven beperkt in omvang en hebben cumulatief niet op enigerlei wijze bijgedragen aan de resultaten van Lijnco.

3.4.1.1 Conclusies

Van een op toekomstvisie gebaseerde strategie en een daaraan gekoppeld investeringsbeleid lijkt, gelet op de daadwerkelijke ontwikkeling van de investeringsstroom, vanaf 1988 bij Lijnco geen sprake te zijn geweest. Ongetwijfeld is de slechte resultatenontwikkeling in die periode daar mede debet aan geweest. De rol van de RvC met betrekking tot de ontwikkeling van de investeringsstroom lijkt in elk geval vanaf het moment van de Investors Buy-Out beperkt te zijn geweest.⁴³

3.4.2 Financiële kasstroom

Uit Figuur 11 blijkt de financiële kasstroom tot het moment van de 'investors buy-out' in 1989 een toename te laten zien, terwijl het na deze gebeurtenis snel bergafwaarts gaat met de ontwikkeling van de financiële kasstroom. De ontwikkeling van de samenstellende delen van de financiële kasstroom is in Figuur 12 weergegeven.

41. In een artikel in FEM (30 april 1994) wordt door T(jakko) Kars in dit verband het volgende gesteld: "De kernactiviteiten van Lijnco moesten worden omgeven, via overnames en samenwerkingsverbanden, door kleine, flexibel ingestelde drukkerijen. De productie van 'specialties' en een formulieren-management, daar lag de toekomst voor Lijnco", aldus Kars.

42. Naast deze twee co-investeringen, wordt alleen nog melding gemaakt van een samenwerking die in 1990 door Lijnco werd aangegaan. Het desbetreffende jaarverslag meldt daar het volgende over: "In het kader van de strategie om tot satellietconstructies te komen zijn verschillende gesprekken gevoerd met hoofdzakelijk kleinere bedrijven in het binnenland. Als gerealiseerd voorbeeld geldt de samenwerking met CEVAN."

43. Ten aanzien van de activiteiten van de RvC melden de jaarverslagen van 1988 t/m 1992 het volgende:

1988: De Raad van Commissarissen is in de verslagperiode 5 maal bijeen geweest. In de vergaderingen zijn met name de ontwikkelingen van balans en resultatenrekening aan de orde geweest, alsmede de voorstellen tot wijziging in de eigendomsverhoudingen.

1989: De Raad van Commissarissen is in de verslagperiode 9 maal bijeen geweest. In de vergaderingen is veel aandacht besteed aan de resultatenontwikkeling en de te nemen reorganisatiemaatregelen.

1990: De Raad van Commissarissen is in de verslagperiode 9 maal bijeen geweest. In de vergaderingen is veel aandacht besteed aan de resultatenontwikkeling.

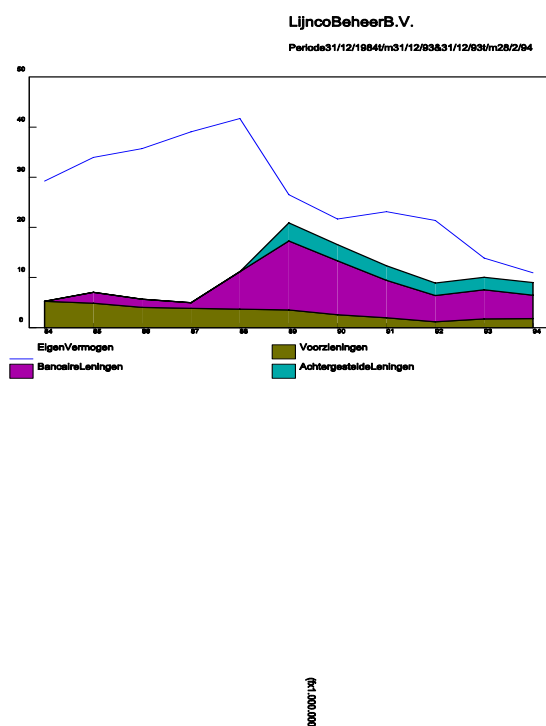
1991: De Raad van Commissarissen is in de verslagperiode 6 maal bijeen geweest. In de vergaderingen is veel aandacht besteed aan de resultatenontwikkeling, het beëindigen van de coatingactiviteit en de daarmee samenhangende gevolgen voor het resultaat.

1992: De Raad van Commissarissen is in de verslagperiode frequent bijeen geweest. In de vergaderingen is zeer veel aandacht besteed aan de continuïteitsproblematiek van de onderneming en de daarmee samenhangende maatregelen.

Blijkens een schriftelijk reactie van een inhoudelijk betrokkene op een concept van deze case-studie zijn de hiervoor genoemde getallen over het aantal vergaderingen misleidend en hebben ze alleen betrekking op de officiële vergaderingen. Met name in de periode 1991-1994 is er volgens deze persoon nagenoeg iedere week contact geweest vanuit de RvC met de directie c.q. accountant.

In de periode t/m 1988 neemt het eigen vermogen gestaag toe, als direct gevolg van de winstinhouding die plaats vindt. Dit ondanks het gegeven dat gedurende deze periode voor een cumulatief bedrag van ruim f 3,2 miljoen aan dividend wordt uitgekeerd aan de certificaat-houders van de Stichting. Bij de investors buy-out wordt in 1989 voor een bedrag van f 16,8 miljoen onttrokken aan het eigen vermogen. Afgezien van een geringe groei van het eigen vermogen in 1990 als gevolg van winstinhouding, wordt de periode na 1989 gekenmerkt door een sterk afkalvend niveau van het eigen vermogen als direct gevolg van de slechte resultaten van Lijnco Beheer B.V. Middels achtergestelde leningen en met name middels bancaire leningen wordt bij de vermogens-onttrekking in 1989 de financiële kasstroom tijdelijk op peil gehouden.

Figuur 12. Ontwikkeling van het eigen vermogen in relatie tot de langlopende schulden



De bancaire financiering in 1989 betreft twee leningen. De eerste lening, oorspronkelijke groot f 10 miljoen waarop in 20 driemaandelijke termijnen van f 500.000 dient te worden afgelost, heeft een looptijd van 5 jaar en werd voorafgaande aan de investors buy-out op 4 augustus 1988 afgesloten. Daarnaast werd medio februari 1989 een lening afgesloten van eveneens f 10 miljoen, ditmaal met een looptijd van 10 jaar. In 1989 worden verder twee achtergestelde leningen verstrekt. De eerste bedraagt f 3 miljoen en dient in maximaal 8 jaartermijnen te worden afgelost. De tweede achtergestelde lening is f 1.370.000 groot en moet op 1 maart 1994 in één keer worden afgelost. Het laatste onderdeel van de langlopende schulden, de voorzieningen, nemen volgens figuur 7 geleidelijk af. Het betreft hier naast een pensioenvoorziening in eigen beheer (ca. f 400.000 per eind 1993) een post latente belastingverplichtingen.

3.4.2.1 Conclusies

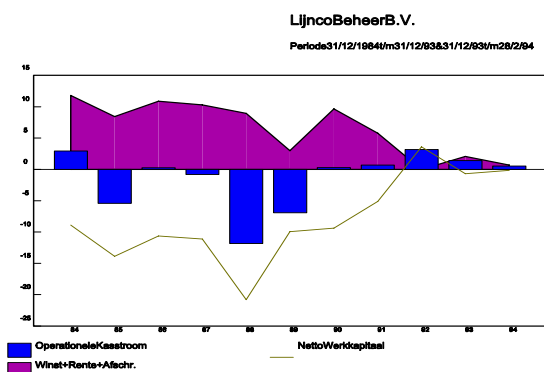
Nadat de financiële kasstroom tot 1989 een stabiele c.q. positieve ontwikkeling te zien geeft, ontwikkelt deze kasstroom zich vanaf 1989 in negatieve zin. Als redenen hiervoor gelden de investors buy-out in combinatie met de daaropvolgende slechte bedrijfsresultaten.

Daarnaast worden de bancaire leningen voor een belangrijk gedeelte relatief snel afgelost, zodat in combinatie met het afkalvende eigen vermogen de cumulatieve financiële kasstroom binnen vier jaar halveert. Afgezien van de financieringsmutaties die zich rond de investors buy-out voordeden, zijn er geen ontwikkelingen in de financiële kasstroom toe te schrijven aan financie-ringsbesluiten waarbij de RvC betrokken is geweest. Gelet op de voorliggende problematiek van o.a. het ontbreken van een ondernemingsplan en van een ondernemer, de weigering van vakbeweging/OR met betrekking tot een eventuele verdere personeelsinkrimping dan wel het niet accepteren van voorstellen betreffende verlaging van de personeelskosten, en de torenhoge schuldenlast met een kortlopend karakter, kan het besluit van de aandeelhouders om in 1994 geen aanvullende financiering ter beschikking te stellen aan Lijnco Beheer B.V. dan ook slechts als formaliteit worden gezien. In elk geval schiept dit besluit duidelijkheid in de inmiddels structureel geworden onzekerheid t.a.v. de bedrijfscontinuïteit.

3.4.3 Operationele kasstroom

De operationele kasstroom van Lijnco Beheer B.V. is weergegeven in Figuur 11. Deze kasstroom blijkt met name in de periode tot en met 1990 aan sterke fluctuaties onderhevig. In Figuur 13 is de operationele kasstroom nogmaals weergegeven en conform 'KAS' in relatie gebracht met de in twee grafieken weergegeven samenstellende delen ervan, het netto werkkapitaal en de cumulatie van netto winst, betaalde rente en afschrijvingen.⁴⁴

Figuur 13. Ontwikkeling en samenstelling van de operationele kasstroom



44. Met betrekking tot de ontwikkeling van de cumulatie van de in overzicht 2 aangegeven kasstroom onderdelen netto winst, betaalde rente en afschrijvingen, geeft de in figuur 8 weergegeven grafiek in het jaar 1992 een enigszins vertekend beeld. In verband met software-beperkingen betreffende de grafiek weergave, is een voor dat jaar geldend negatief saldo ad f 471.000 als nulwaarde weergegeven.

In 1985 blijkt er een verruiming van het netto werkkapitaal met ca. *f* 5 miljoen te hebben plaats gevonden. Uit Overzicht 2 kan worden afgeleid dat de toename van de financiële kasstroom in dat jaar is aangewend voor een verlaging van de kortlopende schulden positie.

Een verkrapping van het werkkapitaal treedt vervolgens op in 1986, wanneer de kortlopende schulden weer toenemen als gevolg van investeringen in vaste activa.⁴⁵ Het niveau van het werkkapitaal blijft in 1987 vrij stabiel, de relatief geringe groei wordt gefinancierd uit de finale kasstroom ofwel de liquide middelen. De groei van de financiële kasstroom in 1987 wordt blijkens Overzicht 2 volledig aangewend voor investeringen in vaste activa. Voorafgaande aan de Investors buy-out, laat het jaar 1988 een relatief zeer sterke stijging van het werkkapitaal zien.

Deze stijging wordt enerzijds veroorzaakt door een stijging van de vorderingen met ca. *f* 4,5 miljoen, anderzijds door een verlaging van de kortlopende schulden met ruim *f* 5 miljoen. De stijging van de vorderingen kan worden toegeschreven aan een stijging van de debiteurentermijn van 58 dagen in 1987 naar 67 dagen in 1988. De verlaging van de kortlopende schulden lijkt mogelijk geworden door de verruiming van de financiële kasstroom die in 1988 plaatsvond.

Een omgekeerde ontwikkeling van het werkkapitaal in de orde van grootte van *f* 11 miljoen doet zich vervolgens in 1989 voor, het jaar van de investors buy-out. Naast een afname van de voorraden en vorderingen met bijna *f* 4 miljoen, kan de oorzaak hiervoor worden gevonden in een afname van de financiële kasstroom met ruim *f* 7 miljoen. Deze afname van de financiële kasstroom wordt volgens KAS vrijwel geheel gecompenseerd door een toename van de kortlopende schulden met bijna *f* 7 miljoen. Nadat er in 1990 nagenoeg geen verandering optreedt in de hoogte van het werkkapitaal, worden zowel 1991 als 1992 gekenmerkt door een snelle verkrapping van het werkkapitaal als gevolg van steeds lagere niveaus van voorraden en vorderingen. Dit resulteert in 1992 in een negatief werkkapitaal.

Door het ten opzichte van de ontwikkelingen van voorraden en vorderingen sterk terugbrengen van de kortlopende schulden, wordt in 1993 het negatieve werkkapitaal teruggebracht tot praktisch een nul-situatie. In de eerste maanden van 1994 komt hierin geen verandering ten positieve, zodat er door het ontbreken van werkkapitaal geen bedrijfsuitoefening meer kan plaatsvinden en noodgedwongen het faillissement moet worden aangevraagd.

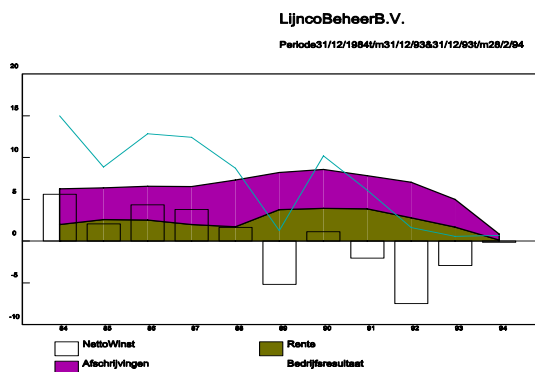
Uit Figuur 14 zien we dat fluctuaties in de netto winst ontwikkeling van Lijnco Beheer B.V. vrijwel geheel toe te schrijven zijn aan de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat. Uitgaande van het renteniveau in 1986, drukken de hogere rentelasten als gevolg van de investors buy-out de netto winst in de jaren 1989 t/m 1992 gemiddeld met ca. *f* 1 miljoen per jaar.

45. Blijkens de jaarrekening van 1986 zijn de niet nader gespecificeerde 'overlopende passiva' met ca. *f* 4 miljoen gestegen ten opzichte van 1985. Daarnaast geldt, dat bij vrijwel gelijkblijvende financiële en finale kasstromen, de investeringsstroom dat jaar toeneemt.

In 1988 blijkt de netto winst ten opzichte van die in de overige jaren negatief beïnvloed door een afwijkend hoog afschrijvingsniveau.⁴⁶

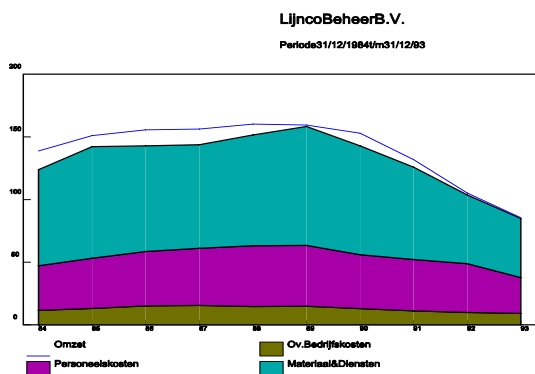
46. Mogelijk houden de hogere afschrijvingen in 1988 verband met het voornemen om de activiteiten van de plastic cards afdeling te beëindigen. Het jaarverslag 1988 meldt hierover het volgende: "In november van het verslagjaar viel de beslissing niet zelfstandig met cards door te gaan, omdat deze sector strategisch onvoldoende belangrijk is voor Lijnco als geheel. Eind december werd een principe overeenkomst getekend tot studie van vergaande samenwerking met een geïnteresseerd Nederlands bedrijf."

Figuur 14. Ontwikkeling en samenstelling van het bedrijfsresultaat



000000190

Figuur 15. Ontwikkeling en samenstelling van de omzet



000000190

De ontwikkeling van het bedrijfsresultaat is nogmaals te zien in figuur 15, als het verschil tussen de omzet en de accumulatie van materiaal & diensten, personeelskosten en overige bedrijfs-kosten. De post materiaal & diensten is uit KAS afgeleid als omzet minus toegevoegde waarde.

Een verkrapping van het bedrijfsresultaat blijkt te zijn opgetreden in 1985, waar de kosten voor Materiaal & Diensten sneller stegen dan de omzet. Als één van de oorzaken die de winst in dat jaar sterk beïnvloedt, wordt in het jaarverslag van 1985 genoemd een "grote druk op de winst-marge als gevolg van ongewoon sterke concurrentie". In 1988, het jaar waarin een directiewisseling plaatsvond, neemt het bedrijfsresultaat opnieuw af. Het desbetreffende jaarverslag (p.3) meldt daarover het volgende: "Door erosie van marktprijzen, met name in de export en niet op te vangen kosten-stijgingen, werd deze resultaat-verslechtering⁴⁷ veroorzaakt". Vervolgens blijkt eind 1989 het bedrijfsresultaat tot praktisch nul te zijn gereduceerd. Het jaarverslag maakt melding van de volgende ontwikkelingen die "noopten tot ingrijpende reorganisatiemaatregelen":

- a. sterk tegenvallende resultaten in de tweede helft van het jaar;
- b. een tekort aan samenwerking in het Management Team.

De in 1988 aangestelde directeur wordt in de tweede helft van 1989 opgevolgd door een op dat moment aan Lijnco verbonden commissaris die tot 'president-directeur' wordt benoemd. Uit het jaarverslag blijkt met name een tweetal ontwikkelingen de oorzaak van het slechte bedrijfsresultaat. "De omzet in produktiewaarde bleef in 1989 ongeveer 8% achter bij het budget, en was ongeveer gelijk aan de omzet in 1988. O.a. door de hoge papierprijzen bleef de toegevoegde waarde (64,6 mio) zéér aanzienlijk achter bij het budget (78,7 mio) en ook bij het jaar 1988 (71,9 mio)", en "Uit de verzamelde informatie voor het nemen van beslissingen in het kader van het strategisch plan 1993, blijkt overigens duidelijk een toenemende prijsconcurrentie en een hard gevecht om marktaandeel." Het in 1989 ontwikkelde reorganisatieplan had volgens het des-betreffende jaarverslag⁴⁸ de volgende hoofdkenmerken:

1. Aanpassing van de produktie-capaciteit aan het afzetvolume, onder andere door overgang van 4 naar 3-ploegendienst;
2. Verlaging van het indirect personeelsbestand met ca. 20%;
3. Verdergaande efficiency-maatregelen;
4. Wijziging van prijs- en marktpolitiek;
5. Ombouw van de organisatiestructuur naar een Business-Unit structuur;
6. Analyse en voorbereiding van het Strategisch Plan "Lijnco 1993 en verder".

In 1990 treedt een verbetering van het bedrijfsresultaat op bij een lagere omzet (- f 6 miljoen). Deze verbetering is het gevolg van enerzijds lagere personeelskosten (- f 5,3 miljoen), anderzijds door lagere kosten van materiaal & diensten (- f 8 miljoen), naast een lagere omzet het gevolg van lagere papierprijzen. De directie van Lijnco geeft in het jaarverslag van 1990 aan dat het beleid erop gericht is de afdeling tabelleer te laten uitgroeien tot één van de 3 à 4 overblijvende grote producenten van tabelleerpapier in Europa en "de afdeling bedrukt verder te ontwikkelen tot een volledige speciaal-drukkerij met het motto: "Het is ons niet gauw Speciaal genoeg".

Verder wordt in hetzelfde jaarverslag gemeld: "De vooruitzichten voor de afdeling Coating (zelfcopiërend papier en Carbon) zijn door de sterk dalende prijzen sneller slechter geworden dan tijdens de destijds voorgenomen reorganisatie-maatregelen (1989) werd aangenomen." Het bedrijfsresultaat verslechtert volgens Figuur 15 wederom in 1991, terwijl in dat jaar de omzet fors terugloopt. Het jaarverslag spreekt van twee ontwikkelingen bij Lijnco:

47. Gerefereerd wordt aan de halvering van het netto-resultaat in 1988, bij een toename van de omzet in volume met 4,4% en in geld met 2,8%. De in dat jaar nieuw aangetreden directeur geeft in het jaarverslag vervolgens aan: "Inmiddels zijn maatregelen genomen om de marges beter te bewaken en te sturen en de produktiviteit in de sector bedrukt te doen stijgen."

48. In het jaarverslag van 1990 worden de voorgenomen reorganisatie-maatregelen als volgt samengevat: 1. Aanpassing door vermindering personeelsbestand; 2. Wijziging markt-verkoop strategie (meer richten op toegevoegde waarde); 3. Algemene efficiency en bezuinigingsmaatregelen; 4. Herformuleren doelstelling, beleid, strategie, begroting en werkplannen, resulterend in beter functioneren van het budgetteringssysteem.

"Enerzijds werd aan het begin van het jaar reeds duidelijk dat als gevolg van de sterk dalende marktprijzen van zelfcopiërend papier, de eigen productie van zelfcopiërend papier niet meer economisch verantwoord was en op grond daarvan deze niet-kernactiviteit in de loop van het jaar zou moeten worden beëindigd. Anderzijds werden de optimalisatiemaatregelen ten aanzien van de kernactiviteiten tabelleer en bedrukt intensief doorgezet." Bij de vooruitzichten werd in het jaarverslag over 1991 door de directie (inmiddels heeft weer een directiewisseling plaats-gevonden) nog uitgegaan van twee kernactiviteiten van Lijnco.⁴⁹ Uit Figuur 15 blijkt dat in 1992 het bedrijfsresultaat verder was ingekrompen bij een snel dalende omzet. De Lijnco directie meldde hierover in het jaarverslag: "....., als gevolg van overcapaciteit in de Europese markt en de relatief zwakke positie die Lijnco in Frankrijk en België inneemt, openbaarde zich vanaf juni een sterke onderbezetting. Tegelijkertijd daalden, vanwege dezelfde overcapaciteit, de prijzen in de markt aanzienlijk zodat ook de marges sterk onder druk kwamen."

De korte termijn oplossing werd door de directie van Lijnco gevonden in een gedwongen ont-slagronde van 120 medewerkers. Daarnaast werd, na een jarenlang aandringen van de onder-nemingsraad, een extern onderzoeksbureau ingeschakeld om te gaan helpen bij te maken strate-gische keuzes. Het desbetreffende onderzoeksrapport van dit bureau werd in mei 1993 gepre-senteerd. De belangrijkste conclusies uit het rapport zijn in Overzicht 3 weergegeven.

In 1993 gleed het bedrijf nog verder af en leek het tij niet meer te keren, ondanks pogingen van de directie om zo snel mogelijk invulling te geven aan diverse door het externe onderzoeks-bureau gedane aanbevelingen. In, wat later zou blijken, een laatste poging om het bedrijf te redden van de ondergang, werd weer een nieuwe interim manager aangesteld die zich nogmaals verdiept in de problematiek van Lijnco. Deze laatste interim-manager komt ondermeer tot de conclusie dat er in het algemeen gebrek is aan:

- concreet operationeel plan;
- concurrentie analyses;
- inzicht in wat Lijnco wil;
- inzicht in wat Lijnco kan;
- hoe Lijnco een strategisch doel bereikt;
- geloofwaardigheden van Lijnco naar aandeelhouders (en banken).

Financieel was er volgens deze laatste interim-manager onder meer een probleem met de liquidi-teitspositie en de vermogenspositie. Verder werd door hem aangegeven dat de omvang van het personeelsbestand in relatie tot de omzet te hoog is, het salarisniveau te hoog is t.o.v. de markt-situatie en dat een aantal mensen op sleutelposities is terechtgekomen vanwege anciënniteit⁵⁰ en niet op de juiste - meest effectieve - plaats binnen de organisatie.

Daarbij was volgens deze interim-manager het machinepark niet toegesneden op het assortiment producten dat door de markt wordt gesteld, zodat investeringen zullen moeten worden gedaan in moderne technologie, aangepast aan de marktsituatie. Ten slotte speelden volgens deze laatste interim-manager nog zeer veel andere negatieve aspecten betreffende organisatie en communicatie een belangrijke rol in de bedrijfssituatie.

49. "Voor de sector tabelleer betekent dit concentratie op het uitbouwen van de positie als één van de grote producenten in dit segment door kosteneffectiviteit in zowel productie als distributie in een door overcapaciteit en sterke prijsdruk gekenmerkte markt. Voor de sector speciaaldrukkerij betekent dit verdere ontwikkeling van producten en daarmee samenhangende diensten met een hoge toegevoegde waarde. Teneinde de marktpositie te verbreden wordt de ingezette lijn van satellietconstructies door joint-ventures en participaties verder uitgebouwd."

50. Hier ligt ook een duidelijke relatie met het door de vakbeweging bij de diverse reorganisaties geëiste en een door de directie/RvC uitgevoerde lifo-systeem (last-in-first-out).

De hiervoor genoemde problematiek bleek niet op korte termijn oplosbaar, waarna op 11 april 1994 het faillissement van Lijnco Beheer B.V. werd aangevraagd.

Overzicht 3. Belangrijkste conclusies Lijnco-onderzoek door extern onderzoeksbureau

.....
Produkt:* Lijnco voert circa 2700 verschillende produkten, die nauwelijks gestructureerd gevoerd worden onder de noemers F (tabelleer) en E (bedrukt);

- * Er ontbreekt iedere vorm van een gericht produktbeleid. Het succes en de kracht van de organisatie is gebaseerd op een sterk produktie gericht beleid in het verleden dat gebaseerd was op tabelleer;
- * Door het ontbreken van een professioneel produktbeleid is het niet mogelijk de organisatie en de produktie optimaal te structureren;
- * De vele vormen van calculeren geven geen duidelijk inzicht in de resultaten per produkt, per klant e.d. Een nacalculatie ontbreekt;
- * Lijnco voert produkten/werkzaamheden die niet binnen haar kern-activiteiten kunnen passen en derhalve op basis daarvan al verliesgevend zijn.

.....
Produktie:* Lijnco is nog steeds een sterk produkt georiënteerde organisatie;

- * Het samenvoegen van de functie van algemeen directeur en technisch directeur werkt een verdere produktie oriëntatie in de hand;
- * De inefficiency in produktie ligt ver boven de norm in de bedrijfstak. Bijsturen hiervan leidt tot directe verhoging van het resultaat;
- * De indrukkerij is een storende factor binnen de produktie. De indrukkerij is een aparte organisatie, die ook als zodanig behandeld zou moeten worden;
- * De produktie is niet afgestemd op business areas, waarbinnen Lijnco wil opereren. (business area = gelijksoortige produkten die aan een gelijksoortige markt worden afgezet).

.....
Marketing:* De enige marketing medewerker heeft onvoldoende marketing opleiding genoten. Desondanks kan hij met de nodige assistentie een sterke marketing medewerker worden;

- * Produkt management, marketing plannen, marktanalyses etc. bestaan niet binnen Lijnco. Behalve de enige marketingman is er niemand in de organisatie die getoond heeft er voldoende gevoel voor te hebben. De produktie-verkoop gedachte blijft centraal staan binnen Lijnco.

.....
Produktontwikkeling:* De afdeling produktontwikkeling is één van de belangrijkste afdelingen van Lijnco voor de toekomst, deze afdeling wordt niet gestuurd;

- * Deze afdeling, die een belangrijke stimulerende werking moet hebben op de toekomstige resultaten van Lijnco wordt niet gestimuleerd in haar ontwikkeling.

.....
Verkoop:* De verkoopafdeling is slecht georganiseerd;

- * De functie van de commercieel directeur wordt onvoldoende ingevuld;
- * De verkoopmedewerkers worden niet gecontroleerd en presteren ver beneden het niveau dat verwacht mag worden;
- * De kwaliteit van de verkopers is niet hoog; in belangrijke mate afgestemd op het verkopen van een basisprodukt aan inkopers;
- * Door het ontbreken van een duidelijk beleid en duidelijke produkten zijn de verkopers niet in staat gericht te werken en is Lijnco niet in staat de verkopers gericht in te zetten;
- * Het aantal medewerkers dat in dienst is, is meer gebaseerd op de rayon indeling die in het verleden gevoerd is dan op het aantal dat nodig is;
- * De verkopers opereren in een inefficiënt rayon systeem;

* Er is geen professioneel direct marketing beleid;

* Er is geen professioneel telefonisch verkoop apparaat;

* Er is geen verkoop informatie systeem.

Verkoop binnendienst:* Deze afdeling is onvoldoende georganiseerd. Wordt onvoldoende geleid;

* Er is onvoldoende team verband tussen de buitendienst en de binnendienst;

* Het maken van offertes neemt veel te veel tijd in beslag, zodat orders verloren gaan.

.....
Calculatie:* De calculaties bieden door het ontbreken van een nacalculatie onvoldoende inzicht in kosten en opbrengsten waardoor sturing onmogelijk is;

* De calculaties nemen te veel tijd in beslag waardoor offertes veel te laat bij de klant komen.
.....

3.4.3.1 Conclusies

De belangrijkste conclusie die aan het voorgaande verbonden kan worden, is dat Lijnco een productie-organisatie betrof, geheel gestuurd op het halen van een zo hoog mogelijke bezetting van het productieapparaat. Belangrijke marktontwikkelingen komen voor het bedrijf blijkbaar als een volslagen verrassing. De belangrijkste produktgroepen van Lijnco blijken zich aan het einde van hun levenscurve te bevinden, waarbij alleen nog enig marktaandeel te behouden is op basis van hoge kwaliteit tegen lage kostprijs. Pogingen om Lijnco te laten overleven door middel van afslanking van de personele organisatie lijken enerzijds te laat te komen, en gaan anderzijds niet ver genoeg. Een vergelijking dringt zich op met het bedrijf Proforms B.V. uit Heerhugo-waard dat onder dezelfde marktomstandigheden in dezelfde periode beter in staat blijkt te zijn geweest haar marges in stand te houden.⁵¹

3.5 Economische functie

Binnen de eerder in § 2.5 (p.236) aangegeven beperking worden vervolgens de elementen van de economische functie uit het psychologisch-economisch model van ondernemerschap (Hoofdstuk V, Figuur 5, p.199) besproken. Als uitgangspunt worden daarbij de bevindingen gebruikt van het hiervoor beschreven KAS-onderzoek. Zoals in § 1 van dit hoofdstuk (p.220) werd aangegeven, betreft de daarbij gebruikte methodiek het 'terugtraceren' van de bedrijfseconomische resultaten (via KAS bepaald) naar onderliggende ondernemerschapsprocessen.

3.5.1 Visie & Innovatie

De eerste samenhangende economische functie van ondernemerschap volgens Figuur 5 (p.199) betreft de aspecten visie en innovatie. Dit is nogmaals in Figuur 16 weergegeven.

Uit de ontwikkeling van de resulterende investeringsstroom zoals weergegeven in Figuur 11 (p.248) kan worden afgeleid dat er bij Lijnco weinig aandacht is geweest voor de economische functie-elementen visie en innovatie. In het hier voorafgaande KAS-onderzoek zagen we deze conclusie diverse malen bevestigd. De voor het bedrijf relatief significante investeringen in de jaren 1986 en 1987 betroffen vervangingsinvesteringen gekoppeld aan uitbreiding van de produk-tiecapaciteit voor bestaande produkten.

De enige noemenswaardige nieuwe activiteiten die door Lijnco vanaf 1970 werden ondernomen betreffen⁵²:

- 1970 opzetten van export-activiteiten⁵³;
- 1974 carbonfabrikage in eigen beheer (beëindigd in 1991);
- 1981 productie van zelfkopiërend papier (beëindigd in 1991);
- 1983 productie van plastic cards (verkocht in 1989);
- 1984 mailers en mailing service.

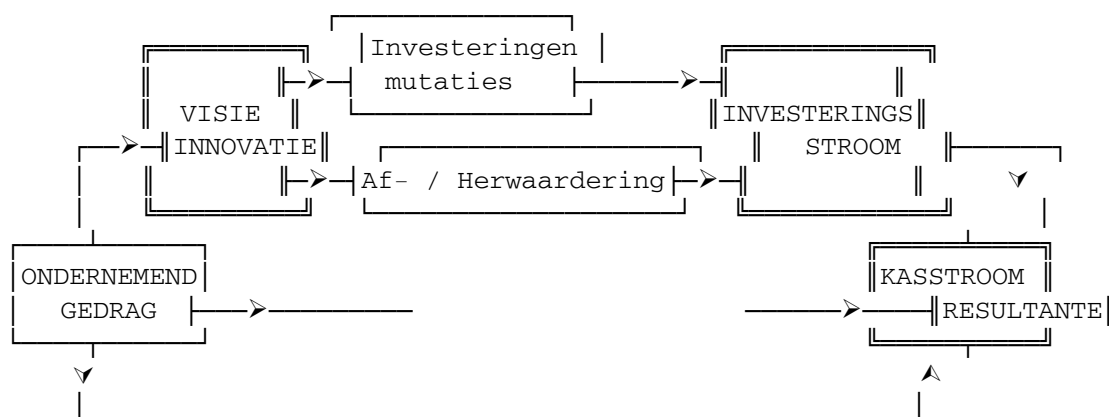
51. "Het afgelopen jaar is voor Proforms wederom een goed jaar geweest. Vergeleken met 1991 steeg de omzet, terwijl de netto-winst zich stabiliseerde. Deze resultaten werden behaald onder moeilijke marktom-standigheden en tegen de achtergrond van een aanhoudende daling van de verkoopprijzen als gevolg van overcapaciteit op de formulierenmarkt.....Ondanks de enigszins teruglopende brutomarge is de service-graad opnieuw vergroot om te kunnen voldoen aan het verhoogde eisenpakket van onze afnemers. Toege-paste nieuwe technologieën, met name op het gebied van gedrukte barcodes, hebben ertoe geleid, dat de marges in stand gehouden konden worden", aldus de directie van Proforms BV (Jaarverslag 1992).

52. Zie: Japenga en Terwischa van Scheltinga, 1986, p.45; Lijnco beheer B.V. Brochure, 1988, p.7.

53. In verband met productieovercapaciteit aan het eind van de jaren zestig (zie: Japenga en Terwisscha van Scheltinga, 1986, p.45)

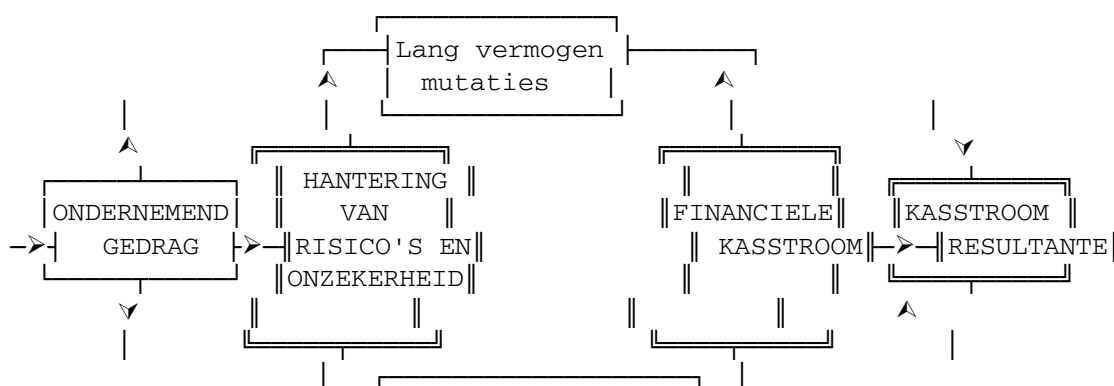
Twee van deze activiteiten bestonden nog toen het faillissement van Lijnco werd aangevraagd. De betekenis ervan was echter gering. Op de export-activiteiten die waren geconcentreerd op België en Frankrijk werden met name de laatste jaren zware verliezen geleden. Hierdoor werd Lijnco uiteindelijk genoodzaakt om in 1993 het Franse verkoopkantoor te sluiten en het Belgische verkoopkantoor te reorganiseren. In een poging om uit de rode cijfers te komen wordt terzake van de in 1984 opgestarte activiteit van 'mailers en mailer services' eind 1990 in elk geval een deel van de productie afgestoten en een samenwerkingsverband aangegaan met het bedrijf CEVAN Automatiseringsdiensten te Groningen. Wat er daarbij precies met de acht bij 'mailers en mailing service' (op dat moment 'print en mailing service' genoemd) betrokken medewerkers van Lijnco gebeurde is niet geheel duidelijk.

Figuur 16.Visie & Innovatie



Samenvattend kan gesteld worden dat vanaf 1984 er bij Lijnco geen noemenswaardige invulling is gegeven aan de samenhangende economische functie-aspecten van ondernemerschap: visie en innovatie. Investerings hadden allemaal het karakter van vervanging/onderhoud of uitbreiding van de productiecapaciteit. Nieuwe activiteiten die tussen 1970 en 1984 werden opgestart bleken eind 1993 of beëindigd, of naar derden afgestoten, of bleken relatief insignificant en uiteindelijk niet in staat om een positieve bijdrage aan Lijnco te leveren.

Figuur 17.Hantering van risico's en onzekerheid



▼ | Vermogenskosten / | ▲
└─| Kapitaalopbrengsten |─┘
└────────────────────────┘

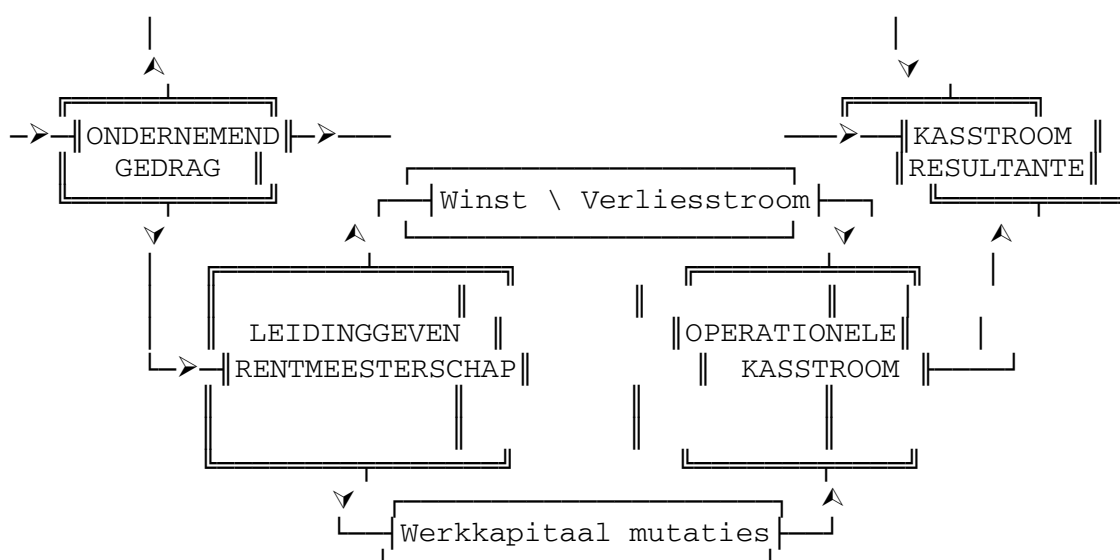
3.5.2 Hantering van risico's en onzekerheid

De tweede samenhangende economische functie van ondernemerschap volgens Figuur 5 van Hoofdstuk V (p.199) betreft de hantering van risico's en onzekerheid. Dit onderdeel van het ondernemerschapmodel is nogmaals in Figuur 17 weergegeven. De financiële kasstroom in Figuur 11 (p.248) lijkt in belangrijke mate een weerspiegeling van de hiervoor behandelde visie- en innovatieaspecten en de daaruit voortvloeiende investeringsstroom. De samenstelling van de financiële kasstroom zoals weergegeven in Figuur 12 (p.250) laat echter een duidelijke omslag zien van het risicoprofiel van de onderneming. Deze risico-omslag houdt met name verband met de 'leveraged buy out' van participatiemaatschappijen, management en personeel in 1989. Zowel voor de financiering van de zojuist gereedgekomen productie-uitbreiding als voor de 'leveraged buy out' wordt aanvullend bancair vermogen aangetrokken. Als gevolg van de tegenvallende resultaten loopt het eigen vermogen vervolgens snel terug. De diverse elkaar opvolgende directies bleken niet in staat om deze beweging structureel om te buigen. Wegens een gebrek aan enig rendementsperspectief bleek het aantrekken van additioneel ondernemend vermogen ter voor-koming van een faillissement dan ook niet mogelijk.

3.5.3 Leidinggeven en rentmeesterschap

De derde en laatste in Figuur 5 (p.199) weergegeven samenhangende economische functie van ondernemerschap betreft de elementen leidinggeven en rentmeesterschap. Dit is nogmaals in Figuur 18 weergegeven. Uit Figuur 13 (p.251) bleek dat de operationele kasstroom gedurende de analyseperiode aan sterke fluctuaties onderhevig was. Verkrapping van het netto werkkapitaal bestaandeel daarvan leidde er tenslotte toe dat als gevolg van het ontbreken van werkkapitaal er geen bedrijfsuitoefening meer kon plaatsvinden en het faillissement moest worden aangevraagd.

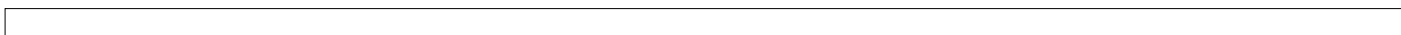
Figuur 18. Leidinggeven en rentmeesterschap



In Figuur 14 (p.252) zagen we dat de positieve winststroom die tot dat moment was gerealiseerd omslaat in een situatie waarbij, ondanks een kleine opleving in 1990, de onderneming structureel

Speciaaldrukkerij

verlieslatend is geworden.



De elkaar opvolgende directies weten dit tij niet te keren. Het ontbreken van een stabiele factor bij de leiding van het bedrijf heeft er mogelijk juist toe bijgedragen dat herstel van de verlies-gevende situatie niet meer mogelijk was.

Een belangrijke oorzaak daarbij betrof een grote weerstand bij met name het 2e echelon management en het productiepersoneel tegen pogingen van de directie om een structuur- en cultuur-omslag te maken. De directeur die in 1988 aantrad bezat bijvoorbeeld wel de visie dat de overleving van Lijnco lag besloten in verandering van de toenmalige activiteiten waarbij Lijnco omgevormd diende te worden tot een echte speciaal-drukkerij. Onder druk van de OR en de RvC moest hij echter vrij spoedig na zijn benoeming het veld ruimen. De indruk achteraf is dat hiermee mogelijk de beste kans op continuïteit voor Lijnco de das werd omgedaan. Het personeel en management van Lijnco lijken vervolgens krampachtig te hebben vastgehouden aan de status quo van het productiebedrijf pur sang. Het feit dat anno 1993, zoals in Overzicht 3 (p.256) aangegeven, de marketing afdeling van Lijnco uit één enkele persoon bestond, was daarbij veelzeggend. Andere opmerkingen in dit overzicht op pagina 256 over het feit dat produkt management, marketing plannen, marktanalyses etc. niet binnen Lijnco bestonden, versterken dit beeld. De aandacht leek primair gericht op produktie-efficiency en -output. Oplossingen werden in eerste instantie met name gezocht in het ontslaan van personeel, waardoor het aantal medewerkers van bijna 700 in 1988 was teruggelopen tot ruim 300 in 1994 (zie ook: Overzicht 2, p.247). Signalen dat de markt niet langer op de Lijnco produkten zat te wachten werden ofwel niet opgemerkt, ofwel genegeerd. Middels prijsverlagingen trachtte men tenslotte tevergeefs om de produktie-output op een zo'n hoog mogelijk peil te houden. Hierdoor werd tenslotte het 'point of no-return' in 1994 bereikt.

3.5.4 Economische functie van ondernemerschap samengevat

Samenvattend kan worden verondersteld dat het faillissement van Lijnco een direct gevolg is van het ontbreken dan wel het gebrekkig invullen van de ondernemerschapsfuncties visie/innovatie en risico- en onzekerheidshantering, waarbij met de invulling van de functie van leidinggeven en rentmeesterschap, mede als gevolg hiervan, halsstarrig werd vastgehouden aan de status quo van de (massa)produktiefunctie die kenmerkend was geworden voor het bedrijf.

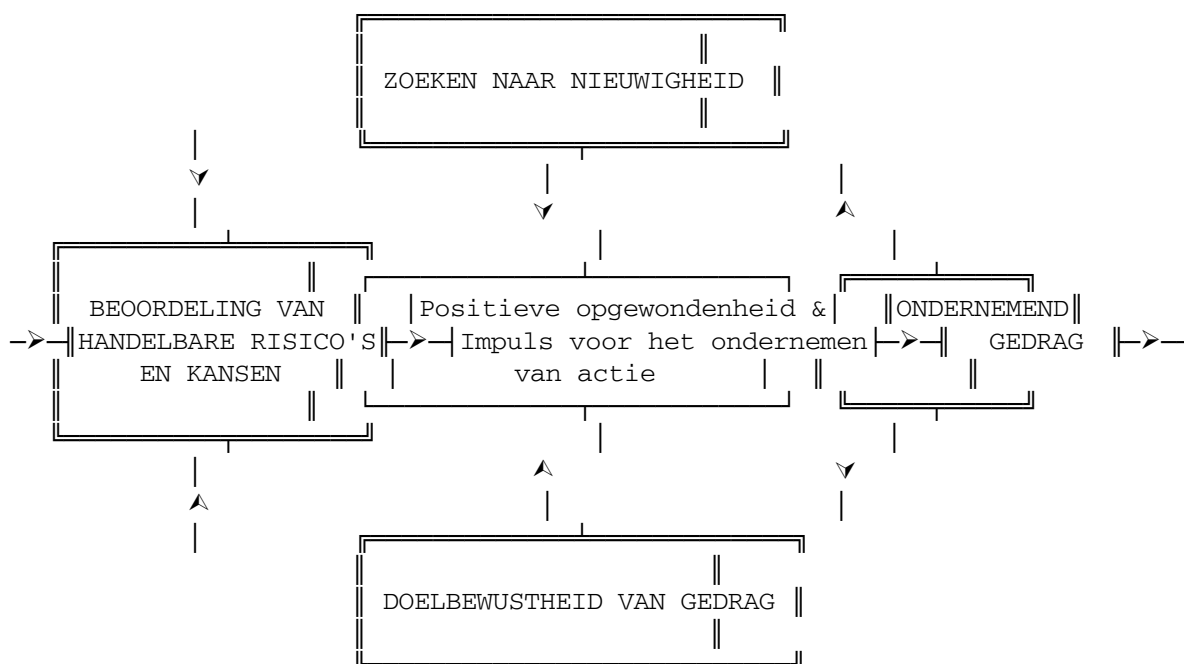
Ook wanneer de ondernemer als individu ontbreekt, zoals het de laatste jaren het geval lijkt bij Lijnco, zal bij geïnstitutionaliseerd ondernemerschap voldaan dienen te worden aan een even-wichtige invulling van al de drie economische functies zoals aangegeven in het ontwikkelde ondernemerschapsmodel. Dit model blijkt ook bij deze case-studie een belangrijk hulpmiddel voor het inzichtelijk maken van de ont-wikkeling van de bedrijfseconomische prestatie en de daaraan ten grondslag liggende processen.

3.6 Psychologische factoren

Met inachtname van eerder aangegeven beperkingen (zie: p.240, 1e alinea) zullen vervolgens de psychologische factoren van het ondernemerschapsmodel dat op p.199 is weergegeven met betrekking tot Lijnco in beschouwing worden genomen. De hoofdaspecten die leiden tot ondernemend gedrag zijn nogmaals in Figuur 19 weergegeven. Uit het voorgaande (p.258) zagen we dat er vanaf 1984 bij Lijnco geen noemenswaardige invulling was gegeven aan de samenhangende economische functie-aspecten van ondernemerschap betreffende visie en innovatie. Van ondernemerschap in de zin van 'makerism' (zie Hoofdstuk V, p.210 e.v.) lijkt derhalve sinds 1984 weinig sprake te zijn geweest. De sinds 1984 gepleegde investeringen bleken immers vrijwel hoofdzakelijk gericht op uitbreiding, vervanging en onderhoud van de bestaande productiecapaciteit.

De vernieuwingen die na 1970 en vóór 1984 waren geïnitieerd werden na het vertrek van de toenmalige directie in 1988 in de daarop volgende jaren alle beëindigd of afgestoten.

Figuur 19. Psychologische factoren die leiden tot ondernemend gedrag



Al terugredenerend lijkt het 'zoeken naar nieuwigheid' zoals in Figuur 19 aangegeven, sinds 1984 weinig of geen bijdrage te hebben geleverd aan de 'positieve opgewondenheid en impuls voor het ondernemen van actie'.

Het 'makerism'-aspect zoals bedoeld door Mitchell (Hoofdstuk V, p.210 e.v.) lijkt bij Lijnco vanaf het midden van de tachtiger jaren niet in duidelijke mate aanwezig te zijn geweest. De pogingen die in het werk zijn gesteld om de negatieve trend om te keren stonden meer in het teken van pogingen de organisatiecultuur te veranderen vanuit de gedachtengang van produkti-viteitsverbetering en kostprijs-verlaging⁵⁴, dan in het teken van pogingen om te komen tot vernieuwing en innovatie.

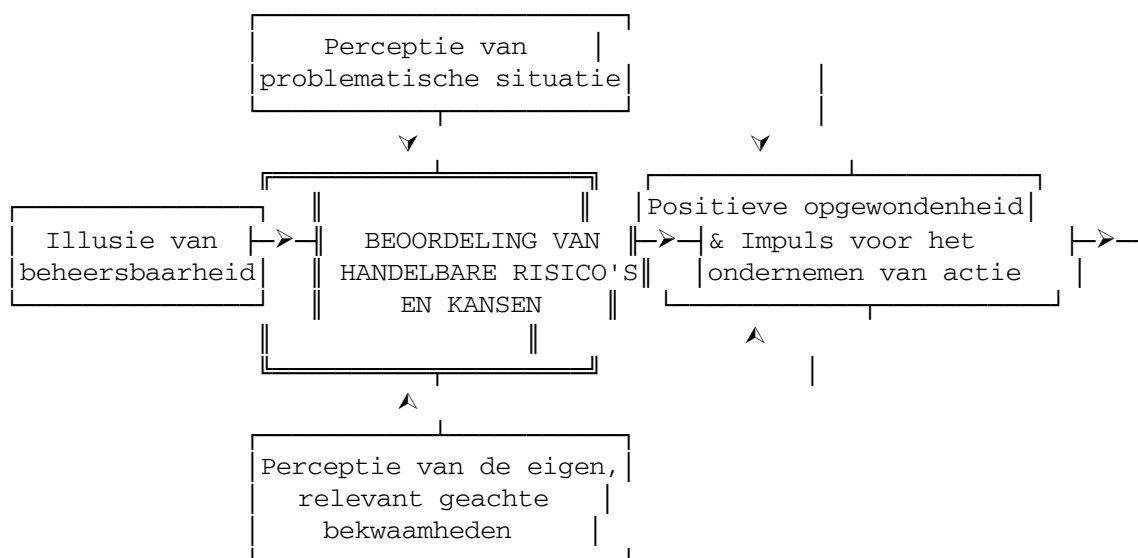
Uit onder meer het in het algemeen ontbreken van een concreet operationeel plan, concurrentie analyses en inzicht in wat Lijnco wil en kan (zie p.255), zou kunnen worden afgeleid dat het psychologische aspect 'doelbewustheid van gedrag' eveneens niet in sterke mate heeft bijgedragen aan dit aspect van 'positieve opgewondenheid en impuls voor het ondernemen van actie'.

54. Dit fenomeen lijkt kenmerken te bezitten die overeenkomen met aspecten van de door Mitchell (1982, p.4 e.v.) aangegeven 'way of life' betreffende 'changers'. Mitchell geeft met betrekking tot 'changers' bijvoorbeeld het volgende aan: "Underlying the demands of Changers is a value pattern at basic variance with that of the main culture - hence the term counterculture. It is this value -out-of-phasesness- that is the distinguishing characteristic of Changers. Some scholars have called it "cultural dissynchronization" -an accurate, if awkward, term. The point is important because it explains the Changer's insistence on overhaul of the system along lines dictated by his or her personal and societal priorities. The nature of this cultural mismatch is such that Changers come in many forms and address themselves to an astonishing array of issues."

De opeenvolgende directies vanaf 1988 lijken naarstig naar oplossingen te hebben gezocht (met name zo efficiënt mogelijk [massa]produceren) waarbij, achteraf geconcludeerd, de probleemstelling van de (toekomstige) plaats van de onderneming in de markt niet duidelijk gedefinieerd lijkt te zijn geweest. Deze aspecten dringen een vergelijking op met enkele van de door Mitchell (1982, p.5) aangegeven aspecten betreffende 'seekers'.⁵⁵

Net zoals hiervoor aangegeven betreffende het niet duidelijk aanwezig zijn van het vernieuwende aspect van 'Makerism', lijkt ook de stabiele factor die kenmerkend is voor 'Preserverism' bij Lijnco grotendeels te ontbreken in de periode vanaf 1988 tot het moment van faillissement in 1994.

Figuur 20. Beoordeling van handelbare risico's en kansen



De in Figuur 19 aangegeven impuls voor het ondernemen van actie lijkt, de voorgaande gedachtengang in aanmerking nemende, met name 'getriggerd' door de psychologische factor 'beoordeling van handelbare risico's en kansen'. Een constatering daarbij achteraf zou kunnen zijn dat de gebruikte uitgangspunten bij de beoordeling van de handelbare risico's en kansen inschattingfouten zijn gemaakt door de direct betrokkenen.

Het betreft dan volgens het in Figuur 5 op pagina 199 aangegeven ondernemerschapmodel één of meerdere van de aan deze beoordeling ten grondslag liggende aspecten. Deze zijn in Figuur 20 nogmaals weergegeven. Zowel de perceptie van de problematische situatie als de illusie van beheersbaarheid zouden vanuit deze gedachtengang door opeenvolgende directies en RvC te lichtvaardig kunnen zijn ingeschat. Gelet op de 'track-record' van de diverse directeuren en commissarissen en de bevindingen bij het case-onderzoek, lijkt er geen aanleiding aanwezig om te veronderstellen dat het aspect betreffende de perceptie van de eigen relevant geachte bekwaamheden heeft kunnen leiden tot inschattingfouten bij de beoordeling van de handelbare risico's en kansen.

55. Mitchell geeft betreffende het actie-bestanddeel ('action-part') van 'seekers' o.a. het volgende aan: "Seekers are often deeply mission-oriented. Energized by an inner source, their actions usually focus on the problems of people rather than on mechanistic or material affairs. Their activities seem less directed to answers than to processes, less to parts than to wholes, less to the rational than to what feels right. Some, at least, are 'practical dreamers' pulled on by a sense of what can be."

Samenvattend kan voorzichtig worden geconcludeerd dat het ondernemend gedrag bij Lijnco vanaf 1989 niet gekenmerkt werd door een sterk geprofileerd 'Makerism' of 'Preserverism', maar eerder door een zekere mate van 'Changerism' en 'Seekerism'. Een geringe aanwezigheid van zowel 'Makerism' als 'Preserverism' waarbij tevens sprake is van een behoorlijke hoeveelheid 'Changerism' en 'Seekerism' komt voor een groot deel overeen met één van door Mitchell aangegeven profielen van verschillende samenlevingen.

Mitchell beschrijft dit profiel op het niveau van een land als samenleving als 'Chaos'. "Nation in a state of chaos. Hallmark: Paralyzing absence (that is negative star bursts) in the cohering and building modes. This state could be reached through defeat at war, drastic economic depression, or a catastrophic loss of faith in the original system."

Verder kan samenvattend geconcludeerd worden dat het uitblijven van de door Parikh (Hoofdstuk I, pp.7-8) aangegeven noodzaak tot zelfvernieuwing er voor heeft gezorgd dat het in 1989 intredende verval van de onderneming Lijnco zich volgens het levenscyclus verwachtingspatroon (zie: Hoofdstuk I, Figuur 3, p.7) heeft doorgezet tot het uiteindelijk onafwendbare faillissement.

3.7 Conclusies

Uit het voorgaande kan geconcludeerd worden dat ook deze case-study aantoont dat het ontwikkelde model van ondernemerschap, zoals weergegeven in Hoofdstuk V (Figuur 5, p.199), behulpzaam kan zijn bij het inzichtelijk maken van de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming en de daaraan ten grondslag liggende ondernemerschapsprocessen.

4. Cross-case vergelijking en invloed participatiemaatschappijen

Contact met de van belang zijnde processen, dáár draait alles om...

Boswijk e.a.⁵⁶

4.1 Cross-case vergelijking

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk werd aangegeven, diende elke case een specifiek doel, namelijk het verkrijgen van inzicht in de ondernemerschapsprocessen die een belangrijke rol spelen bij bedrijfsgroei dan wel -verval.

De beide cases reflecteren het laatste deel van de in figuur 3 van hoofdstuk I aangegeven ont-wikkelingscurve, waarbij in de desbetreffende analyseperiode bij de eerste case inzake Apparaten-fabriek Helpman N.V. zelfs tot tweemaal toe sprake blijkt van de door Parikh aangegeven 'rebirth'-situatie, terwijl deze 'rebirth' in de case van Speciaaldrukkerij Lijnco N.V. uitblijft waardoor het zich voordoende verval uitmondt in een bedrijfsfaillissement.

Met behulp van het in hoofdstuk V ontwikkelde model van ondernemerschap, blijken in beide cases de ontwikkelingen van de belangrijkste bedrijfsprocessen inzichtelijk te kunnen worden gemaakt.

Het eerste deel van het ontwikkelde ondernemerschapsmodel lijkt met name een rol te spelen in de eerste case en wel op het moment dat bij Helpman een directeur wordt aangetrokken die zich een aanzienlijk aandelenbelang in het bedrijf weet te verwerven. Er wordt door hem een duidelijke visie uitgedragen met betrekking tot de gewenste bedrijfsontwikkeling en het door hem geïnitieerde investeringsgedrag is daarmee overeenkomstig. De problemen die zich desondanks bij Helpman voordoen lijken met name besloten te zijn in de 'span of control', of beter gezegd bij het economische functieaspect van leidinggeven en rentmeesterschap, met name omdat een 'tweede directeur' bij Helpman die voornamelijk zou moeten zorgen voor deze operationele processen niet aanwezig is.

Bij het bedrijf Lijnco blijkt echter dat juist aan het visionaire aspect van de economische ondernemerschapsfunctie nauwelijks invulling wordt gegeven. Daarentegen blijkt er bij Lijnco bij verschillende elkaar opvolgende directies in (te) sterke mate sprake van invulling van het rentmeesterschap dat wordt gekenmerkt door het vast willen houden aan de (massa) productie-functie van het bedrijf, terwijl de markt vraag sterk vermindert. Een 'tweede directeur' die specifiek het economische functieaspect visie/innovatie inhoud had moeten geven, blijkt niet aanwezig. Het feit dat volgens een aantal direct betrokkenen er zich problemen voordeden betreffende organisatie en operationele leiding, lijkt daarbij een afgeleide ontwikkeling die verband houdt met het ontbreken van een duidelijke visie en daaraan gekoppeld innovatiebeleid. In beide cases kan op basis van het ontwikkelde ondernemerschaps-model worden geconcludeerd dat de economische functies van ondernemerschap in de analyseperiode niet volledig zijn ingevuld. Dit lijkt een rechtstreeks gevolg van het feit dat er sprake is van eenhoofdige directies die welhaast per definitie bij grotere ondernemingen niet in staat zijn om, los van persoonlijke capaciteiten, aan alle aspecten van de economische functie van ondernemerschap voldoende aandacht te geven.

Voor beide cases geldt verder dat er zich bij het derde economische functieaspect terzake van de hantering van risico's en onzekerheid duidelijke trendbreuken hebben voorgedaan als gevolg van de wijze waarop in beide gevallen een 'investor's buy-out' tot stand is gekomen.

56. Boswijk, Van der Heide en Malotaux, 1995, p.319

Het weerstandsvermogen van beide ondernemingen is als gevolg van deze wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur zowel kwalitatief als in relatieve grootte achteruit gegaan. De bij de ondernemingen betrokken participatiemaatschappijen hebben bij dit aspect van de economische functie een belangrijke rol gespeeld.

4.2 Stuurmaatregelen participatiemaatschappijen

Gedurende de analyse-periodes is er in beide cases sprake van betrokkenheid van Nederlands oudste participatiemaatschappij, de NPM. De invloed van de NPM lijkt beperkt tot enerzijds de indirecte invloed die wordt uitgeoefend door de persoon die als beroepscommissaris

('plaatsvervangend directeur') namens de NPM zitting heeft in de desbetreffende RvC, terwijl daarnaast de (formele) invloed van de NPM beperkt is tot het (minderheids-)aandeelhouderschap dat zij bij de twee ondernemingen tijdens de analyse-periode vervult. Bij de buy-out situaties speelt de NPM een additionele dubbele rol. Enerzijds zorgt zij ervoor dat het aandelenpakket van zowel de verkopende familie-aandeelhouders als dat van zichzelf een zo hoog mogelijke prijs oplevert, anderzijds draagt de NPM bij aan de financiering van deze uitkopen. Het overige deel van de voor de (leveraged) buy-out's benodigde financiering is daarbij afkomstig uit de balans van de onderneming en van door de NPM aangezochte nieuw toetredende aandeelhouders. In het geval van Helpman verkrijgt de NPM samen met het nieuw toetredende Atlas Ventures niet alleen een meerderheidsbelang in de AvA, maar vult samen met Atlas Ventures ook twee van de drie man tellende RvC in. Wanneer de acquisitie-drift van de directeur-aandeelhouder de financiële en operationele spankrachten van de onderneming te boven lijken te gaan, blijken directie en participatiemaatschappijen van elkaar afscheid te gaan nemen. Alhoewel de wijze waarop de ontvlechting tot stand komt begin 1997 nog niet definitief duidelijk is, zijn er signalen die erop duiden dat NPM en Atlas Ventures aan zullen sturen op voortzetting van de oorspronkelijke onderneming onder een nieuwe directie, terwijl verwacht wordt dat de oude directie met een aantal van de laatst aangekochte ondernemingen die niet direct een synergetisch geheel vormen met de kernbedrijven haar geluk buiten Helpman zal gaan zoeken.

De NPM vervult klaarblijkelijk ook bij deze ontwikkelingen een sleutelrol bij de continuïteit van Helpman, ondanks het feit dat de NPM zich niet of nauwelijks op directe wijze met de dagelijkse gang van zaken van Helpman lijkt te bemoeien. Atlas Ventures heeft wel een meer directe betrokkenheid bij het bestuur van de onderneming middels zitting van één van haar statutaire directeuren in de RvC van Helpman. De belangrijkste besluiten waarbij zowel NPM als Atlas Ventures als aandeelhouder dan wel via de RvC een rol lijken te hebben gespeeld naast het aantrekken/afvloeien van de directie, betreffen majeure (acquisitie-) investeringen en (massa-) ontslag van personeel.

De beide participatiemaatschappijen zijn echter niet zelf bij machte om de problemen die zich voordoen met betrekking tot de 'span of control' inhoudelijk het hoofd te bieden.

In het geval van Lijnco was als gevolg van het toegepaste structuurregime de betrokkenheid van de desbetreffende participatiemaatschappijen blijkbaar veel geringer dan bij Helpman. Belangrijke besluitvorming in de onderneming met betrekking tot (des-)investeringen en massa-ontslagen van personeel, het aantrekken/afvloeien van directieleden, vindt in zeer belangrijke mate door de RvC plaats. Alhoewel de RvC van Lijnco zich duidelijk met de operationele kant van het bedrijf bemoeide - getuige bijvoorbeeld het directeurschap van de persoon die daarvoor als commissaris in dienst was van Lijnco en die tussentijds operationeel orde op zaken probeerde te stellen -, blijkt de RvC echter niet in staat om samen met de opeenvolgende directies tot een duidelijke invulling te komen van het visionaire/innovatieve functieaspect van ondernemerschap.

De financiële risico's en onzekerheid zijn in die situatie ook niet meer hanteerbaar voor de betrokken participatiemaatschappijen die weinig zicht hebben en weinig grip kunnen uitoefenen op de ontwikkelingen die tot verval en faillissement van de onderneming leiden.

5. Belangrijkste conclusies Hoofdstuk VI

Smeltveiligheden hebben tot doel de leiding tegen overmatige stroom te beveiligen; daartoe moet de doorsnede van de smeltdraad veel kleiner zijn dan die van de leiding.

B.J. Oosterwijk⁵⁷

Met behulp van het in Hoofdstuk V ontwikkelde model van ondernemerschap, blijken in beide cases de ontwikkelingen van de belangrijkste bedrijfsprocessen inzichtelijk te kunnen worden gemaakt. Geconcludeerd kan worden dat het in Hoofdstuk V ontwikkelde ondernemerschapsmodel in de praktijk gebruikt kan worden voor (benchmark-)analyse van bedrijfsprocessen.

Daarnaast wordt geconstateerd dat voor een succesvolle vooruitgang van beide ondernemingen een zekere evenwichtige invulling van de samenhangende functieaspecten visie/innovatie en leidinggeven/rent-meesterschap als randvoorwaarde geldt. Bij zowel Helpman als bij Lijnco blijkt dat - ongeacht individuele bekwaamheden en achtergronden - deze twee functies niet bij een eenhoofdige directie op een evenwichtige wijze kunnen worden ondergebracht.

Ook kan daarvan worden afgeleid, dat als randvoorwaarde voor een succesvolle vooruitgang bij dergelijke grotere ondernemingen geldt, dat een (minimaal) tweehoofdige directie in functie is. Gesproken kan in dat geval worden van een 'geïstitutionaliseerd' ondernemerschap, waarbij de individualistische ondernemerschapsfunctie zoals die voor een relatief kleine onderneming geldt, wordt overgenomen door een 'bestuurs-instituut'.

Overeenkomstig de in het vorige hoofdstuk besproken theorie van Mitchell dient binnen dit 'bestuurs-instituut' een juiste mix aanwezig te zijn van 'Preserverism' voor de stabiliteit van de onderneming en 'Makerism' voor de ontwikkeling ervan. Invulling kan daar bijvoorbeeld aan worden gegeven middels een algemeen directeur die zich als 'Maker' met name met de visionaire en innovatieve aspecten van de onderneming bezig houdt, en een tweede (operationeel) directeur die zich als 'Preserver' met name toelegt op de dagelijkse leiding (management) van de (operationele) organisatie.

Tenslotte kan samenvattend worden geconcludeerd dat bij de wat grotere ondernemingen zoals Helpman en Lijnco de stuurmogelijkheden van participatiemaatschappijen naast (financiële) bijdragen aan de ondernemerschapsfunctie betreffende hanteerbare risico's en onzekerheid, in belangrijke mate beperkt lijken tot de machtsposities die in een onderneming via AvA en via RvC kunnen worden uitgeoefend.

De volgens de in Hoofdstuk IV weergegeven enquête-uitkomsten belangrijk geachte informele wijze waarop volgens participatiemaatschappijen invloed wordt uitgeoefend op de ontwikkeling van hun participaties, komt bij beide case-studies niet op expliciete wijze tot uitdrukking. Het lijkt waarschijnlijk dat juist deze informele wijze van beïnvloeding met name toepasbaar is bij kleinere ondernemingen waarbij (nog geen) sprake is van een 'bestuursinstituut' maar van individualistisch ondernemerschap dat door een enkele directeur-grotaandeelhouder wordt uitgeoefend.

57. 1950, p.158.

1. Onderzoeksbeperingen

...information often does not flow freely and easily to the right places.

Bradford & Cohen¹

Als onderzoeksbegrenzing werd in § 2.4 van Hoofdstuk I de volgende beperkingen aangegeven:

- i. Alhoewel het onderzoek vanwege de onderliggende praktijkvraag en het multidisciplinaire karakter, als bedrijfskundig onderzoek kan worden aangemerkt, vindt de uitwerking met name plaats vanuit (bedrijfs)economisch perspectief.
- ii. Het onderzoek naar het ondernemerschapbegrip wordt begrensd door een economische en een psychologische invalshoek.
- iii. Het onderzoek betreffende de bedrijfseconomische prestatie van een onderneming wordt beperkt tot een financiële invalshoek van waaruit de vraagstelling wordt behandeld.
- iv. Het empirisch deel van het onderzoek is beperkt tot exploratief onderzoek en enkele case-studies.

Een andere beperking die in § 2.2 van Hoofdstuk I werd aangegeven betreft de geldigheid van de drie onderzoeksvragen die werden afgeleid van de probleemstelling. Gesteld werd dienaangaande dat deze drie onderzoeksvragen nadrukkelijk gelden binnen de begrenzing van de probleemstelling en geen vraagstelling in brede zin betreffen.

Enkele observaties betreffende beperkingen die tijdens het onderzoek een belangrijke rol speelden worden hieronder weergegeven. Het betreft hier:

- 1. toepassing van het ontwikkelde kasstroom analyse systeem (Hoofdstuk II);
- 2. het enquête-onderzoek naar stuurmechanismen van venture capital (Hoofdstuk IV);
- 3. het case onderzoek (Hoofdstuk VI).

Ad 1: Toepassing Kasstroom Analyse Systeem (KAS)

Bij een praktisch toepassingsgebruik van het in Hoofdstuk II ontwikkelde Kasstroom Analyse Systeem bleek dat het niet eenvoudig is om de voor de input van KAS benodigde gegevens in kasstroom termen te onttrekken aan de balansen en resultatenrekeningen van de onderzochte ondernemingen. In een aantal gevallen moest herberekening van met name balans gerelateerde posten plaatsvinden om tot een juiste kasstroom samenhang te komen.

1. 1984, p.14.

Het is echter bemoedigend te noemen dat, terwijl binnen het kader van dit onderzoek middels de afstudeerscriptie 'Bedrijfseconomische beheersbaarheid' van Weerkamp in 1991 de basis van KAS werd gelegd, de Raad voor de Jaarverslaggeving in februari 1996 in aflevering 16 van de 'Richtlijnen voor de jaarverslaggeving' een nieuwe richtlijn heeft opgenomen inzake het kasstroom-overzicht. Deze richtlijn lijkt de keuze van de ontwikkeling van KAS een breder draagvlak te geven. De sectie Bedrijfseconomie en Verslaggeving van het Directoraat Vaktechniek van Moret Ernst & Young Accountants² geeft met betrekking tot de hiervoor genoemde nieuwe richtlijn het volgende aan: "Vooral de richtlijn inzake het kasstroomoverzicht heeft voor de praktijk belangrijke gevolgen. Tot voor kort werd door ondernemingen veelal een 'Staat van herkomst en besteding van middelen' (SHBM) gepubliceerd. In navolging van internationale opvattingen zijn diverse ondernemingen reeds overgegaan tot het publiceren van een kasstroom-overzicht, waarbij sterker wordt aangesloten bij de daadwerkelijke kasstromen, ingedeeld in diverse activiteiten-sferen (operationele activiteiten, investeringsactiviteiten, financierings-activiteiten). De raad (voor de jaarverslaggeving) stelt een kasstroomoverzicht verplicht voor grote rechtspersonen. Voor middel-grote rechtspersonen wordt dit overzicht aanbevolen. Het kasstroomoverzicht komt volledig in de plaats van een SHBM. Voor vele ondernemingen zal dit een belangrijke aanpassing in de verslaggeving betekenen", aldus Moret Ernst & Young.

Gebruik van KAS blijkt in eerste instantie toepasbaar voor 'benchmark' prestatiemeting op basis van een reeks opeenvolgende jaarrekeningen. Er bestaat echter geen enkel theoretisch probleem om naast dit vrij hoge abstractieniveau, KAS ook als tussentijds meetinstrument te gebruiken, mits tussentijds periodieke gegevens op kasstroombasis beschikbaar zijn.

Gelet op het verklarende karakter van KAS kan detailanalyse van de ondernemingsprestatie zonder enig probleem plaatsvinden. Dit maakt in combinatie met de mogelijkheid om KAS te gebruiken als voorspellend model in de zin van het kunnen evalueren van correctieve acties, het gebruik van KAS tot een waardevol instrument voor het bewaken en sturen van de bedrijfs-economische processen die zich in een onderneming afspelen.

Aan het kunnen toepassen van KAS op deze wijze zal echter als randvoorwaarde gelden dat doelstellingen, aansturing en meting van bedrijfsprocessen in kasstroom termen dienen te zijn gedefinieerd.

De verwachting is dat een dergelijke algemene omschakeling in het 'denk- en doe-proces' bij veel ondernemingen niet op relatief korte termijn zal gaan plaatsvinden. Het actuele en enigszins modieuze denken in aandeelhouderswaarde-creatie zal dit proces ten goed komen.

Bij het voorgaande moet bedacht worden, dat de ontwikkeling van KAS geen doel op zich betrof, maar veeleer werd ontwikkeld ten behoeve van het psychologisch-economische model van ondernemerschap.

Ad 2:Enquête-onderzoek stuurmechanismen venture capital

Het enquête-onderzoek dat in Hoofdstuk IV wordt besproken, dient als exploratief onderzoek te worden gezien, met als doel inzicht te krijgen in de praktijk van participatiemaatschappijen betreffende de toepassing van invloedsmechanismen. Het enquête-onderzoek is daarbij beperkt gebleven tot een relatief groot aantal Nederlandse participatiemaatschappijen die op het moment van de enquête lid waren van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP).

Ondanks het feit dat de geënquêteerde NVP-leden op basis van beschikbare globale gegevens, in de periode waarin de enquête plaatsvond, gezamenlijk meer dan 75% van het door Nederlandse participatiemaatschappijen geïnvesteerde venture capital bleken te vertegenwoordigen, wordt met het exploratieve enquête-onderzoek niet gepretendeerd dat de volledige praktijksituatie in kaart is gebracht.

2. In: Memoret, 15e jaargang nr. 5, mei 1996.

Ad 3:Case onderzoek

Met betrekking tot het case-onderzoek in Hoofdstuk VI geldt de beperking dat dit onderzoek vrijwel geheel is gebaseerd op gedocumenteerde gegevens, waarvan met name jaarrekeningen en directieverslagen een belangrijk onderdeel vormen.

Gelet echter op de vraagstelling bij dit exploratieve case-onderzoek of het ontwikkelde model van ondernemerschap in praktijksituaties behulpzaam kan zijn bij het analyseren en inzichtelijk maken van de bedrijfseconomische prestatie van ondernemingen en de daaraan ten grondslag liggende processen, werd het niet noodzakelijk geacht om middels diepte-interviews met direct betrokkenen verdere onderbouwing te zoeken voor het verloop van de onderzochte processen.

Desondanks is de algemene ervaring van enkele direct betrokkenen meegenomen in de case-beschouwingen. Waar van toepassing zijn deze ervaringen/meningen in de case rapportages expliciet vermeld.

De case-studies betreffen in verband met beschikbaarheid van relevante bedrijfsgegevens beide middelgrote ondernemingen waarbij sprake is van 'geïnstitutioniseerd ondernemerschap'.

Er heeft geen specifiek case-onderzoek plaatsgevonden naar de toepasbaarheid van het ontwikkelde ondernemerschapsmodel in zijn geheel bij kleinere ondernemingen, hetgeen als onderzoeksbeperking kan worden aangemerkt.

2. Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

We are not aware of the meaning of failures in an uncertain world. Perhaps there is a 'social value' pertaining to unsuccessful entrepreneurship; a 'sorting period' could render valuable information.

M. van Praag³

In het verlengde van het ontwikkelde ondernemerschaps model, kan een vijftal onderzoeks-uitdagingen worden geformuleerd. Het betreft de volgende uitdagingen:

- i) het leer- en bewustwordingsproces dat aan de basis ligt van (individueel) ondernemerschap;
- ii) onderzoek naar de manier waarop wijzigingen in de door Mitchell (1982) aangegeven karakteristieke leefwijzen tot stand komen;
- iii) het ontwikkelen van een geïntegreerd model van stuurmechanismen bij de uitoefening van de ondernemerschapsfunctie en juridische praktijk;
- iv) onderzoek naar de mogelijkheden om naast de financieel-economische functie de overige in een onderneming te onderscheiden management-functies te integreren in het bij dit onderzoek ontwikkelde ondernemerschapsmodel.
- v) de applicatie van het ontwikkelde psychologisch-economische model van ondernemerschap middels verankering van bestaande onderzoeksresultaten en als basis voor toekomstig onderzoek.

Ad i: Leer- en bewustwordingsproces

Zoals hiervoor in Hoofdstuk III aangegeven, zijn er geen redenen om aan te nemen dat de desbetreffende psychologische aspecten aangeboren gedrag betreffen. Een vraag die zich derhalve voor-doeft betreft het leer- en of bewustwordings-proces dat aan de basis ligt van de psychologische dimensies van (individueel) ondernemerschap.

Wärneryd (1988, p.443) suggereert dat een oplossingsrichting betreffende deze onderzoeksvraag wellicht in een combinatie van 'risk perception' theorie en 'attribution' theorie gevonden kan worden. Alhoewel deze onderzoeksuitdaging hier duidelijk lijkt, moet gerealiseerd worden dat een antwoord op deze onderzoeksvraag naar onze inschatting veel verder lijkt te gaan dan het fenomeen van ondernemerschap en dat de onderzoeksvraag in wezen psychologische theorie-vorming betreft.

Een algemene vraag die daarbij opgeroepen wordt, betreft de vraag of het (wetenschappelijk) juist is om middels ondernemerschapsonderzoek waarbij de onderzoekers een specifiek doel voor ogen staat, tot (algemene) psychologische theorievorming te komen.

Het lijkt voornamelijk in onze beleving wetenschappelijk gezien dan ook 'zuiverder' om vanuit bestaande psychologische theorieën aan te geven op welke wijze leer- en bewustwordings-processen bij ondernemerschap een rol (zouden) kunnen spelen en dit vervolgens, althans voor zover mogelijk, te toetsen aan de empirie.

Ad ii: Veranderingen van karakteristieke leefwijzen

Een tweede mogelijkheid voor vervolgonderzoek inzake het individueel ondernemerschaps-proces betreft onderzoek naar de manier waarop wijzigingen in de door Mitchell (1982) aangegeven karakteristieke leefwijzen tot stand komen.

3. 1996, p.122.

Daarbij lijkt het met name interessant om zowel de mechanismen te begrijpen die voor instand-houding van het voor individueel ondernemerschap belangrijke 'Makerism' zorgen, als de mechanismen te begrijpen waardoor bij de door Mitchell aangegeven andere karakteristieke leef-wijzen (kunnen) veranderen in 'Makerism'.

De aanbeveling voor het uitvoeren van een dergelijk onderzoek betreft een opzet waarbij gebruik wordt gemaakt van een relatief groot aantal (multidisciplinaire) case-studies.

Een dergelijke onderzoeksopzet lijkt op voorhand uitzichtsmogelijkheden te bieden op een beantwoording van deze complexe onderzoeksvraag.

Ad iii: Integratie ondernemerschap en juridische praktijk

Het derde terrein waarop vervolgonderzoek zou kunnen plaatsvinden, betreft het terrein van de in Hoofdstuk V aangegeven theoretische stuurmogelijkheden bij de uitoefening van de ondernemerschapsfunctie met inbegrip van de 4 R's van During (1992). Het onderzoeksdoel zou daarbij bijvoorbeeld de ontwikkeling kunnen betreffen van een geïntegreerd model van stuurmechanismen en juridische praktijk. Een dergelijk model zou wellicht een bijdrage kunnen leveren aan de 'Corporate Governance' discussie.

Ad iv: Integratie van management functies

Bij het onderwerp van prestatiemeting doet zich de vraag voor of, en zo ja op welke wijze naast de financieel-economische functie de overige in een onderneming te onderscheiden management-functies op expliciete wijze geïntegreerd zouden kunnen worden in het ontwikkelde ondernemerschapsmodel. Het betreft hier de commerciële functie, de productie functie en de sociale (personele) functie. (Zie: Bilderbeek, 1980, p.13).

Het definiëren van deze functieprestaties in kasstroomtermen, hetgeen overigens op voorhand niet eenvoudig realiseerbaar lijkt, zou daarbij als randvoorwaarde moeten gelden. Om hieraan te voldoen, zal de door betrokkenen gebruikte informatie, die is gebaseerd op waarden en prestaties die op verschillende wijzen gedefinieerd zijn en gemeten worden, naar kasstroomtermen geconverteerd moeten worden zonder dat er daarbij voor de betrokkenen enig noemenswaardig verlies aan informatie optreedt.

De 'beloning' voor een dergelijke succesvolle doorontwikkeling van KAS (zie ook: Weerkamp, 1991), bestaat uit een sluitend systeem waarmee desgewenst alle 'gezondheidsaspecten' van de onderneming in volledige onderlinge samenhang inzichtelijk kunnen worden gemaakt aan alle bij de onderneming betrokken personen en instanties. Daarbij zou vervolgens gedacht kunnen worden aan de ontwikkeling van een geïntegreerd administratief systeem dat niet alleen alle functieprestaties in een onderneming inzichtelijk kan maken, maar tevens in staat is om desgewenst op elk willekeurig moment de resultatenrekening, balans en kasstroomoverzicht - dit laatste op verschillende abstractieniveaus - weer te geven.

Ad v: Applicatie van het psychologisch-economisch model van ondernemerschap bij wetenschappelijk onderzoek

Uitgaande van een verankering van bestaande onderzoeksresultaten op het gebied van ondernemerschap middels het ontwikkelde model, is de verwachting dat een samenhangend beeld van de betekenis van deze resultaten zal ontstaan. Daarnaast kan het ontwikkelde model worden gebruikt als vertrekpunt voor toekomstig onderzoek.

De verwachting daarbij is dat dit samenhangende model van ondernemerschap de basis zal kunnen vormen voor een algemene theorie betreffende ondernemerschap.

1.Referenties Hoofdstuk I

Babson College, *Index 1981-1996: Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, August 26 1997.

Birch D L en McCracken S, *The Small Business Share of Job Creation*, Lessons learned from the Use of Longitudinal File, Small Business Administration, Washington D.C., 1982.

Brouwer M, *Schumpetrian puzzles: technological competition and economic evolutions*, Harvester Wheatsheaf, Hemel Hempstead, 1991.

Cadbury-report, *Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, december 1992.

Centraal Bureau voor de Statistiek, *Statistisch Jaarboek 96*, SDU/Uitgeverij, CBS-publikaties, 's-Gravenhage, 1996.

Centraal Bureau voor de Statistiek, *Statistisch Jaarboek 97*, Centraal Bureau voor de Statistiek, Voorburg/Heerlen, 1997.

Commissie Corporate Governance, *Corporate Governance in Nederland: een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie*, Amsterdam, 28 oktober 1996.

COSO-report, *Internal Control - Integrated Framework*, Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission, Washington, september 1992.

Davis T J, Stetson C P, Creating successful Venture-Backed companies, in: *Pratt's Guide to Venture Capital Sources, Eleventh Edition*, Venture Economics, Inc., Wellesley Hills, 1987, pp. 123-130.

Deloitte & Touche, Corporate governance en het toezicht door de commissaris: Hoe houdt de Raad van Commissarissen greep op het besturen van de onderneming?, Rotterdam, november 1995.

Dinther M van, *Verstrikt in een web*, Erasmus Universiteit, Rotterdam, 1993.

Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, *Kleinschalig ondernemen 1994*, Deel 1: Het MKB in de jaren 1993-1995, Zoetermeer, mei 1994.

Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, *Kleinschalig ondernemen 1996*, Zoetermeer, juni 1996.

Ellul J, *The technological society*, J Wilkinson (transl.), Alfred A. Knopf Inc., New York, 1964.

Galbraith J K, *Economie in perspectief*, Economische geschiedenis als spiegel van de toekomst, Uitgeverij Anthos/In den Toren, Baarn, 1989.

Bibliografie

Goethe, Hermann und Dorothea, 5. Gesang, *Goethe's Werke*, Erste illustrierte Ausgabe, Fünfte verbesserte Auflage, Dritter Band, G. Grote'sche Verlagsbuchhandlung, Berlin, 1874.

Gorman M, Sahlman W A, What do Venture Capitalists Do?, in: *Frontiers of entrepreneurship research 1986*, Babson College, Wellesley, 1986.

Groot A D de, *Academie en Forum*, Boom, Meppel, 1982.

Jong H.W. De, Rapport Commissie Peters: de verzwegen dimensie, *Bank- en Effectenbedrijf*, december 1996.

Jouvenal B De, *The Art of Conjecture*, Basic Books, New York, 1967.

Katona G, *Psychological Economics*, 2nd printing, Scientific Publishing Co., Elsevier, New York, 1976.

Koolschijn G, *Plato, Schrijver*; Teksten gekozen en vertaald door Gerard Koolschijn, 7e druk, Ooievaar Pockethouse, Amsterdam, 1995 (Oorspronkelijk: Uitgeverij Bert Bakker, Amsterdam, 1991).

Kooijman W G, Overheidsbeleid inzake de markt voor risicokapitaal, *Risicokapitaal in Nederland*, Prof. dr. H.G. Eijgenhuijsen (red.), Delwel Uitgeverij B.V., 's-Gravenhage, 1996.

Kuhn T, *De structuur van Wetenschappelijke Revoluties*, Boom, Meppel, 1979.

KPMG Klynveld Management Consultants, *De commissaris en de zelfstandige ondernemer: een verkenning naar de wenselijkheid, de positie en de waarde van het commissariaat in het MKB*, Eindrapport, juli 1991.

Landheer G, Nieuwkoop L van, Het verkrijgen van venture vapital: een gedegen voorbereiding is essentieel, *NVP-Jaarboek 1995*, Delwel, Den Haag, 1995.

Leeuw A C J de, *Organisaties: management analyse ontwerp en verandering*, Van Gorcum, Assen, 1990.

Leeuw A C J de, *Een boekje over bedrijfskundige methodologie: Management van onderzoek*, Van Gorcum, Assen, 1990.

MacMillian I, Kulow D M, Khoylian R, Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance, in: *Frontiers of entrepreneurship research 1988*, Babson College, Wellesley, 1988.

Marshall A, *Principles of economics*, 8e druk, deel 1, Macmillan, Londen, 1920.

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen NVP, *NVP Evaluatie: Garantierегeling PPM, Instrument voor de jaren '90*, Den Haag, 19 december 1989.

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen NVP, *Rentabiliteit en venture capital*; Beeld van de Nederlandse venture capital-industrie in de periode 1986 t/m 1992, Den Haag, 1993.

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen NVP, *Tienjaar rendementsgegevens van de Nederlandse venture capital-bedrijfstak*; Rapport NVP-onderzoek over de periode 1986/1995, NVP, Den Haag, oktober 1996.

NIB, *Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld*, Brochure uitgebracht ter gelegenheid van de publicatie van het jaarverslag 1986 van De Nationale Investeringsbank nv, J.C.F. Bletz (red.), 's-Gravenhage, 17 maart 1987.

NVP-Jaarboeken 1990 t/m 1997, Delwel Uitgeverij B.V., 's-Gravenhage.

Parikh J, *Managing Your Self: Management by detached involvement*, Blackwell Publishers, Oxford, 1994.

Praag M van, *Determinants of successful entrepreneurship*, Thesis Publishers, Amsterdam 1996. Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf en Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, *Het Midden- en Kleinbedrijf in de nationale economie*, 's-Gravenhage, 1991.

Raaij W F van, Economic phenomena from a psychological perspective: economic psychology, *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, A.J. and H.W. MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), 1986.

Roodenburg M E, *Investeren in ondernemen: het ontstaan, de ontwikkeling en structurering van een venture-capital industrie in Nederland*, Proefschrift ter verkrijging van de graad van doctor aan de Erasmus Universiteit, Rotterdam, 18 oktober 1990.

Sapienza H J, Timmons J A, Launching and building entrepreneurial companies: Do the venture capitalists add value?, in: *Frontiers of entrepreneurship research 1989*, Babson College, Wellesley, 1989.

Stevenson H H en Sahlman W A, Importance of Entrepreneurship in Economic Development, in: *Entrepreneurship, Intrapreneurship and Venture Capital: The Foundation of Economic Renaissance*, R. D. Hirsch (editor), Lexington Books, D.C. Heath and Company, Lexington, 1986.

Swoboda-Mobasser M, *Venture Capital in Europe; Venture Capital in the Netherlands*, Geneva, april 1987.

Timmons J A, Bygrave W D, Venture Capital's Role in financing innovation for economic growth, in: *Journal of Business Venturing Spring 1986*, Elsevier Science Publishing Co, New York, 1986.

Timmons J A, Venture Capital: More than money?, in: *Pratt's Guide to Venture Capital Sources, Eleventh Edition*, Venture Economics, Inc., Wellesley Hills, 1987, pp.47-54.

The State of Small Business: A Report of the President, Government Printing Office, Washington D.C., 1985.

Wärneryd K-E, Economic Psychology as a field of study, *Handbook of Economic Psychology*, W.F. van Raaij, G.M. van Veldhoven, K-E Wärneryd (editors), Kluwer, Dordrecht, 1988.

Bibliografie

Wit G de, *Determinants of self-employment*, proefschrift Universiteit van Amsterdam, 13 september 1991.

Yin R K, *Case study research, Design and Methods*, 2nd edition, Sage Publications Inc., Newbury Park, 1994.

2.Referenties Hoofdstuk II

Aaker D A, *Strategic Market Management*, 4th edition, John Wiley & Sons, New York, 1995.

Anthony R N, *Planning and Control systems: a framework for analysis*, Harvard University, Boston, 1986.

Aristotle's Politics and Poetics, Translated by B. Jowett & T. Twining, Fifteenth printing, The Viking Press, New York, 1976.

Bilderbeek J, e.a., *Management; een bedrijfskundige benadering*, H.E. Stenfert kroese B.V., Leiden/Antwerpen, 1982.

Bilderbeek J, *Financiering in het kubistische stelsel*, rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van gewoon hoogleraar in de financiering aan de Technische Hogeschool Enschede, 1980.

Bilderbeek J, *Financiering en financiële analyse*, intern verslag, Universiteit Twente, Enschede, 1986.

Bilderbeek J, Roozenburg P, Vijge G W A, Enkele financiële overwegingen bij de strategische beleidsvorming, *Ondernemingsstrategie: Theorie en Praktijk*, J. Bilderbeek, J.M.L. Janssen, G.W.A. Vijge (redactie), H.E. Stenfert Kroese BV, Leiden, 6 juni 1986.

Bouma J L, *Leerboek der bedrijfseconomie, deel 2*, De theorie van de financiering van ondernemingen, tweede geheel herziene druk, Delwel, Wassenaar, 1991.

Brech E F L, *Managing for revival: a plan of action towards effective management through marketing*, Management Publications Limited/British Institute of Management, London, 1972.

Bruggink A, *Performance control in banking: Theory and Application*, proefschrift Universiteit Twente, Enschede, 1989.

Copeland T, Koller T, Murrin J, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 1991.

Croon F A, Hulpmiddel bij strategische heroriëntatie en beleidskeuze: PIMS, *Elan*, R. Gaastra en F. van Overbeekes (red.), mei 1991.

Dalen J Van, *Intern verslag Systeemleer en Statistiek*, Faculteit Bedrijfskunde, Universiteit Twente, Enschede, januari 1989.

Dijksma J, *Staat van herkomst en besteding van middelen*, Wolters Noordhoff, Groningen, 1987

Dijksma J, Een nieuwe Staat van Herkomst en Besteding van Middelen in opmars, *Vergelijkbaarheid van jaarrekeningen in nationaal en internationaal perspectief*, H. Beckman (red), Kluwer bedrijfs-wetenschappen, Deventer, 1990.

Dorsman A B, Hilst J Van der, *Vlottend financieel management*, analyse en planning, Kluwer, Deventer, 1990.

Drunen M C H Van, Profit Impact of Market Strategy (PIMS): een operationalisering van het winstconcept in de marketingfilosofie, *Ondernemingsstrategie*, (Red.: J. Bilderbeek, J.M.L. Jansen, G.W.A. Vijge), H.E. Stenfert Kroese, Leiden, 6 juni 1986.

Elan, R. Gaastra en F. van Overbeekes (red.), mei 1991.

Erpecum S M, Meer-Kooistra J Van der, Management control en een praktijkgeval, *Structureren van het ongestructureerde: Bedrijfskunde in praktijk*, Boersma S.K.Th., O.A.M. Fisscher, (red.), Ofir Bedrijfskundige uitgaven, Groningen, 1987.

Financieel Actueel, oktober 1995.

Gerwin R, *Die Welt-Energie perspektive; Analyse bis zum Jahr 2030 nach dem IIASA* Forschungsbericht vorgelegt von der Max-Planck-Gesellschaft, Deutsche Verlags-Anstalt, Stuttgart, 1980.

Guéhenno Jean-Marie, *Het einde van de democratie*, Uitgeverij Lannoo NV, Tielt, 1994.

Henzen T, Directiewijziging bij MMF: De ontmanteling van een industriële reus, *Meppeler Courant*, 16 maart 1994.

Harvard Business Review, juli 1995.

Hoogkamer J J, The S M G G, Krill J A H, Ruijter P A de, Tordoir P P, Krolis H P, Salet C W, Verhoef L, e.a., *De vitaliteit van het Nederlandse bedrijfsleven*, Editie 1990: Vergelijking van de Economische ontwikkelingen in bedrijfsklassen en stedelijke knooppunten in 1989, NMB Postbank Groep, Maart 1990.

Hoogstraten H J, Strategische posities en strategische positionering, *Ondernemingsstrategie: Theorie en Praktijk*; Bundel opstellen aangeboden aan prof.dr. K.Kreiken ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar aan de Afdeling der Bedrijfskunde van de Technische Hogeschool Twente, Bilderbeek J, J M L Jansen, G W A Vijge, (red.), Stenfert Kroese, Leiden, 1986.

Horngren Ch T, Foster G, *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, 9th edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1997.

Jacobson R, Aaker D A, Is Market Share all that it's cracked up to be?, *Journal of Marketing* 49, Fall 1985, pp.11-22.

Kaplan R S, *Advanced Management Accounting*, 2nd edition, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1989.

Kiewiet J, Laatste activiteit 'Meppeler' verkocht, *Nieuwsblad van het Noorden*, 15 maart 1997.

Klaassen J, *De vervangingswaarde; theorie en toepassing in de jaarrekening*, Alphen aan den Rijn, 1977.

Klaassen J, Bak G G M, *Externe Verslaggeving*, 4e herziene druk, Stenfert Kroese, Leiden, 1996.

Kreiken J, *rede Internationaal Management Symposium*, Sankt Gallen, 1979.

- Leeuw A C J de, *Een boekje over bedrijfskundige methodologie: Management van onderzoek*, Van Gorcum, Assen, 1990.
- Legge J (transl.), *I Ching: Book of Changes*, Ch'u Chai, W. Chai (editors), 13th printing, Bantam Books, Toronto/New York/London, november 1980.
- Limperg Th jr., Groeneveld G L, *Limperg/Groeneveld, Waarde, Winst en Jaarrekening: Deel I - De leer van de winstbepaling van prof. dr. Th. Limperg jr. uit diens verzameld werk, in het bijzonder de delen I en VI samengevat; Deel II - Ontwikkelingen na Limperg door prof. drs. G. L. Groeneveld*, Kluwer, Deventer, 1979.
- N.V. Meppeler Machinefabriek, Jaarverslagen 1983-1990.*
- Minzberg H, *Structures in Fives*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1983.
- N.V. NOM, Jaarverslagen 1986-1993.*
- Parker L D, Ferris K R, Otley D T, *Accounting for the human factor*, Prentice Hall, New York, 1989.
- Philips Electronics NV, *Jaarverslag 1992.*
- Rappaport A, Discounted Cash Flow Valuation, *The mergers and acquisitions handbook*, New York, 1987.
- Schiller, Sehnsucht, Gedichte der dritten periode, *Schiller's Werke*, Erste illustrierte Ausgabe, Fünfte verbesserte Auflage, Erster und zweiter Band, G. Grote'sche Verlagsbuchhandlung, Berlin, 1875.
- Schütte P M, Verticale strategie, *Ondernemingsstrategie*, (Red.: J. Bilderbeek, J.M.L. Jansen, G.W.A. Vijge), H.E. Stenfert Kroese, Leiden, 6 juni 1986.
- Silvers J B, *Banking and Finance*, Intern verslag, Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, Cleveland, 1990.
- Sman R, *Met Waardering*, Kluwer, Deventer, 1992.
- Stern J, Waarde-gebaseerde planning, *Permanente Educatie Managers; najaar 1988*, Kluwers Bedrijfswetenschappen, 1988.
- Stichting voor de Jaarverslaggeving, *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving vanaf 1990*, Kluwer Bedrijfsinformatie, Deventer, 24 april 1997.
- Tempel F J van den, Risico-inschatting door banken bij kredietwaardigheidsbeoordeling, *Tijdschrift Financieel Management*, deel 4, 1990.
- Vijge G W A, *Winstbepalingsstelsels c.a.*, zesde druk, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1992.
- Weerkamp C, *Bedrijfseconomische beheersbaarheid: Een verklarend model voor prestatie-meting en trendweergave*, Afstudeerscriptie voor de studie Bedrijfskunde aan de Universiteit Twente, uitgevoerd bij de Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij te Groningen, Enschede, juli 1991.

Bibliografie

Wehrich H, Koontz H, *Management*, New York, 1985.

With E De, Woerd E Van der, Prestatiemeting en -beoordeling bij grote Nederlandse ondernemingen, *Tijdschrift Financieel Management*, februari 1996.

Yin R K, *Case study research*, Design and Methods, 2nd edition, Sage Publications Inc., Newbury Park, 1994.

Zuthem H J Van, *Mensen en machten in het economische leven*, tweede druk, derde oplage, van Loghem Slaterus, Deventer, 1986.

3.Referenties Hoofdstuk III

- Albou P, *Besoins et Motivations Economiques*, Presses Universitaires de France, Paris, 1976.
- Altink W M M, Born M Ph, Wilde G H de, *Beoordeling van (Startende) Ondernemers: Handleiding bij de beoordelingschaal voor ondernemerskwaliteiten (De BSOK)*, Instituut Midden- en Kleinbedrijf Nederland, november 1989.
- Atkinson J W, Motivational determinants of risk taking behavior, *Psychological Review*, nr. 64, 1957.
- Aristotle's Politics and Poetics*, Translated by B. Jowett & T. Twining, Fifteenth printing, The Viking Press, New York, 1976.
- Baudeau A N, *Premiere introduction a la philosophie économique*, [originally 1767], A. Dubois (ed.), Paris, 1910.
- Begley T M, Boyd D P, Psychological characteristics associated with performance in entrepreneurial firms and smaller businesses, *Journal of Business Venturing*, number 2, 1987.
- Bellu R R, Entrepreneurs and Managers: Are they different?, Researchpaper Kingsborough Community College of the City University of New York, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Proceedings of the eighth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference, Babson College, Wellesley, 1988.
- Berlew D, *First Annual Karl A. Bostrum Seminar in the Study of Enterprise*, Center for Venture Management, Milwaukee, 1969.
- Bilderbeek J, *Financiering in het kubistische stelsel*, rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van gewoon hoogleraar in de financiering aan de Technische Hogeschool Enschede, 1980.
- Bilderbeek J, *Financiering en financiële analyse*, derde uitgave, Intern rapport, Universiteit Twente, Enschede, 1986.
- Bilderbeek J, Brinkman S, Leeuw A C J de, *De bedrijfskundige aanpak van problemen*, PBNA Bedrijfskundig zakboekje, 2e druk, PBNA, Arnhem, 1992.
- Birch D L en McCracken S, *The Small Business Share of Job Creation*, Lessons learned from the use of longitudinal file, Small Business Administration, Washington D.C., 1982.
- Blom R J, *Ondernemer worden, ondernemer blijven*, Graydon, Den Haag, 1993.
- Bowman E H, Risk Seeking by Troubled Firms, *Sloan Management Review*, Massachusetts Institute of Technology, Volume 23, number 4, Summer 1982.
- Brockhaus R H Sr, The Psychology of the Entrepreneur, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.
- Budner S, Intolerance of ambiguity as a personal variable, *Journal of Personality*/30, pp 29-50, 1962.

Bibliografie

Cantillon R, *Essai sur la nature du commerce en général*, Paris, 1755.

Derek du Toit F, Confessions of a Successful Entrepreneur, *Harvard Business Review*, November-December, 1980.

Duchesneau D A, Gartner W B, A profile of New Venture Success and Failure in an Emerging Industry, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*; Proceedings of the eighth annual Babson College Entrepreneurship Research Conference, Babson College, Wellesley, 1988.

Duijnhouwer A L, *Management en Groei*, Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, Zoetermeer, oktober 1990.

Durand D, Shea D, Entrepreneurial activity as a function of achievement motivation and reinforcement control, *Journal of Applied Psychology*, nr.88, 1974.

Elan, Is er voldoende zelfreinigend vermogen om rampspoed af te wenden?, interview door O. van de Vijver met J. Bilderbeek en J. Kreiken, september 1993, pp.21-23.

Galbraith J K, *Economie in perspectief: Economische geschiedenis als spiegel van de toekomst*, Uitgeverij Anthos/In den Toren, Baarn, 1989.

Gasse Y, Elaborations on the psychology of the entrepreneur, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.

Gunder F A, Sociology of Development and Underdevelopment of Sociology, *Catalyst*, N. Howel et al.(editors), 1969.

Haren I van, *De ondernemingsraad in ondernemingen met 35 tot 100 werknemers*, Kluwer, Deventer, 1982.

Heider F, *The psychology of interpersonal relations*, Wiley, New York, 1958.

Hébert R F, Link A N, *The Entrepreneur: Mainstream views and Radical Critiques*, Praeger Publishers, New York, 1982.

Herz D, Thomas H, *Practical Risk Analysis: An Approach Through Case Histories*, John Wiley & Sons Ltd., New York, 1984.

Hornaday J A, Research about living entrepreneurs, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.

Hoselitz B F, The Early History of Economic Theory, *Essays in Economic Thought: Aristotle to Marshall*, edited by J.J. Spengler and W.R. Allan, Rand McNally, Chicago, 1960.

House R J, Howell J M, Shamir B, Smith B, Spangler W D, *Charismatic Leadership: A 1990 Theory and Seven Empirical Tests*, The Wharton School of Management, University of Pennsylvania, 1990.

Katona G, *Psychological Economics*, 2nd printing, Scientific Publishing Co., Elsevier, New York, 1976.

Kelley H H, *Attribution Theory in Social psychology*, Nebraska Symposium in Motivation/15, D. Levine (ed.), University of Nebraska Press, Lincoln, Nebraska, 1967, pp. 192-238.

Kent C.A., Entrepreneurship in economic development, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.

Kets de Vries M F, *De F-factor: Psychologische aspecten van leiderschap*, A.W. Sijthoff's Uitgeversmaatschappij BV, Amsterdam, 1990.

Kilby P, Hunting the Heffalump, *Entrepreneurship and Economic Development*, Free Press, New York, 1971.

Kirzner I M, *Perception, opportunity and profit*, University of Chicago Press, Chicago Ill., 1979.

Kirzner I M, Uncertainty, Discovery, and Human Action: A Study of the Entrepreneurial Profile in the Misesian System, *Method, Process and Austrian Economics*; Essays in Honor of Ludwig von Mises, second printing, Edited by Israel M. Kirzner, Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1983.

Knight F H, *Risk, uncertainty and profit*, Houghton Mifflin, New York, 1921.

Kogan N, Wallach M A, *Risk Taking*, Holt, Rinehart and Winston, New York, 1964.

Kunkel J H, Values and Behavior in Economic Development, *Economic Development and Cultural Change*, April 1965.

Langer E J, The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology*/32, pp.378-380, 1975.

Lawler E E, *Pay and organizational effectiveness: a psychological view*, McGraw-Hill, New York, 1981.

Lipper III A, Ryan G, Investing in private companies, *Venture Magazine*, September 1984.

Longman Dictionary of Contemporary English, 1981.

MacFadyen H.W., Motivational constructs in psychology, *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, A.J. and H.W. MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), 1986.

MacFadyen A.J., MacFadyen H.W., Other concepts in Economic Psychology, *Economic Psychology: Intersections in theory and application*, A.J. and H.W. MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), New York, 1986.

Maeijer J M M, Scheltema M (red.), *Kluwer collegebundel 91-92: Wetteksten*, deel I Privaatrecht, Kluwer, Deventer, 1991.

Mangoldt H von, The Precise Function of the Entrepreneur and the True Nature of Entrepreneur's Profit [originally 1855], *Some Readings in Economics*, edited by F.M. Taylor, George Wahr, Ann Arbor, Mich., 1907.

Bibliografie

- Manusco J R, *Fun 'n' Guts, the entrepreneur's philosophy*, Addison-Wesley, Reading Mass., 1977.
- Marshall A, *Principles of Economics*, 8th ed., Macmillan & Co., London, 1920.
- McClelland D C, *The achieving society*, Van Nostrand Co., Princeton, New Jersey, 1961.
- McClelland D C, Burnham D H, Power is the great motivator, *Harvard Business Review*, maart-april 1976.
- McClelland D C, e.a., *Motivating Economic Achievement*, The Free Press, New York, 1969.
- Mill J S, *Principles of political economy with some of their applications to social philosophy*, John W. Parker, London, 1848.
- Oppedijk van Veen W M, *Economische Psychologie*, Spectrum, Utrecht, 1985.
- Osborne R L, The dark side of the entrepreneur, *Long Range Planning*, Vol. 24, No.3, pp. 26-31, Pergamon Press plc, London, 1991.
- Praag M van, *Determinants of Successful Entrepreneurship*, Thesis Publishers, Amsterdam, 1996.
- Raaij W F van, Economic phenomena from a psychological perspective: economic psychology, *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, A.J. and H.W. MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), 1986 [a].
- Raaij W F van, Causal attributions in economic behavior, *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, A.J. and H.W. MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), 1986 [b].
- Reynaud P L, *La Psychologie Economique; "Que-sais-je?"*, Presses Universitaires de France, Paris, 1964.
- Reynaud P L, *Précis de Psychologie Economique*, Presses Universitaires de France, Paris, 1974.
- Reynaud P J, *Economic Psychology*, Praeger, New York, 1981.
- Ronen J, Some insight in the entrepreneurial process, *Entrepreneurship*, J. Ronen (ed.), Lexington Books, D.C. Heath and Company, Lexington, Mass., 1983, pp. 137-173.
- Rotter J B, Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement, *Psychological Monographs: General and Applied*, nr. 609, 1966.
- Say J B, *Catechism of Political Economy: or, Family Conversations on the Manner in Which Wealth is Produced, Distributed and Consumed by Society*, Sherwood Publishers, London, 1815.
- Say J B, *Cours complet d'économie politique pratique*, Vol. I, 2nd ed., Paris, 1840.
- Say J B, *A Treatise on Political Economy*, 4th ed. , translated by C.R. Prinsep, Grigg & Elliot, Philadelphia, 1845.

- Schuit J W R, Wijk M van, *Informal Investors: ondernemende investeerders voor doelgerichte ondernemers*, Staal Bankiers/Delwel Uitgeverij, Den Haag, 1994.
- Schumpeter J A, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*, Harvard University Press, Cambridge, 1934.
- Sexton D L, Research Needs and issues in entrepreneurship, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.
- Sexton D L, Bowman N, The entrepreneur: a capable executive and more, *Journal of Business Venturing*/1, pp.129-140, 1985.
- Shapiro A, Sokol L, The social dimensions of entrepreneurship, *Encyclopedia of entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton, K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.
- South J C, Achievement motivation among managers of small business corporation managers and business students, *Journal of Applied Psychology*, nr 59, 1974.
- State of the Small Business The: A Report of the President*, Government Printing Office, Washington D.C., 1985.
- Stevenson H H, Sahlman W A, Importance of Entrepreneurship in Economic Development, *Entrepreneurship, Intrapreneurship and Venture Capital: The Foundation of Economic Renaissance*, R.D. Hisrich (ed.), Lexington Books, Lexington, Massachusetts, 1986.
- Tarde G, *La Psychologie Economique*, Alcan, Paris, 1902.
- Tawney, R H, *Religion and the Rise of Capitalism*, Penquin, New York, 1947.
- Thünen J H von, *Der isolierte Staat in beziehung auf Landwirtschaft und Nationalökonomie*, 1826.
- Thünen J H von, The Isolated State in Relation to Agriculture and Political Economy, vol 2., translated by B.W. Demsey, *The Frontier Wage*, by B.W. Demsey, Loyola University Press, Chicago, 1960.
- Tobin J, Wealth, liquidity and the propensity to consume, *Human Behavior in Economic Affairs*, B. Strumpel, J.N. Morgan en E. Zahn (eds.), Elsevier, Amsterdam, 1972, pp.37-56.
- Trompenaars F, *The organization of meaning and the meaning of organization; a comparative study on the conceptions of organizational structure in different cultures*, The Wharton School of Pennsylvania, Social Systems Sciences Department, 1985.
- Vaart S P Van der, De mooie fabel van het kille klimaat voor starters, *Het Financieele Dagblad*, 7 april 1994.
- Vinke R H W, Rooij P J M de, Motivatie: procestheorieën, *Methoden, technieken en analyses voor Personeelsmanagement* /Aflivering 5, A.L.M. Knaapen, W.J.M. Meekel, R.J. Tissen, R.H.W. Vinke (redactie), Kluwer/NVP, 1986.

Bibliografie

- Volder K, Mary McCauley, Ph.D. lichtte de organisatie-adviseurs door (C.G. Jung's psychological types nu in een computermodel), *De accountant*, nr.8, J.J.A. Bakker, (red.), april 1985.
- Vroom V H, *Work and motivation*, Wiley, New York, 1964.
- Wainer H A, Rubin I M, Motivation of Research and Development Entrepreneurs: Determinants of Company success, *Journal of Applied Psychology* 53, no.3, 1969.
- Weber M, *General Economic History*, Free Press, New York, 1947.
- Weiner B, *Achievement motivation and attribution theory*, General Learning Press, Morristown N.J., 1974.
- Weiner B, *Human Motivation*, Holt Reinhart & Winston, New York, 1980.
- Wainer H A , Rubin I M, Motivation of Research and Development Entrepreneurs: Determinants of Company success", *Journal of Applied Psychology* 53, no.3, 1969.
- Wärneryd K-E, *The psychology of innovative entrepreneurship*, Working Paper 86-4, Stockholm School of Economics, November 1986.
- Wärneryd K-E, Economic Psychology as a field of study, *Handbook of Economic Psychology*, W.F. van Raaij, G.M. van Veldhoven, K-E Wärneryd (editors), Kluwer, Dordrecht, 1988.
- Zimmerman L J, *Politieke economie van Plato tot Marx*, Wolters-Noordhoff bv, Groningen, 1987.
- Zuthem H J van, *Mensen en machten in het economisch leven: een inleiding in de economische sociologie*, Tweede druk, derde oplage, Van Loghum Slaterus, Deventer, 1986.

4.Referenties Hoofdstuk IV

- Alleman S J, Ontwikkelingen bij de Nationale Investeringsbank N.V. (NIB) 1987, *Venture Capital Gids 1988*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1988.
- Anslow M, Two Ideas for a Private Equity Exchange, *European Venture Capital Journal*, February-March, 1993.
- Aristotle's Politics and Poetics*, Translated by B. Jowett & T. Twining, Fifteenth printing, The Viking Press, New York, January 1976.
- Arrow K J, The Economics of Agency, *Principals and Agents: The Structure of Business*, J W Pratt, R J Zeckhauser (editors), Harvard, 1985.
- Bakker W, *Externe verslaggeving door venture capital maatschappijen: een praktijkverkenning*, NIVRA afstudeerverslag, Hellevoetsluis, juni 1989.
- Bartelds J F, Jansen E P W A, Joostens Th H, *Enquêteeren: Het opstellen en gebruiken van vragenlijsten*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1989.
- Bedrijfskundige Berichten*, Jaargang 14, Groningen, Augustus 1994.
- Beleggers Belangen*, Parallelmarkt beleefde tien "mooie jaren", maar: Risico kapitaal verschaft ze niet, 07-02-1992.
- Bilderbeek J, *Financiering en financiële analyse*, derde uitgave, Intern rapport, Universiteit Twente, Enschede, 1986.
- Blaak J, Ontwikkelingen bij de Maatschappij voor Industriële Projecten N.V. (MIP) in 1986/1987, *Venture Capital Gids 1988*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1988.
- Blokland M L, Schilder A, *De waardering van participaties in de jaarrekeningen van venture capital maatschappijen*, Working Paper, Maastricht Accounting & Auditing Research Center, Maastricht, juni 1990.
- Bouhuys L A, Venture capital, het geprofessionaliseerd aanbod van risicodragend vermogen, *NVP Jaarboek 1991/ Venture Capital Gids*, KPMG/NVP/DELWEL Uitgeverij b.v., 's-Gravenhage, 1991.
- Bouma J L, 'Venture Capital' of 'Merchant Capital'?, *Book of Abstracts 4e Symposium Venture Capital in Nederland*, 8 februari 1994.
- Branson J, Venture Capital, *Praktijkboek Financieel Management*, afl.5, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, september 1989.
- Bruggink A, *Een Joods-religieuze visie op renteheffing*, Intern document Universiteit Twente, 1993.
- Burns P, Burnett A, Myers A and Cain D, *Financing Enterprise in Europe*, 3i/Cranfield European Enterprise Centre, Special Report 5: Attitudes of Smaller Firms towards Financing and Financial Institutions in Europe, Cranfield, September, 1992.
- Buter D R, Het participatiecontract, *Venture Capital Gids 1989*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1989.

Bibliografie

- Bygrave W D, Timmons J A, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, October 1992.
- Bygrave W D, Muzyka D, Leleux B, *Entrepreneurs Views on Various Methods of Realising the Value of their Businesses*, EFER 1992 Annual Forum, London, December 13-15, 1992.
- Centraal Beheer Participatie, Brochure: *Met venture capital blijft uw onderneming in conditie*, 1992.
- Coren L, De vraag naar vermogen annex aanbod van risico: Enige kanttekeningen bij de informatie aan de vraagzijde naar vermogen, *Vermogen in onzekerheid* (A C C Herst, P W Moerland, J. Spronk, red.), Kluwer, Deventer, 1984.
- Coster A J, Habraken H L A, Wel F Van der, Westen G W B Van, (Red.), *Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen: Een wegwijzer door het doolhof van de anti-misbruikwetgeving*, 2e druk, TRN Groep, juni 1987.
- Davis B M, Role of Venture Capital in the Economic Renaissance of an Area, *Entrepreneurship, Intrapreneurship, and Venture Capital*, Robert D. Hirsch (editor), University of Tulsa, Lexington Books, 1986.
- Diepenhorst A I, *Het element der onzekerheid in de bedrijfseconomische problematiek*, Noord-Hollandsche Uitgeversmaatschappij, Amsterdam, 1951.
- Dinther M Van, De psychologie achter irrationele beslissingen, *Account*, maart 1993.
- Donckels R, *Het familiebedrijf in perspectief*, Lezing ter gelegenheid van de publicatie van het boek 'Opvolging in leiding en eigendom bij het familiebedrijf- Van je familie moet je het hebben...?' (van de Loo, Schuit en Cassee, uitgeverij DELWEL, 's-Gravenhage), Societeit De Witte, Den Haag, 18 maart 1993.
- Driel G H Van, Niet te leren, maar te doen, *De ondernemer*, W A J Bogers, A C R Dreesman, G H van Driel, J Kraaijeveld van Hemert, L M van Leeuwen, A A Loudon, H H F Wijffels (red.), A.W. Sijthoff's Uitgeversmaatschappij BV, Amsterdam, 1987.
- Drop M, Schuit J W R, *De financieringsstructuur van het Midden- en Kleinbedrijf*, Delwel, 's-Gravenhage, 1992.
- Drijkkoningen R J, Mierlo P J van, *Venture capital in Nederland II*, 1986
- Economist The*, Investment returns, 6 March, 1993.
- Eijzenhuijsen H G, Scheffer V M, Participatiemaatschappij en onderneming: onderzoek naar de factoren van invloed op de kwaliteit van de samenwerking, *Risicokapitaal in Nederland*, Prof. dr. H. G. Eijzenhuijsen (red.), Delwel, 1996.
- Elbertse E A M, Venture capital in Nederland, *Bank- en Effectenbedrijf*, december, 1990[a].
- Elbertse E A M, Venture Capital als Financieringsvorm, *Maandblad Bedrijfsadministratie en bedrijfsorganisatie*, november, 1990[b].

- EVCA, *Venture Capital in Europa; 1992 evca Yearbook*, EVCA/KPMG in association with Groupe Siparex, SJ Berwin & Co, Hancock International Private Equity Management,, London/Zaventem, 1992.
- Ferron B, Franx J P, Easdaq biedt ondernemingen makkelijke toegang tot belegger, *Het Financieele Dagblad*, donderdag 15 november 1996.
- Het Financieele Dagblad*, Atlas Investeringsgroep zet beursgang in ijskast, 10 maart 1993.
- Gerke W, *Information exchange market for medium-size companies*, Lehrstuhl für Bank- und Börswesen, Universität Erlangen-Nürnberg/ EFER 1992 Annual Forum, London, December 13th-15th, 1992.
- Gilde Investment Funds, *The Gilde Guide*, to venture capital backed companies in The Netherlands, Delwel publishers, The Hague, 1992.
- GITP/Kring van commissarissen, *Het Rapport van de Commissaris*, 1993.
- GITP/Adviesgroep Ondernemingsbestuur, *Het Rapport van de Commissaris*, 1994.
- Haan M A de, Venture capital als financieringsbron, *Dossier* Nr. 3, 1991, pp.49-53.
- Hartog F, *Op weg naar Venture Capital*, The NORO Group of Companies, Utrecht, 1986.
- Hek A van der, Regionale ontwikkelingsmaatschappijen als vernieuwde marktpartij, *Venture Capital Gids 1989*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1989.
- Hébert R F, Link A N, *The entrepreneur: Mainstream views and radical critiques*, Praeger Publishers, New York, 1982.
- Jong H W de, De Maatschappij voor Industriële Projecten: voortrekker van het industriële herstel?, in: *Economisch Statistische Berichten*, 14-7-1982.
- Keyzer J, Exit-problematiek, *Venture Capital Gids 1989*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1989.
- Kooijman W G, Overheidsbeleid inzake de markt voor risicokapitaal, *Risicokapitaal in Nederland*, Prof.dr. H.G. Eijgenhuijsen (red.), Delwel, 's-Gravenhage, 1996.
- Koot F X, Wiersma T, *Ondernemer en commissaris*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, 1994.
- Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld*, Brochure uitgebracht ter gelegenheid van de publicatie van het jaarverslag 1986 van De Nationale Investeringsbank nv, J.C.F. Bletz (red.), 's-Gravenhage, 17 maart 1987.
- Laveren E, Meer dan drie decennia denken over het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur, *ES/ economische en sociaal tijdschrift*, Universitaire Faculteiten Sint-Ignatius Antwerpen, 45ste jaargang nr.4, Antwerpen, december 1991.
- Lintner J, The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, February, 1965.

Bibliografie

Longman Dictionary of Contemporary English, 1981.

Loo P B M van der, Schuit J W R en Cassee B [De naam van Cassee is per abuis bij de eerste druk weggefallen], *Opvolging in leiding en eigendom bij het familiebedrijf - Van je familie moet je het hebben...?*, DELWEL Uitgeverij B.V., 's-Gravenhage, 1993.

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

Meer-Kooistra Van Der J, Piëst E, De waarde van een financiële kengetallen-analyse, in: *Tijdschrift Financieel Management*, 1990, deel 3, pp.31-38.

Minister Andriessen van Economische Zaken, Ik vond dat er nu maar eens een streep gezet moest worden, Interview in *VNO Onderneming*, 02-02-1993.

MIP, *Jaarverslag 1988*, Den Haag 1989.

Munsters J A, Tourani Rad A, *Beursintroductie en venture capital-ondersteuning in Nederland*, NIBE katern 27, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam, 1994.

Myers S, The capital structure puzzle, *Journal of Finance* Vol 39(3), pp.575-592, July 1984.

NIB, *Koplopers en achterblijvers in de bedrijvenwereld*, Brochure uitgebracht ter gelegenheid van de publicatie van het jaarverslag 1986 van De Nationale Investeringsbank nv, J.C.F. Bletz (red.), 's-Gravenhage, 17 maart 1987.

NIB, *Jaarverslagen 1980-1993*.

NOM, *Jaarverslagen 1980-1993*.

NPM, *Jaarverslagen 1986-1993*.

NVP-Bericht, april 1992.

NVP-Bericht, december 1992.

NVP, Jaarboek 1990 t/m 1997 Venture Capital Gids, DELWEL Uitgeverij b.v., 's-Gravenhage, 1990-1997.

NVP, Rentabiliteit en venture capital: Het rendementpatroon van de Nederlandse Venture Capital industrie gedurende de jaren tachtig, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, 's-Gravenhage, 23 oktober, 1991[b].

Participatiebeurs, *Beursreglement inzake de toelating en werking van de Participatiebeurs*, Stichting Participatiebeurs, 1 december 1992.

Pierson N G, *Verspreide economische geschriften*, III: De economische geschiedenis, Verzameld door C.A. Verrijj Stuart, De erven F. Bohn, Haarlem 1911.

Pratt J W, Zeckhauser R J, Principal and Agents: An Overview, *Principals and Agents: The Structure of Business*, J W Pratt, R J Zeckhausers(edtrs.), Harvard, 1985.

Relander K-E, Syrjänen A-P, *Analysis of the trade sale as a venture capital exit route*, SITRA, the Finnish National Fund for Research and Development, Helsinki, Finland; Paper presentation: EFER 1992 Annual Forum, London, December 13th-15th, 1992.

Rendement, maart 1992.

Rijst A van der, *Ander Ondernemerschap: Enige beschouwingen over de relatie cultuur, ondernemerschap en ondernemingsfinanciering*, Proefschrift Universiteit Groningen, Bennekom, 1994.

Roodenburg M E, *Investeren in ondernemen: het ontstaan, de ontwikkeling en structurering van een venture-capital industrie in Nederland*, Proefschrift ter verkrijging van de graad van doctor aan de Erasmus Universiteit, Rotterdam, 18 oktober 1990.

Sattin F L, EVCA, European venture capital in an international perspective, *NVP-Jaarboek 1995*, DELWEL Uitgeverij B.V., 's-Gravenhage, 1995, pp.57-64.

Schuit J W R, Loo P B M van de, *Het opvolgingsvraagstuk: straf of beloning?*, Lezing ter gelegenheid van de publicatie van het boek 'Opvolging in leiding en eigendom bij het familiebedrijf- Van je familie moet je het hebben...?' (van de Loo, Schuit en Cassee, uitgeverij DELWEL, 's-Gravenhage), Societeit De Witte, Den Haag, 18 maart 1993.

Schuit J W R, Spronk J, *Curve, een venture capital fonds voor Curaçao: Verslag van een onderzoek verricht in opdracht van de Minister van Handel, Industrie en Werkgelegenheid van de Nederlandse Antillen*, Drs. Ing. C.G. Smits, 2e ongewijzigde druk, fintelligence, Rotterdam, juni 1989.

Soenen L A, Moderne portefeuilletheorie: 30 jaar na H. Markowitz, *Economisch Statistische Berichten*, 8-12-1982.

Staatscourant, nr. 461, Wijzigingsbesluit Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen van 28 september 1990.

Schwencke P, *brief aan de Leden van het Nederlands Instituut van Registeraccountants*, Nederlandse Participatie Maatschappij NV, Amsterdam, juni 1981.

Schwencke P, *brief aan de Leden van het Nederlands Instituut van Registeraccountants*, Nederlandse Participatie Maatschappij, juni 1982.

Sharpe W, Capital Asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, no. 19, 1964.

Sopers J M M, *Turnaround management: het saneren van ondernemingen in moeilijkheden*, Proefschrift Universiteit Twente, Stenfert kroese, 1995.

Stichting Participatiebeurs, *Informatie Institutionele Beleggers*, 3 december 1992.

Stichting Vakontwikkeling Verzekeringsbedrijf, *Geschiedenis der verzekering*, 1967.

Staal Participaties, brochure, 1993.

Staatscourant nr 461, 1990.

Bibliografie

Tweede Kamer der Staten-Generaal vergaderjaar 1992-1993, 22 800 XIII: *Vaststelling van de begroting van de uitgaven en van de ontvangsten van hoofdstuk XIII (Ministerie van Economische Zaken) voor het jaar 1993*, "Nr. 39 Brief van de Minister van Economische Zaken Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal", 's-Gravenhage, 21 januari 1993.

Venture Capital Gids, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1989.

Vraag & Aanbod, Trage debiteuren plaag voor veel Vraag & Aanbod-lezers, 04-12-1992.

Vonk G R, Plas J P A van der, *Venture capital beyond boundaries[sic]*, *Venture Capital Gids*, KPMG Klynveld Bosboom Hegener, Utrecht, 1989.

Wetzel Jr. W E, Risk capital research, *Encyclopedia of Entrepreneurship*, C.A. Kent, D.L. Sexton and K.H. Vesper (editors), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1982.

Wytzes H C, *Ondernemingsfinanciering: Theorie en Politiek*, 5e geheel herziene druk, Stenfert Kroese, Leiden, 1996.

Zimmerman L J, *Politieke economie van Plato tot Marx*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1987.

5.Referenties Hoofdstuk V

Atkinson J W, *An introduction to motivation*, American Book/Van Nostrand-Reinhold, 1964.

Bandura A, *Social Learning Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs NJ, 1977.

Bandura A, Self-efficacy Mechanism in Human Agency, *American Psychologist* 37, 1982, pp.122-147.

Bilderbeek J, Roozenburg P, Vijge G W A, Enkele financiële overwegingen bij de strategische beleidsvorming, *Ondernemingsstrategie: Theorie en Praktijk*, J. Bilderbeek, J.M.L. Janssen, G.W.A. Vijge (redactie), H.E. Stenfert Kroese B.V., Leiden, 6 juni 1986.

Churchill W, Rede in het Lagerhuis, Londen, 12 november 1941, *Man van de eeuw*, samengesteld door American Heritage Magazine en United Press International, N.V. Drukkerij de Spaarnestad, Haarlem, 1965.

Delden P van, Het wezen van het ondernemen, *De vrijheid van de ondernemer in verleden heden en toekomst*, preadviezen voor de 183ste algemene vergadering te Groningen op 9 juni 1966, Nederlandse Maatschappij voor Nijverheid en Handel, 1966.

Dooren F J P van, De creativiteit van de ondernemer, *De vrijheid van de ondernemer in verleden heden en toekomst*, preadviezen voor de 183ste algemene vergadering te Groningen op 9 juni 1966, Nederlandse Maatschappij voor Nijverheid en Handel, 1966.

Douma S W, Op weg naar een economische organisatietheorie: agency-theorie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, pp.11420-11432.

During W E, *Wie de ondernemer heeft, heeft de toekomst*, Rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Innovatief Ondernemerschap aan de Universiteit Twente te Enschede, 27 februari 1992.

Graaf J de, *Elementair begrip van de ethiek*, vierde herziene druk, Bohn, Scheltema & Holkema, Utrecht/Antwerpen, 1986.

KPMG Klynveld Management Consultants, *De commissaris en de zelfstandige ondernemer: Een verkenning naar de wenselijkheid, de positie en de waarde van het commissariaat in het MKB*, juli 1991.

Leeuw A C J de, *Een boekje over bedrijfskundige methodologie: Management van onderzoek*, Van Gorcum, Assen, 1990.

Lievaart M, *De invloed van de Raad van Commissarissen op het Nederlandse Bedrijfsleven*, Leiden, 1987.

McDougall W, *An introduction to social psychology*, Methuen & Co., London, 1908.

McDougall W, *Outline of psychology*, Scribner, New York, 1923.

Maital S L, Maital S, Pollak N, Economic Behavior and social learning, in: *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, A J and H W MacFadyen (editors), Elsevier Science Publishers BV (North-Holland), New York, 1986.

Bibliografie

Meiden A van der, Het ondernemerschap van Wammes Waggel; de euforie van de public relations, *Ondernemer, Onderneming en Omgeving*, Liber Amicorum opgedragen aan Prof. Dr. W. Bos ter gelegenheid van zijn emiraat, Stichting T.M.O., Eindhoven, 1990.

Mitchell A, *Ways of Life*, Research report 670, SRI International, October 1982.

Parikh J, *Managing Your Self: Management by detached involvement*, herdruk Blackwell Publishers, Oxford/Cambridge Massachusetts, 1994.

Ridder C J den, VOC: Zeer veel macht, weinig overheidscontrole, *Privatisering*, Wolters Kluwer, 's-Gravenhage, maart 1990.

Seval M, *Kom mee naar Efeze*, Minyatür, Istanbul, 1989.

Sherwood Taylor F, *The century of science*, Readers Union Limited, London, 1942.

Velu H A F, De ondernemer van morgen, manager of Mozes?, *Ondernemer, Onderneming en Omgeving*, Liber Amicorum opgedragen aan Prof. Dr. W. Bos ter gelegenheid van zijn emiraat, Stichting T.M.O., Eindhoven, 1990.

Wärneryd K-E, Economic Psychology as a field of study, *Handbook of Economic Psychology*, W.F. van Raaij, G.M. van Veldhoven, K-E Wärneryd (editors), Kluwer, Dordrecht, 1988.

6.Referenties Hoofdstuk VI

- Account*, 'Advieswereld zou beter op de hoogte moeten zijn van de mogelijkheden van participatiemaatschappijen', april 1989, pp.24-31.
- Atlas InvesteringsGroep N.V., Jaarverslag 1993.*
- Atlas Venture 1994 Review*, 30 Maart 1995.
- Boswijk H K, Heide H van der, Malotaux P Ch-A, *Sturen of Drijven?*, NIVE (Samson Bedrijfsinformatie/Kluwer Bedrijfsinformatie), Voorburg, 1995.
- Bruggeling G W, *Inleiding medewerkers Lijnco*, Groningen, 21 januari 1989.
- Graaf, J de, *Elementair begrip van de ethiek*, vierde herziene druk, Bohn, Scheltema en Holkema, Utrecht/Antwerpen, 1986
- Helpman, Jaarverslagen 1980 t/m 1985, 1987, 1988, 1990 t/m 1994.*
- Het Financieele Dagblad*, [.....] bouwt machinefabriek om tot ambitieuze holding, 22 juli 1992.
- Het Financieele Dagblad*, Helpman Holding lijft MPE in, 7 april 1993.
- Het Financieele Dagblad*, Helpman neemt Techno-G uit Nijkerk over, 14 oktober 1993.
- Het Financieele Dagblad*, Helpman vult filosofie Schuttersveld anders in, 17 juni 1994.
- Het Financieele Dagblad*, De omzetcijfers van 1994; Eigendomsverhoudingen.
- Friesch Dagblad*, Helpman verkoopt meerderheidsbelang in machinefabriek, 3 april 1992.
- Japenga C J, Terwisscha van Scheltinga J P M, *Lijnco 1936-1986: Het 50-jarig bestaan van Speciaaldrukkerij Lijnco b.v. te Groningen, samengesteld in opdracht van Lijnco, Lijnco, Groningen, 1986.*
- Leer L J, *Presentatie NV NOM*, BCG Interim-Management B.V., Groningen, 17 februari 1994.
- Leeuw A C J de, *Bedrijfskundige methodologie: Management van onderzoek*, Van Gorcum, Assen, 1990.
- Leeuwarder Courant*, Jongia buiten schot bij sanering Helpman, 27 mei 1995.
- Lijnco Beheer B.V., Brochure* (ter verschaffing van inzicht met als doel tot financiering van overname te komen), 27 oktober 1988.
- Lijnco Beheer B.V., Jaarverslagen 1985-1992, Interne financiële verlagen 1993, 1994.*
- Lookeren Campagne G.J. van, *Opkomst van de management buy-in*, *Tijdschrift Financieel Management*, juli/augustus 1992.
- Machinefabriek Helpman-Groningen N.V. neemt Bloksma B.V. Almere over*, Persbericht Helpman, Groningen/Almere, 16 mei 1988.

Bibliografie

Nederlands Dagblad, Familie Helpman[sic] verkoop[sic] belang machinefabriek, 3 april 1992.

Nieuwsblad van het Noorden, Het loopt niet op rolletjes bij Helpman, 27 juni 1990.

Nieuwsblad van het Noorden, Helpman in Groningen opnieuw op overnamepas, 7 april 1993.

Nieuwsblad van het Noorden, Helpman-top: reorganisatie in Groningen noodzakelijk, 23 mei 1995.

Nieuwsblad van het Noorden, Helpman ziet winst omslaan in verlies van f 1,8 miljoen, 19 augustus 1995.

Nieuwsblad van het Noorden, Topman van Helpman Groningen stapt op, 1 december 1995.

NPM brochure, '*Nederlandse Participatie Maatschappij NV NPM Garantievermogen NV voor ondernemend vermogen*'.

NPM Jaarverslagen 1984, 1990, 1993.

NVP Jaarboek 1994, Delwel Uitgeverij, 's-Gravenhage, 1994.

Oosterwijk B J, *Leerboek der radiotechniek, deel II*, derde druk, J.Noorduijn en Zoon N.V., Gorinchem, 1950.

Proforms B.V., Jaarverslag 1992, 1993.

Quote, Hoe trouw is de NPM?, September 1988, pp.23-24.

Science & Strategy, *Lijnco; Conclusies en Aanbevelingen voor beleid*, Utrecht, 4 mei 1993.

Vijge G W A, *Winstbepalingsstelsels c.a.*, zesde druk, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1992.

Yin R K, *Case study research: Design and Methods*, 2nd edition, Sage Publications Inc., Newbury Park, 1994.

7.Referenties Hoofdstuk VII

Bilderbeek J, *Financiering in het kubisch stelsel*, Rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar in de Financiering aan de Technische Hogeschool Twente, Enschede, 1980.

Bradford D L, Cohen A R, *Managing for excellence: The guide to developing high performance in contemporary organizations*, John Wiley & Sons, New York, 1984.

During W E, *Wie de ondernemer heeft, heeft de toekomst*, Rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Innovatief Ondernemerschap aan de Universiteit Twente te Enschede op donderdag 27 februari 1992.

Memoret, 15e jaargang, nr. 5, mei 1996.

Mitchell A, *Ways of Life*, SRI International, Business Intelligence Program, Report No. 670, Menlo Park, California, 1982.

Praag M van, *Determinants of Successful Entrepreneurship*, Thesis Publishers, Amsterdam, 1996.

Wärneryd K-E, The Psychology of Innovative Entrepreneurship, *Handbook of Economic Psychology*, W.F. van Raaij, G.M. van Veldhoen, K-E. Wärneryd (editors), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1988.

Weerkamp C, *Bedrijfseconomische beheersbaarheid: Een verklarend model voor prestatie-meting en trendweergave*, Afstudeerscriptie voor de studie Bedrijfskunde aan de Universiteit Twente, uitgevoerd bij de Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij te Groningen, Enschede, juli 1991.

1.Invoering volgnummer

2.Goedemorgen / middag, u spreekt met van onderzoeksbureau Avacon uit Groningen. Wij doen in opdracht van een promovendus aan de Universiteit van Twente onderzoek naar de invloed van venture capital op ondernemerschap en de prestaties van ondernemingen. Wilt u, in navolging van andere participatiemaatschappijen, waaronder de NOM, Atlas Venture Holding en Alpinvest, meewerken aan dit onderzoek en enkele vragen beantwoorden?

	Valid	Cum			
Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent

Ja	124	85.7	85.7	85.7	
Nee	^{a)} 2 4	14.3	14.3	100.0	

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases28Missing Cases0

a)Reden van weigering:

	Valid	Cum			
Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent

Geen tijd	1 3	10.7	75.0	75.0	
Andere reden	[*] 2 1	3.6	25.0	100.0	
	-24	85.7	MISSING		

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases 4Missing Cases24

^{*})In eerste instantie diende de heer geïnterviewd te worden, maar hij bleek nauwelijks meer betrokken bij de desbetreffende organisatie. Anderen waren niet beschikbaar.

--

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

3. De eerste vragen hebben betrekking op ondernemingen die in portefeuille zijn. Bent u zelf op de een of andere manier betrokken bij participaties die reeds in portefeuille zijn?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 122 78.6 91.7 91.7
Nee 2 7.1 8.3 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

4. Ik noem u een aantal manieren waarop u zelf betrokken kunt zijn bij de participaties. Wilt u aangeven of dit voor uw situatie geldt? Deelname aan de raad van commissarissen;

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 118 64.3 75.0 75.0
Nee 6 21.4 25.0 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

5. Deelname aan algemene vergadering van aandeelhouders;

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 123 82.1 95.8 95.8
Nee 1 3.6 4.2 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

6. Gegevens opvragen van bedrijven;

ValidCum

Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja123 82.1 95.8 95.8

Nee2 1 3.6 4.2100.0

- 4 14.3MISSING

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases24Missing Cases4

--

7. Een bestuursfunctie (anders dan die van commissaris) vervullen;

ValidCum

Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja1 8 28.6 33.3 33.3

Nee216 57.1 66.7100.0

- 4 14.3MISSING

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases24Missing Cases4

--

8. Via informele contacten als, zakenlunches;

ValidCum

Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja118 64.3 75.0 75.0

Nee2 6 21.4 25.0100.0

- 4 14.3MISSING

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases24Missing Cases4

--

9. Gesprekken in de wandelgangen;

ValidCum

Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja120 71.4 83.3 83.3

Nee2 4 14.3 16.7100.0

- 4 14.3MISSING

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

TOTAL 28100.0100.0

Valid Cases24Missing Cases4

--

10. Lidmaatschap van commerciële clubs;

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 1 9 32.1 37.5 37.5
Nee 215 53.6 62.5 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Respondent is wel lid van commerciële clubs, maar toch is hier 'nee' ingevuld, omdat deze lidmaatschappen geen verband houden met de participaties.

--

11. Op welke ANDERE manieren bent u zelf betrokken bij de participaties?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Geen andere manier 1 5 17.9 31.2 31.2

Informeel strategie-overleg,
Beleidsafspraken,
Adviseur [3]: 2 5 17.9 31.2 62.4

Vriendenkring,
Kennissenkring,
NCW en NVP: 3 3 10.7 18.8 81.2

Beheerder,
D.m.v. cijfer-analyse,
Bedrijfsbezoeken: 4 3 10.7 18.8 100.0

(Directeur-)Eigenaar,
Managementfunctie,
Gedelegeerd commissaris: - 3 10.7 NON-VALID ^{a)}
- 9 32.1 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

a) Respons betreft vraag 7

Valid Cases 16 Non-Valid Cases 3 Missing Cases 9

--

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

12. De volgende vragen gaan over de informatie die u gebruikt om een onderscheid te kunnen maken tussen 'goede' en 'slechte' bedrijven. Goed en slecht geredeneerd vanuit het oogpunt van uw venture-capital organisatie. Gebruikt u hiervoor jaarrapporten van het bedrijf?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 124 85.7 100.0 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Een onderneming is zo goed als het topmanagement is;
b. Jaarrapporten, financiële rapportage is meer een resultante van de participatie dan dat het input is.

--

13. Gebruikt u hiervoor periodieke financiële gegevens?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 124 85.7 100.0 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

14. Gebruikt u hiervoor periodieke operationele gegevens?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 124 85.7 100.0 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

15. Welke operationele gegevens?

- a. maandcijfers, kwartaalcijfers van orders;
- b. verschilt, soms energieverbruik, soms uitvalpercentage;
- c. verschilt, bijvoorbeeld offertebestand, order intake;
- d. afzetplannen, productieplannen + realisaties hiervan;
- e. productiecijfers, ziektecijfers;
- f. orderstanden, debiteurenstanden, banksaldi;
- g. productiegegevens, plannings- en bezettingscijfers;
- h. concurrentiegegevens;
- i. product- en marktontwikkeling, personeelsgegevens;
- j. afzet ontwikkeling, verdeling over producten;
- k. marketing, voorraden, debiteuren;
- l. bezettingsgraden mens en machine, omloop producten;
- m. productie, commerciële en logistieke cijfers;
- n. is voor elk bedrijf uniek: vooral bezettingscijfers;
- o. management tools, verkoop, inkoop, product soorten;
- p. omzetsnelheid, winst, kwaliteit management;
- q. product, personeel, kwaliteit, omzetsnelheid;
- r. business highlights, marketing, efficiency;
- s. machines, personeel, zeer divers;
- t. bezettingsgraden, orderportefeuille;
- u. inkoop, omzet, belangrijkste kosten op operationeel niveau;
- v. omzet, brutowinstmarge, personeel;
- w. debiteuren, crediteuren, bankstanden, productiecijfers, personeel.

Valid cases 23 Missing Cases 5

16. Gebruikt u nog andere periodieke gegevens voor het kunnen maken van een onderscheid tussen 'goede' en 'slechte' ondernemingen?

Valid Cum

Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja 114 50.0 58.3 58.3
 Nee 210 35.7 41.7 100.0
 - 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Er dient hierbij een onderscheid gemaakt te worden tussen de intake en de lopende operatie. Dit maakt een essentieel verschil volgens één van de respondenten.

--

17. Welke andere periodieke gegevens?

- a. specifieke marktgegevens;
- b. informele contacten rond onderneming;
- c. navragen bij accountants en banken;
- d. continu management volgen;
- e. prognoses, strategische plannen in combinatie met cijfers;
- f. persoonlijke indruk van het management;
- g. kwalitatieve gegevens, bijvoorbeeld ziekteverzuim;
- h. studies N.I.B. en andere banken; HARR analyse;
- i. concurrentieanalyse, businessplan, budgetten, orders;
- j. personeelsbestand, -verloop;
- k. jaarplannen, budgetten;
- l. rapporten externe adviseurs diverse onderwerpen;
- m. eigen bedrijfskundige adviesgroep;
- n. persoonlijk contact.

Valid Cases14Missing Cases14

18. Gebruikt u om te kunnen beoordelen of een bedrijf goed of slecht is ook branche-gegevens?

ValidCum
Value LabelValueFrequencyPercentPercentPercent

Ja120 71.4 83.3 83.3
Nee2 4 14.3 16.7100.0
- 4 14.3MISSING

TOTAL28100.0100.0

Valid Cases24Missing Cases4

--

19. Welke branche-gegevens?

- a. algemene van brancheverenigingen + speciaal onderzoek;
- b. specifieke onderzoeken of algemene trends;
- c. belangenvereniging, centrale registraties, banken;
- d. allerlei, betrekking hebbend op positie bedrijf in sector;
- e. cijfers en trends van de Rabobank;
- f. ligt er aan;
- g. economische trends, berichten en cijfers;
- h. CBS, eigen onderneming: vooral over marktpositie;
- i. alle bekende cijfers die te krijgen zijn;
- j. niet aan te geven, varieert per branche heel sterk;
- k. alle info die intern en extern te vinden is;
- l. alle beschikbare gegevens per bedrijfstak;
- m. omzet/kapitaal/bruto toegevoegde waarde/winst per branche;
- n. marktomvang, -aandeel, ratio's;
- o. moeilijk aan te geven, alles wat beschikbaar is;
- p. Porter analyse als raamwerk, concurrentiepositie;
- q. alle gegevens beschikbaar, zeer divers;
- r. onbekend, door bedrijfskundige adviesgroep gedaan;
- s. marktaandelen.

Valid Cases 19 Missing Cases 9

20. Zou u eigenlijk nog meer informatie nodig hebben om te kunnen beoordelen of een bedrijf 'goed' of 'slecht' is?

Valid Cum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Ja	12	42.85	50.0	50.0
Nee	2	12.85	50.0	100.0
-	4	14.3	MISSING	

TOTAL	28	100.0	100.0	

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

21. Welke gegevens zou u aanvullend willen hebben?

- a. capaciteit van ondernemer + technische aspecten + cultuur;
- b. zou inzicht willen in wat managers beweegt (psychologisch);
- c. management informatie, technische gegevens;
- d. verschilt sterk per bedrijf;
- e. goede analyse financiële en operationele cijfers;
- f. persoonlijk contact management (functioneren);
- g. persoonlijke indruk management;
- h. jaarbudget, meerjarenplan, strategisch plan;
- i. marktinformatie;
- j. kwaliteit + bestendig management;
- k. marktgegevens, technische beoordeling product;
- l. soms specifieke onderzoeken door onderzoeksbureaus.

Valid Cases 12 Missing Cases 16

22. Met welke frequentie krijgt u de meeste relevante gegevens van ondernemingen die al in portefeuille zijn?

Valid Cum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent

Maandelijks 118 64.3 75.0 75.0
Per kwartaal 26 21.4 25.0 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 28100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Bestaande ondernemingen vergen minder tijd dan starters. Ook de frequentie waarmee informatie wordt ontvangen varieert. Dit kan bij bestaande ondernemingen bijvoorbeeld 1 keer per kwartaal zijn en bij starters maandelijks;

b. Meest voorkomende frequentie is maandelijks;

c. Gegevens worden meestal per kwartaal ontvangen. Anders komen gegevens per maand binnen;

d. De frequentie waarmee gegevens worden ontvangen is afhankelijk van de rol in de participatie. Als commissaris ontvang je bijvoorbeeld vaker informatie dan wanneer je geen commissaris bent.

--

23.Hoeveel tijd vraagt een GOEDE onderneming per jaar? {ENQ: in uren weergeven}

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
		10	1	3.6	4.8	4.8		
		15	1	3.6	4.8	9.5		
18	1	3.6	4.8	14.3				
25	2	7.1	9.5	23.8				
30	2	7.1	9.5	33.3				
40	5	17.9	23.8	57.1				
50	4	14.3	19.0	76.2				
60	1	3.6	4.8	81.0				
80	2	7.1	9.5	90.5				
120	1	3.6	4.8	95.2				
140	1	3.6	4.8	100.0				
	7	25.0	MISSING					

TOTAL	28	100.0	100.0					

Valid Cases 21 Missing Cases 7

- Opmerkingen:
- a. De vermelde 40 uur is een minimum aantal. Hier is bovendien van uitgegaan dat alleen de functie van aandeelhouder wordt vervuld en niet die van commissaris. In die situatie zou het namelijk nog ongeveer 6 dagen extra per jaar kosten;
 - b. Tijdsbesteding is moeilijk in te schatten. Goede ondernemingen vergen minder tijd dan slechte ondernemingen, maar respondent kan hierover geen goede inschatting maken;
 - c. De tijd die dit vergt is sterk verschillend per onderneming. Ook afhankelijk van de omvang van het bedrijf. Kan respondent geen 'gemiddeld' antwoord op geven.
-
-

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

24. Hoeveel tijd vraagt een SLECHTE onderneming per jaar? {ENQ: in uren weergeven}

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
		40	1	3.6	4.8	4.8		
		70	1	3.6	4.8	9.5		
100	1	3.6	4.8	14.3				
120	2	7.1	9.5	23.8				
150	2	7.1	9.5	33.3				
160	1	3.6	4.8	38.1				
200	2	7.1	9.5	47.6				
240	1	3.6	4.8	52.4				
250	3	10.7	14.3	66.7				
300	2	7.1	9.5	76.2				
400	1	3.6	4.8	81.0				
500	2	7.1	9.5	90.5				
720	1	3.6	4.8	95.2				
1500	1	3.6	4.8	100.0				
		7	25.0	MISSING				

TOTAL	28	100.0	100.0					

Valid Cases 21 Missing Cases 7

Opmerkingen: a. Dit aantal varieert sterk.

25. Als participatiemaatschappij heeft u zowel de beschikking over formele als over informele stuurmechanismen. Ik noem u zo dadelijk verschillende formele stuurmechanismen met betrekking tot uw participaties. Wilt u telkens aangeven of u bij het aangaan van een participatie deze stuurmechanismen contractueel opneemt en vervolgens wat de relevantie ervan is in de praktijk?

De eerste twee stuurmechanismen hebben betrekking op de onderzoeksfase.

Neemt u contractueel op: (na) betalingsregelingen betreffende een aan toekomstige bedrijfs-economische prestaties gekoppelde prijs van (onderhands) gekochte aandelen?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		112	42.9	50.0	50.0			
Soms wel, soms niet	2	8	28.6	33.3	83.3			
Nee	3	4	14.3	16.7	100.0			
		-	4	14.3	MISSING			

TOTAL	28	100.0	100.0					

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Neemt dit liever niet contractueel op omdat het contraproductief kan werken; b. Ingevuld is dat er soms gebruik van wordt gemaakt, maar het gebeurt in 9 van de 10 gevallen niet.

--

26. Worden deze in de praktijk ook uitgevoerd?

Valid Cum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 114 50.0 70.0 70.0
Soms wel, soms niet 26 21.4 30.0 100.0
- 8 28.6 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 20 Missing Cases 8

--

27. Contract: diverse garanties en vrijwaringsverklaringen jegens de toetredende aandeelhouder(s)?

Valid Cum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 123 82.1 95.8 95.8
Soms wel, soms niet 21 3.6 4.2 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. De respondent geeft aan dat diverse garanties en vrijwaringsverklaringen alleen bij 100% deelnemingen worden opgenomen. Verder worden er nooit stemovereenkomsten opgenomen, maar wel de samenstelling van de RvC.

--

28. Worden deze in de praktijk ook daadwerkelijk afgedwongen?

Valid Cum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 115 53.6 62.5 62.5
Soms wel, soms niet 26 21.4 25.0 87.5
Nee 3 10.7 12.5 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

29. De volgende 4 stuurmechanismen hebben betrekking op initiële transacties.
Neemt u contractueel op: samenstelling van de raad van commissarissen en stemovereenkomsten
inzake de benoeming van de leden ervan?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 121 75.0 87.5 87.5
Soms wel, soms niet 2 7.1 8.3 95.8
Nee 3 1 3.6 4.2 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

30. Past u dit in de praktijk ook daadwerkelijk toe?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 120 71.4 87.0 87.0
Soms wel, soms niet 2 3 10.7 13.0 100.0
- 5 17.9 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 23 Missing Cases 5

--

31. Vervallen

32. Vervallen

33. Contract: Afspraken over een ten gunste van de onderneming af te sluiten levensverzekering op
sleutelfiguren?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 16 21.4 25.0 25.0
Soms wel, soms niet 2 10 35.7 41.7 66.7
Nee 3 8 28.6 33.3 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

34. Vervallen

35.Contract: afspraken over eventuele toekomstige uitbreiding van de participatie, aantrekken vreemd vermogen?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		110		35.7	41.7	41.7		
Soms wel, soms niet		2	4	14.3	16.7	58.3		
Nee		3	10	35.7	41.7	100.0		
-		4		14.3	MISSING			

TOTAL		28	100	.0	100	.0		

Valid Cases24Missing Cases4

--

36.Worden deze in de praktijk ook daadwerkelijk afgedwongen?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		1	9	32.1	64.3	64.3		
Soms wel, soms niet		2	5	17.9	35.7	100.0		
-		14		50.0	MISSING			

TOTAL		28	100	.0	100	.0		

Valid Cases14Missing Cases14

--

37.De volgende 4 stuurmechanismen hebben betrekking op beheer.
Contract: Regelingen betreffende periodiek overleg en informatie-uitwisseling?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		122		78.6	91.7	91.7		
Nee		2	2	7.1	8.3	100.0		
-		4		14.3	MISSING			

TOTAL		28	100	.0	100	.0		

Valid Cases24Missing Cases4

--

38. Hoe vaak vindt in de praktijk regulier overleg plaats (per jaar)?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
		3	2	7.1	10.0	10.0		
4	5	17.9	25.0	35.0				
5	3	10.7	15.0	50.0				
6	5	17.9	25.0	75.0				
8	1	3.6	5.0	80.0				
10	2	7.1	10.0	90.0				
50	1	3.6	5.0	95.0				
99			1	3.6	5.0	100.0		
- 8	28.5	MISSING						

TOTAL	28	100.0	100.0					

Valid Cases 20 Missing Cases 8

- Opmerkingen: a. Vier keer per jaar is het minimum aantal keren overleg;
 b. De frequentie van het regulier overleg verschilt sterk per onderneming.
 Uiteindelijk wordt ook maatwerk geleverd. Dit kan betekenen dat bij de ene onderneming 4 keer per jaar overleg genoeg is, terwijl dit bij een andere onderneming 12 keer per jaar is;
 c. Met de aandeelhouders is 1 x per kwartaal overleg;
 d. Dit overleg vindt ook telefonisch plaats.
- -----

39. Verplichtingen van de participatiemaatschappij jegens de vennootschap (bijvoorbeeld geheimhouding omtrent alle vragen en nog te ontvangen vertrouwelijke informatie)?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
		11	4	50.0	58.3	58.3		
Soms wel, soms niet	2	3	10.7	12.5	70.8			
Nee	3	7	25.0	29.2	100.0			
- 4	14.3	MISSING						

TOTAL	28	100.0	100.0					

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

40. Geeft dit in de praktijk eventueel problemen?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		1		1	3.6	5.9	5.9	
Soms wel, soms niet		2		2	7.1	11.8	17.6	
Nee		3		14	50.0	82.4	100.0	
		-11			39.3	MISSING		

TOTAL		28		100	100.0	100.0		

Valid Cases 17 Missing Cases 11

--

41. Contract: Gevolgen inbreuk op garanties en het niet nakomen van andere verplichtingen?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		118		64.3	75.0	75.0		
Soms wel, soms niet		2		4	14.3	16.7	91.7	
Nee		3		2	7.1	8.3	100.0	
		-		4	14.3	MISSING		

TOTAL		28		100	100.0	100.0		

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

42. Vervallen

43. Contract: Geschillenbeslechting en rechtskeuze (arbitrage c.q. bindend advies of gewone rechter, dan wel combinatie; aanwijzing arbiters c.q. bindend adviseurs c.q. bepaling relatieve bevoegde rechter)?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		117		60.7	70.8	70.8		
Soms wel, soms niet		2		2	7.1	8.3	79.2	
Nee		3		5	17.9	20.8	100.0	
		-		4	14.3	MISSING		

TOTAL		28		100	100.0	100.0		

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

44. Maakt u hier in de praktijk ook daadwerkelijk gebruik van?

```
ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja          1 4 14.3 21.1 21.1
Soms wel, soms niet 2 7 25.0 36.8 57.9
Nee 3 8 28.6 42.1 100.0
- 9 32.1 MISSING
-----
TOTAL 28 100.0 100.0
```

Valid Cases 19 Missing Cases 9

--

45. De laatste 4 stuurmechanismen hebben betrekking op tussentijdse beloning en desinvestering.

Contract: Afspraken over te voeren dividendbeleid?

```
ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja          115 53.6 62.5 62.5
Soms wel, soms niet 2 7 25.0 29.2 91.7
Nee 3 2 7.1 8.3 100.0
- 4 14.3 MISSING
-----
TOTAL 28 100.0 100.0
```

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

46. Past u deze in de praktijk ook daadwerkelijk toe?

```
ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja          120 71.4 90.9 90.9
Soms wel, soms niet 2 2 7.1 9.1 100.0
- 6 21.4 MISSING
-----
TOTAL 28 100.0 100.0
```

Valid Cases 22 Missing Cases 6

--

BIJLAGE I: Vragenlijst en respons-overzicht stuurmechanismen venture capital

47. Contract: Verplichtingen van de vennootschap jegens de participatiemaatschappij zoals antiver-wateringsclausule en het recht om aandelen mee te verkopen wanneer andere aandeelhouders hun aandelen vervreemden?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 122 78.6 91.7 91.7
Soms wel, soms niet 2 7.1 8.3 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Terugkoopformule wordt met name contractueel opgenomen als het management aandelen bezit.

--

48. Vervallen

49. Contract: Terugkoopformule c.q. aanbiedingsplicht participatiemaatschappij?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 19 32.1 37.5 37.5
Soms wel, soms niet 27 25.0 29.2 66.7
Nee 38 28.6 33.3 100.0
- 4 14.3 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 24 Missing Cases 4

Opmerkingen: a. Van terugkoopformule wordt gebruik gemaakt bij een beursgang.

--

50. Wordt hier in de praktijk ook gebruik van gemaakt?

ValidCum
Value Label Value Frequency Percent Percent Percent
Ja 16 21.4 37.5 37.5
Soms wel, soms niet 28 28.6 50.0 87.5
Nee 32 7.1 12.5 100.0
- 12 42.9 MISSING

TOTAL 281 100.0 100.0

Valid Cases 16 Missing Cases 12

--

51. Contract: Verplichting participatiemaatschappij om gedurende een bepaalde periode niet tot vervreemding van haar deelneming over de zullen gaan?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
Ja		1	7	25.0	29.2	29.2		
Soms wel, soms niet		2	6	21.4	25.0	54.2		
Nee		3	11	39.3	45.8	100.0		
-		4		14.3	MISSING			

TOTAL		28	100.0	100.0				

Valid Cases 24 Missing Cases 4

--

52. Vervallen

53. Wat is in uw dagelijkse praktijk de belangrijkste van deze formele stuurmechanismen?

De eerste twee betreffende de onderzoeksfase?

De 4 betreffende initiële transacties?

De 4 betreffende het beheer?

De laatste 4 betreffende tussentijdse beloning en desinvestering?

Valid	Cum	Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
De eerste twee betre		1	3	10.7	16.7	16.7		
De 4 betreffende ini		2	2	7.1	11.1	27.8		
De 4 betreffende het		3	12	42.9	66.7	94.4		
De laatste 4 betreff		4	1	3.6	5.6	100.0		
-		10		35.7	MISSING			

TOTAL		28	100.0	100.0				

Valid Cases 18 Missing Cases 10

Opmerkingen: a. Alle stuurmechanismen zijn even belangrijk. Hier is geen onderscheid in te maken;
 b. Respondent vindt dit een slechte vraag. Alle aspecten zijn belangrijk en dit is niet los van elkaar te zien.

--

54. Welke aanvullende formele stuurmechanismen zou u graag tot uw beschikking willen hebben?

- a. Geen, maar het gaat verder zoals ontslag en budgetzaken;
- b. Zijn allemaal benoemd;
- c. Geen, zijn genoeg;
- d. Hangt af van individuele zaken, ad hoc;
- e. Zou soms in een meerderheidspositie willen zitten;
- f. Ondernemer/meerderheidsaandeelhouder kunnen ontslaan;
- g. Niets, dit is genoeg (als het kader maar vast staat);
- h. Geen;
- i. Geen;
- j. Geeneen;
- k. Begeleiding bij exit;
- l. Geeneen;
- m. Contract: In bepaalde situaties krijgt participatiemaatschappij een meerderheidsbelang;
- n. Geeneen;
- o. Geeneen;
- p. Geeneen;
- q. Participatieovereenkomst maakt AvA beslissingsinstantie in veel zaken;
- r. Geeneen;
- s. Geeneen;
- t. Geeneen.

Valid Cases20Missing Cases8

55. We hebben het tot dusver over formele stuurmogelijkheden gehad, maar welke informele stuur-mogelijkheden wendt u wel eens aan? {ENQ: MEERDERE LATEN NOEMEN}

- a. Veel gesprekken voeren en op die manier iemand sturen;
- b. Invloed uitoefenen d.m.v. informele gesprekken;
- c. Gebruik maken van je netwerk. Elders informatie verzamelen;
- d. Informeel overleg met betrokken beslissers (mede-aandeelhouders of commissarisleden of sleutelmanager);
- e. Overtuigen op basis van argumenten;
- f. Op informele basis gesprekken met management, commissaris en aandeelhouders;
- g. Gesprekken buiten de vergadering om;
- h. Heel moeilijk aan te geven. Verschilt per bedrijf;
- i. Horizonverbreding ondernemer, aangeven voorbeelden en modellen, persoonlijk contact, expertise venture capitalist;
- j. Persoonlijke contacten met commissarissen (ervaringen uit verleden);
- k. Informele gesprekken, overleg over strategie;
- l. Informeel overleg, overredingskracht investment manager;
- m. Informeel overleg met directie en aandeelhouders;
- n. Networking, invloed via informele gesprekken;
- o. Informele gesprekken, verder bewust niet, open en eerlijk spelen via formele stuur-mechanismen;
- p. Sturen via contacten met bank, informele gesprekken na formele vergaderingen;

55. (Vervolg)

- q. Geen, respondent geeft aan sinds twee maanden niet meer werkzaam te zijn als investment manager. Hiervoor heeft hij die functie 6 jaar uitgeoefend. Is nog wel werkzaam bij een participatiemaatschappij;
- r. Vertrouwensrelatie met bestuur, AvA;
- s. Informeel contact met directeur/bank/fiscus/branchegenoten;
- t. Aandeelhouders raadplegen, benaderen toeleveranciers en afnemers;
- u. Allen informeel contact met directie, actieve ondersteuning en invloed beleidsvorming participatie;
- v. Periodiek overleg management, weet geen specifieke stuurmogelijkheden te noemen;
- w. Alleen informele gesprekken, we hebben alleen minderheidsbelangen;
- x. Persoonlijk contact, interim managers, sturen in budgetten.

Valid Cases 24 Missing Cases 4

56. Wanneer we de formele en de informele stuurmechanismen met elkaar vergelijken, welke van de twee soorten vindt u dan het meest belangrijk?
- formele stuurmechanismen?
 - informele stuurmechanismen?
 - geen van beide belangrijk?
 - beide even belangrijk?

Valid Cum

Value	Label	Value	Frequency	Percent	Percent	Percent
1	Formele stuurmechani	9	32.1	39.1	39.1	
2	Informele stuurmecha	9	32.1	39.1	78.3	
3	Beide even belangrij	5	17.9	21.7	100.0	
-5	MISSING					

TOTAL 28 100.0 100.0

Valid Cases 23 Missing Cases 5

- Opmerkingen:
- a. Informeel is zeer belangrijk, maar verschilt van geval tot geval;
 - b. De respondent geeft aan dat zijn bedrijf alleen maar meerderheidsdeelnemingen heeft en altijd de directie voert van de participatie. Het gaat vooral om failliete starters en doorstarters. Hierdoor op de vraag hoe vaak overleg: 99 geantwoord. De investment manager is continu bij een participatie betrokken. De informele stuurmechanismen zijn ook het belangrijkste. De respondent noemt geen specifieke informele stuurmechanismen, maar geeft aan dat er dagelijks overleg is binnen de participaties over te voeren beleid, etc.

--

57. Dan was dit de laatste vraag van de enquête. Wilt u nog iets toevoegen dat naar uw mening van belang is voor deze enquête of hebt u misschien nog vragen? {ENQ: noteer opmerkingen en bedank de respondent voor zijn medewerking!}

- a. Wil graag inzicht in de resultaten;
- b. De vragen zijn vanuit perceptie onderzoeker. Geen goed beeld;
- c. Nee;
- d. Respondent wil graag zijn medewerking verlenen bij verder onderzoek omdat hij zeer geïnteresseerd is in deze materie. Hij zou ook graag een kopie van het proefschrift ontvangen en is verder zeer geïnteresseerd in de onderzoeker en zijn naam.
Opmerking bij manieren van deelname aan participatie: De respondent geeft aan dat hij niet deelneemt aan de RvC, maar wel aanwezig is bij die vergaderingen als toehoorder en daar zijn opinie kan geven. Hij ziet dit als een tussenvorm van RvC-lid en bestuurder.
- e. Wenst graag resultaten van dit onderzoek te ontvangen;
- f. Neen;
- g. Geen;
- h. Neen;
- i. Neen;
- j. Neen;
- k. Niets;
- l. Niets;
- m. Niets;
- n. Neen, de respondent geeft aan sinds twee maanden niet meer werkzaam te zijn als investment manager. Hiervoor heeft hij die functie 6 jaar uitgeoefend. Is nog wel werkzaam bij een participatiemaatschappij;
- o. Sturen staat en valt met informeel contact met onderneming;
- p. Niets;
- q. Nee;
- r. Wil graag verslag enquête/proefschrift ontvangen. De respondent stelt het in ieder geval nadrukkelijk op prijs nog eens iets van dit onderzoek te horen. Bij de vraag: Frequentie periodiek overleg weet de respondent geen antwoord te geven omdat dit nogal verschilt per soort deelneming;
- s. Ook belangrijk: Mogelijkheid tot ontslag directie;
- t. Niets;
- u. Aandeelhoudersovereenkomst is zeer belangrijk;
- v. Niets;
- w. Niets;
- x. Goed op kunnen schieten met de directie is het belangrijkste.

Valid Cases24Missing Cases4

- Opmerkingen:
- a. Kern van het verhaal is dat voorkomen moet worden dat partijen in een formele machtspositie terechtkomen (bijvoorbeeld de aandeelhouder of de voorzitter van de RvC). Verder wordt de respondent graag op de hoogte gehouden van de resultaten;
 - b. De respondent staat er op een verslag van deze enquête of een kopie van het proefschrift te ontvangen. Verder wil hij dat de volgende aantekening wordt gemaakt: de respondent vindt het niet goed en vreemd dat de onderzoeker ananiem wenst te blijven.

Summary

With his soldiers and his subjects
the King shared all the sorrows of the war.

H. M. Wilson¹

Background

Contemporary management literature often addresses the question of which factors determine the success of business enterprises. Research findings show that the "quality of entrepreneurship" significantly contributes to business performance.

Other research findings show that entrepreneurial companies make a significant contribution to employment growth. These empirical findings are consistent with the theory of economic growth regarding entrepreneurship as the key to investment in expanding production capacity.

In the past decade or two, governments of several countries have initiated special measures and incentive programs to facilitate the start-up of new business ventures.

Research findings by the Dutch venture capital association NVP as well as by others show however that the entrepreneur-venture capital dyad does not guarantee good performance or continuity of the entrepreneurial business, especially during the early stages of the life cycle of the business venture. Despite the importance of entrepreneurship, and despite the relative vast amount of research that has been conducted in this field, economic theory has yet to adequately explain the process by which entrepreneurship springs forth and contributes to business performance. Contemporary economic literature indicates that the findings of research into 'successful entrepreneurship' are often of a contradictory nature. Judging from the numerous lists containing different sets of combinations of 'unique' personal characteristics that represent most of contemporary research findings into 'successful entrepreneurship', it does not appear that the field is getting anywhere. Apart from the statistical methodology that is often being used in entrepreneurship research, the absence of a (general) framework from where to conduct entrepreneurship research can be indicated as one of the possible causes.

The problem thesis of this present research concerns the development of such a framework.

Research questions:

In the light of what is mentioned above, the problem thesis was formulated as:

"The design of a conceptual model of entrepreneurship based upon cohering aspects of entrepreneurship, venture capital and business economic performance."

1. in: His Majesty the King, 1910-1935, Associated Newspapers Ltd, London, 1935.

In order to address this thesis, three research questions were formulated:

1. How can business economic performance be defined; and how can this performance be measured?
2. What is entrepreneurship?
3. What is venture capital?

Ad 1: Business economic performance

The first research objective concerns the development of a system of measurement and analysis of business economic performance. Discussing the financial management process leads to the conclusion that the cash-flow cycle is the principal determinant for business enterprise continuity. Of a number of systems measuring business performance, the pyramid structure of the Du Pont system of financial control was found to be most appropriate structure, mainly because of its explanatory character.

An improved system of measuring business economic performance was developed by combining this pyramid structure with the investment, financial and operational cash flows. A number of case studies have been conducted for the application of this performance system. The results showed that a multi-period graphic reproduction of the cash flow data facilitates an excellent understanding of business economic performance. However, these case studies also revealed some restrictions in the application of the performance system. This concerns the findings that data from the annual reports of Dutch business enterprises do not necessarily meet cash flow definitions and criteria. This is particularly true of the balance sheet accounts: "fixed assets" and "shareholders' equity". Recalculating this data may be necessary in order to generate correct input for the performance system. The alternative solution, redefining the performance system, has been rejected for reasons of consistency with the explanatory character of the system. The answer to the first research question has been formulated in concluding that this conceptual cash flow-based performance system can empirically be used for the measurement and analysis of the economic performance of business enterprises.

Ad 2: Entrepreneurship

The phenomenon of entrepreneurship has been studied from the idea that entrepreneurship can be regarded as an empirical object that can be studied from different "knowledge-objects", or points of view. Mainly because for practical reasons, a decision was made to limit the explorative research into entrepreneurship to the economical and psychological "knowledge objects". Studying the historically evolving distinctive economic functions of entrepreneurship lead to the conclusion that the economic function of entrepreneurship can be summarized in the cohering terms of vision/innovation, risk/uncertainty and leadership/stewardship. From a literature study into the psychological aspects of entrepreneurship, the conclusion was drawn that the distinction between the group of entrepreneurs and the group of non-entrepreneurs consists exclusively of the kind of activities displayed by individuals. The psychological model of entrepreneurship, developed by Wärneryd (1988), provides an explanation for entrepreneurial behavior. This model combines three dimensions in the study of entrepreneurship: the motivating effect of novelty seeking and of purposefulness of action and the supporting effect of risk-reducing perception, based on self-confidence. The main elements of Wärneryds model, the quest for novelty, judgment of tractable risks and opportunities, and purposefulness of behavior, show a remarkable analogy with the previously mentioned definition of the economic function of entrepreneurship in the cohering terms of vision/innovation, risk/uncertainty and leadership/stewardship. An answer to the second question of this research has been formulated by combining the cohering terms of the economic function of entrepreneurship and Wärneryds psychological model of entrepreneurship.

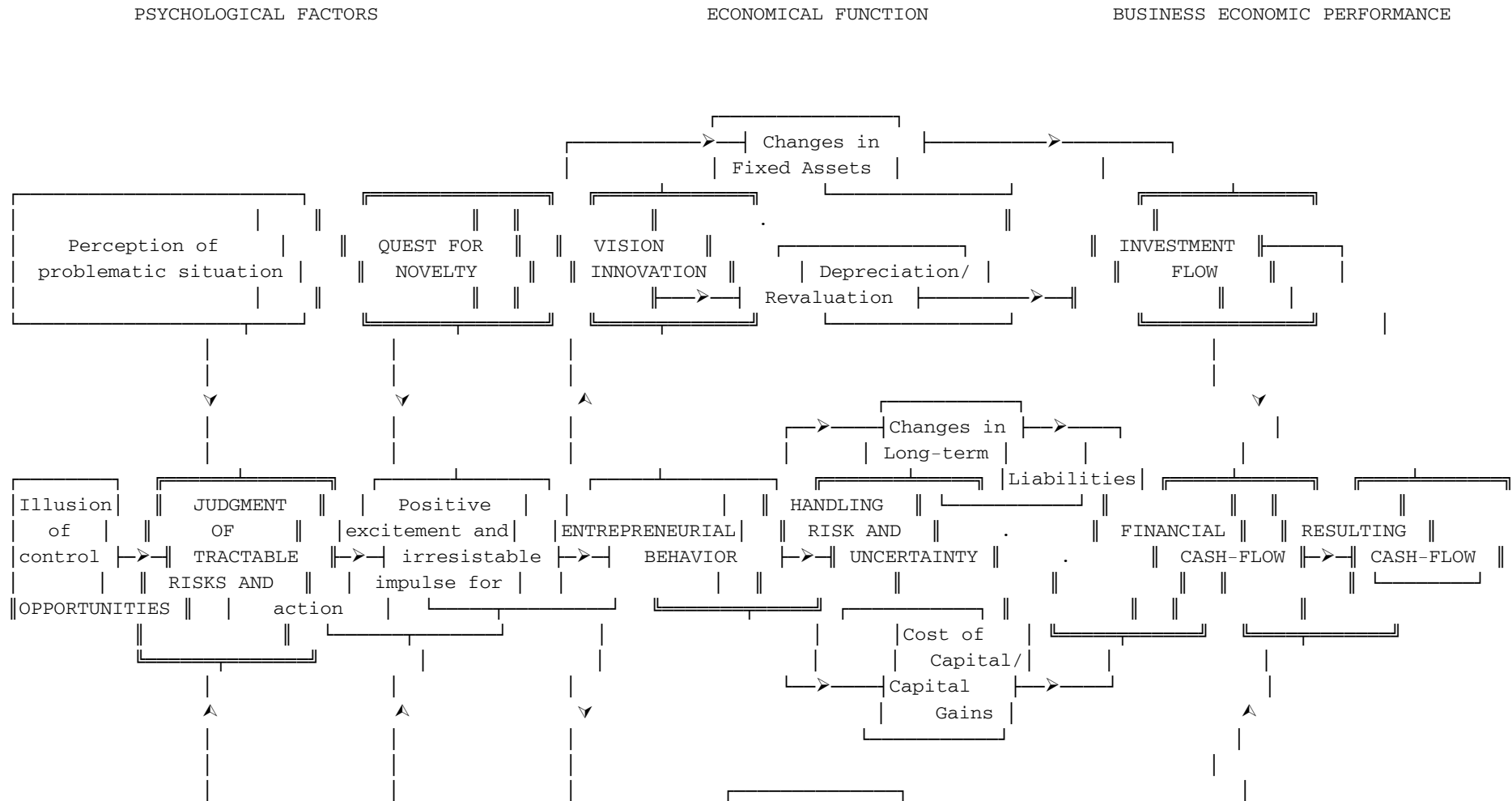
Ad 3: Venture capital

In answering the third research question, a study was conducted into the phenomenon of venture capital in general and elements of venture capital related corporate governance in particular. The main findings of literature research and an empirical survey including Dutch venture capital organizations can be summarized as follows: The Pecking Order Theory by Myers (1984) is consistent with the results of Dutch, Pan-European and American empirical research into the financing preferences of entrepreneurs: The vast majority of entrepreneurs will only consider venture capital when they have not succeeded in attracting other sources of finance such as bank loan facilities. In order to understand the functionality of corporate governance in the relationship between venture capital and entrepreneurship, a survey was conducted involving investment managers of members of the Dutch venture capital association NVP. The outcome of this survey showed that a distinction can be made between passive and active control mechanisms. Passive control mechanisms come in many forms of "sleeping" contractual agreements including matters such as composition of the (supervisory) board of directors, share capital sale-back constructions, and arbitration procedures. Control mechanisms, which bear an active or continuous character of control, support the investment managers' daily control tasks. The main elements include board membership, information exchange and informal consultations with the management of portfolio companies. Investment managers consider these informal consultations equally important to the formal control mechanisms of board membership and (formal) information exchange. The outcome of the survey also showed that investment managers have a non-fulfilled need for data that can contribute to the understanding of what motivates and moves the management of their portfolio companies, and that can contribute to the judgment of management's ability and functionality.

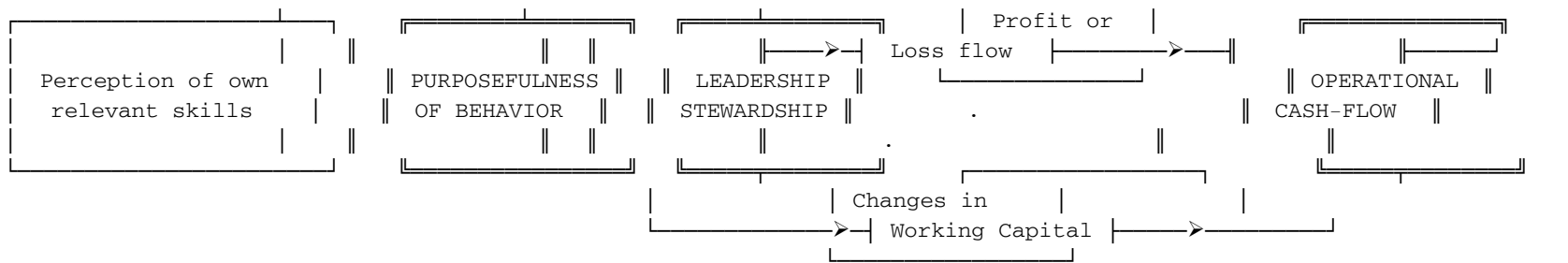
Psychological-Economical Model of Entrepreneurship

After having answered the three research questions, a psychological-economic model of entrepreneurship was developed. This process model, shown in Figure 1, includes the answers to the first two research questions: the psychological aspects of entrepreneurship as indicated by Wärneryd, and the cohering terms in which the economic function of entrepreneurship can be defined, as well as the design of the cash flow-based system of business performance measurement. This explanatory model of entrepreneurship shows the coherence of these different elements. In this model the investment-flow forms a logical extension of the economic function aspects of vision and innovation. The economic function element of handling risk is primarily reflected in the quality and relative quantity of the required (structural and long-term) financing of the enterprise; the question whether the enterprise will in the (near) future be able to repay its financial obligations towards third parties is a reflection of the uncertainty factor. Finally, the economic function-element of leadership and stewardship is translated into the composing factors of the operational cash flow. The model further indicates that the entrepreneur him or herself exerts a major influence on entrepreneurship. Mitchell's (1982) theory of ways of life and the change path of life ways, helps to explain some of the (entrepreneur) person-related processes included in the psychological-economic model of entrepreneurship. Theoretical possibilities for external influence of economic function aspects of entrepreneurship consist mainly of influencing the elements of vision and innovation. A conceptual model developed by During (1992) including the aspects of giving directions and giving room, awarding results, and calling to account, provides insight into how external influence can be used with the economic functional elements of vision and innovation. Influencing the economic function of handling risk and uncertainty is on the one hand possible through handing models and methods - as indicated by Bilderbeek, Roozenburg and Vijge (1986) - that can assist in judgment of risks, and on the other by means of discussions with the entrepreneur concerning his or her anticipated investment and financing decisions.

Figure 1. Psychological-Economical Model of Entrepreneurship



Summary



It can be concluded that the control-aspect within a business enterprise will tip the scales when discussions with the entrepreneur do not result in a clear outcome. Finally, activity aspects of the management of business enterprises and a number of additional possibilities for exercising external influence are under discussion.

In order to test the model of entrepreneurship two case studies were conducted, including medium-sized Dutch business enterprises that were co-funded with venture capital.

The overall conclusion of both case studies is that the main business processes can be explained by applying the psychological-economic model of entrepreneurship that was developed. The application of this model can be used for benchmark-analysis of in-company processes. It can therefore be further concluded that for the type of business enterprises that were included in the research, a balance between the cohering entrepreneurship aspects of vision/innovation and leadership/stewardship forms a prerequisite for successful progress.

In relation to the application of control by venture capital organizations, the case studies show that for medium sized companies the control possibilities of venture capital organizations are limited to a great extent to the positions of power to be exercised via shareholders meetings or via the board of directors. Although the results of the previously mentioned survey showed that investment managers consider informal consultations with the management of their portfolio companies equally important to the formal control mechanisms of board membership and formal information exchange, the case studies showed no evidence that informal control mechanisms used by investment managers had any impact on the business economic performance of the researched companies. A possible explanation may be that informal control mechanisms are primarily applicable with smaller sized companies that have not (yet) installed a "governance-institute", and "individual entrepreneurship" is being practiced by a single manager and majority stock owner.

Conclusions

The general overall conclusions are that:

- i. A conceptual model of entrepreneurship has been developed that can be used as a framework for entrepreneurship research.
- ii. The psychological-economical model of entrepreneurship will contribute to an improved analysis and understanding of the coherence of the different elements of the business economic performance of enterprises and of the processes that play an important role in this process.
- iii. This model can be useful to investment managers in satisfying the unfulfilled need for data that can contribute to the understanding of what motivates and moves the management of their portfolio companies, and that can contribute to the assessment of management's relevant abilities and functionality.

It is expected that this research, following earlier research, primarily by Wärneryd, can form a basis for the development of a general applicable theory of entrepreneurship.

Future research into primarily the (psychological) mechanisms that affect changes in "individual entrepreneurship" such as the change from Mitchell's "makerism" to "preserverism" appears to be a good starting point for further development of such a theory of entrepreneurship.

