

Rotterdam School of Management  
Erasmus University

# De invloed van banken op de strategie van Nederlandse corporate ondernemingen

Auteur: Lukas Anker

Rotterdam School of Management  
Erasmus University

Afstudeerscriptie als onderdeel van het doctoraal bedrijfskunde,  
Major Strategisch Management

16 augustus 2012

Auteur: Lukas Anker

Studentnummer: 349425

Scriptie begeleiding: Dr. Tom J.M. Mom

Meelezer: Drs. Thomas Blekman

Lukas.anker@abnamrocomfin.com

Erasmus Universiteit

Rotterdam School of Management

PTO MScBA/drs. Bedrijfskunde

Burgemeester Oudlaan 50, J3-28

3062 PA Rotterdam

© 2012, Lukas Anker. Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën of op andere manier, zonder vooraf schriftelijke toestemming van de auteur. De inhoud van deze scriptie is geheel voor de verantwoordelijkheid van de auteur. De RSM is slechts verantwoordelijk voor de onderwijskundige begeleiding en aanvaardt in geen enkel opzicht verantwoordelijkheid voor de inhoud.

# INHOUDSOPGAVE

<b>Inhoudsopgave</b>	<b>3</b>
<b>Voorwoord</b>	<b>5</b>
<b>Samenvatting</b>	<b>6</b>
<b>1 Inleiding</b>	<b>8</b>
1.1 Introductie	8
1.2 Onderzoeksvraag	9
1.3 Onderzoeksmethodologie	10
1.4 Contributies	12
1.5 Structuur van de scriptie	12
<b>2 Literatuuronderzoek</b>	<b>13</b>
2.1 Inleiding literatuur onderzoek	13
2.2 Exploiteren en exploreren	13
2.3 Relationship banking	18
2.4 Convenanten	23
2.5 Proposities	26
<b>3 Methodologie</b>	<b>30</b>
3.1 Inleiding methodologie	30
3.2 Onderzoek strategie	30
3.3 Data verzamelen	32
3.4 Data analyseren	33
3.5 Validiteit en betrouwbaarheid	34
<b>4 Resultaten empirisch onderzoek</b>	<b>36</b>
4.1 Introductie	36
4.2 Exploitatie en Exploratie strategie	36
4.3 Relationship Banking	41
4.4 Convenanten	45
4.5 Invloed van relationship banking op de exploratie strategie	48
4.6 Invloed van convenanten op de exploitatie strategie	51
4.7 Invloed van convenanten op de exploratie strategie	54
4.8 Additionele bevindingen	58

<b>5</b>	<b>Discussie en conclusie</b>	<b>63</b>
5.1	Introductie	63
5.2	Discussie van de resultaten	63
5.3	Contributies	75
	<b>Bijlage 1: Interviewwijzer</b>	<b>80</b>
	<b>Bijlage 2: Toelichting convenanten</b>	<b>82</b>
	<b>Literatuur</b>	<b>83</b>

### Tabellen

Tabel 1	Exploitatie strategie	17
Tabel 2	Exploratie strategie	17
Tabel 3	Relationship Banking	22
Tabel 4	Convenanten	26
Tabel 5	Overzicht Interviews	33
Tabel 6	Kenmerken exploitatie strategie	38
Tabel 7	Kenmerken exploratie strategie	40
Tabel 8	Generieke kenmerken relationship banking	44
Tabel 9	Generieke kenmerken convenanten	47
Tabel 10	Beïnvloeding exploratie door relationship banking	50
Tabel 11	Beïnvloeding exploitatie door convenanten	53
Tabel 12	Beïnvloeding exploratie door convenanten	57
Tabel 13	Moderator her-onderhandelbaarheid	59
Tabel 14	Kenmerken Relationship Banking: Vergelijking literatuur en empirie	66
Tabel 15	Kenmerken convenanten: Vergelijking literatuur en empirie	68

### Figuren

Figuur 1	Conceptueel model	29
Figuur 2	Moderator her-onderhandelbaarheid	60

# VOORWOORD

Dit onderzoeksproject is door mij uitgevoerd als onderdeel van de parttime opleiding bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Dit is mijn masterscriptie en met veel genoegen presenteer ik het resultaat van de meest intensieve en leerzame periode uit mijn leven.

Het onderzoek is een inspirerende ontdekkingsstocht geweest naar nieuwe en bestaande theoretische invalshoeken op het gebied van strategisch management en corporate finance. Tijdens deze ontdekkingsstocht heb ik geleerd, hoe meer kennis je vergaart, hoe minder je lijkt te weten. De twee jaar bedrijfskunde heb ik dan ook ervaren als een zeer interessante kennismaking met de wetenschappelijke wereld. Dit onderzoek is voor mij een stimulans om nieuwsgierig te blijven naar alle zaken waar ik nog geen kennis van heb genomen.

Ik wil graag mijn afstudeerbegeleider Dr. Tom Mom bedanken voor alle gesprekken, de snelle respons en de adequate feedback van de afgelopen maanden. Ik heb de begeleiding als zeer prettig ervaren. In dat opzicht wil ik ook meeleser Drs. Thomas Blekman bedanken voor zijn aanstekelijke enthousiasme en inspiratie voor mijn onderzoek. Daarnaast ben ik alle geïnterviewde CFO's erkentelijk dat ze ondanks zeer drukke agenda's tijd hebben willen vrijmaken om mee te werken aan dit onderzoek.

Gedurende dit onderzoek heb ik veel steun gehad van mijn medestudenten Eva en Frank. Hopelijk blijven jullie een peergroup voor het leven. Eveneens dank aan Trees en Els die met hun feedback hebben bijgedragen aan de leesbaarheid van dit onderzoek.

Het bewonderenswaardige geduld van mijn vriendin Leonie en haar onvoorwaardelijke steun en stimulans hebben ervoor gezorgd dat ik dit traject binnen de gestelde termijn ga afronden. Het is een buitengewone mooie en leerzame ervaring geweest.

## SAMENVATTING

Banken zijn de voornaamste externe financiers van corporate ondernemingen in Nederland. Vooralsnog is nog onduidelijk wat de invloed is van deze banken op de strategie van ondernemingen.

Investeringsbeslissingen worden sterk beïnvloed door de exploitatie en exploratie strategie van ondernemingen. Dit zijn strategische beslissingen die in de boardroom van ondernemingen worden genomen. Op dit strategische niveau worden investeringsbeslissingen ook beïnvloed door de bestaande financieringsconvenanten en relationship banking. Tegen deze achtergrond is de onderzoeksvraag geformuleerd; "*Hoe beïnvloeden convenanten en relationship banking de exploitatie en exploratie strategieën van corporate ondernemingen?*"

Om antwoord te geven op bovenstaande probleemstelling is een literatuurstudie uitgevoerd naar de theoretische concepten; exploitatie, exploratie, relationship banking en convenanten. Middels de kenmerken van de theoretische concepten zijn een drietal proposities geformuleerd. Op basis hiervan is een semi gestructureerde vragenlijst opgesteld, waarmee interviews zijn afgenomen met negen CFO's van grote Nederlandse corporate ondernemingen. Het onderzoek kan getypeerd worden als een kwalitatief deductief empirisch onderzoek, waarbij gebruik is gemaakt van een cross sectionele onderzoeksmethode. Op basis van de verkregen onderzoeksdata zijn proposities al dan niet ondersteund.

In de empirie zijn aanwijzingen gevonden voor aanvullingen op de bestaande theoretische concepten in de literatuur. Daarnaast blijkt uit de empirie dat de drie onderzoeksproposities worden ondersteund.

*Propositie I: Relationship banking heeft een positieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.* Uit het empirisch onderzoek blijkt dat relationship banking door middel van drie mechanismen; flexibiliteit in kredietverlening, bereidheid tot risico acceptatie en de opbouw van een lange termijn relatie, positief bijdraagt aan de exploratie strategie van ondernemingen.

Propositie II: *Convenanten hebben een positieve invloed op de exploitatie strategie van ondernemingen.* Uit dit onderzoek komt naar voren dat convenanten drie mechanismen herbergen; beheersen van risico's, voorspelbaarheid kredietverlening en korte termijn focus, die allen een positieve invloed hebben op de exploitatie strategie.

Propositie III: *Convenanten hebben een negatieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.* Uit het empirisch onderzoek lijken vier mechanismen; beperkte investeringen, risicobeheersing, voorspelbaarheid kredietverlening en korte termijn focus een negatieve invloed te hebben op de exploratie strategie van ondernemingen.

Naast bovenstaande proposities zijn additionele bevindingen besproken. Het kenmerk her-onderhandelbaarheid van convenanten lijkt een positief moderatie effect te hebben op de relatie tussen convenanten en de exploratie strategie van ondernemingen. Door het veranderende gedrag van banken tijdens de kredietcrises neemt volgens de empirie de positieve invloed van relationship banking op risico acceptatie af.

Door deze bevindingen wordt in de bediscussiëring van de resultaten aangehaald dat het paradoxaal is dat banken steeds meer sturen op exploitatie terwijl uit de bestaande literatuur (Gibson 2004, Jansen 2006, Gupta 2006, He 2004) blijkt dat juist ambidextere bedrijven verbeterde financiële prestaties laten zien. De verminderende invloed van relationship banking lijkt dan ook een serieuze dreiging te vormen voor de exploratie strategie en innovatiekracht van corporate ondernemingen.

Naast de bijdragen aan de theorie en de management praktijk van de strategische beslissers zijn de inzichten van dit onderzoek ook interessant voor banken, want zoals een CFO van een corporate onderneming in dit onderzoek mooi verwoord; *'De beste dingen voor het bedrijf zijn at the end ook de beste dingen voor de banken.'* (I:5)

# 1 INLEIDING

## **1.1 Introductie**

In de strategische management literatuur is reeds veel aandacht besteed aan de paradox tussen stabiliteit en verandering (March 1991). Dit spanningsveld is als eerste door Schumpeter 1934 omschreven als de tweedeling binnen organisaties tussen exploitatie en exploratie. Aan de ene kant moeten ondernemingen hun huidige middelen en vaardigheden op een efficiënte manier inzetten om op korte termijn resultaten te realiseren. Aan de andere kant hebben ondernemingen belang bij het ontwikkelen van nieuwe kennis en vaardigheden om te kunnen reageren op veranderingen in de omgeving.

Exploitatie en exploratie kunnen worden gezien als twee verschillende investeringsopties / beslissingen (Lewin 1999a). In het onderzoek van Lewin, en in algemene strategie modellen zoals dat van Porter (1979), wordt betoogd dat strategische investeringsbeslissingen van een onderneming samenhangen met beslissingen en gedragingen van spelers in de externe omgeving van de onderneming zoals concurrenten, klanten, en toeleveranciers. Een belangrijke groep spelers die van invloed kan zijn op beslissingen van ondernemingen bij strategische investeringen zijn financiële instellingen (Hall 1992). Financiële instellingen ontbreken echter in de bekende modellen van strategievorming.

Er zijn talrijke studies gedaan naar de relatie tussen investeringen en haar financiering (Hubbard 1998). Uit deze studies blijkt dat financieringsbeperkingen van groot belang zijn voor ondernemingen (Carpenter 1994). Als gevolg van imperfecties in de kapitaalmarkt door asymmetrie van informatie heerst er een kloof tussen potentiële aanbieders van externe financiering en ondernemingen.

Banken hebben als voornaamste doel om de problemen met asymmetrische informatie stromen op te lossen (Diamond 1984). Banken zijn daardoor de voornaamste externe financiers van corporate ondernemingen en zullen in tijden van crisis andere eisen stellen aan de investeringen van ondernemingen. Dit heeft invloed op de verschillende relaties die banken aangaan met corporate ondernemingen. Inzicht in hoe banken van invloed zijn op strategische beslissingen van grote ondernemingen is nog beperkt onderzocht.



## **1.2 Onderzoeksvraag**

Een belangrijk hedendaags thema in de bedrijfskunde literatuur is dat succesvolle bedrijven zowel kunnen exploiteren als exploreren (March 1991, Barney 1991, Levinthal and March 1993, Tushman and O'Reilly 1996, Floyd 2000, Mom 2006, Jansen 2009).

Ondernemingen moeten de hedendaagse business kunnen managen, maar tegelijkertijd kunnen inspelen op nieuwe invloeden in de omgeving. Belangrijk onderzoek is verricht naar de antecedenten en consequenties van exploitatie en exploratie in de afgelopen jaren. In veel van deze studies is onderzocht wat de invloed is van de resources van ondernemingen en omgevingsturbulentie op het genereren van nieuwe kennis en product innovaties (Levinthal and March 1993, Park 2002, Gibson 2004, Jansen et al. 2005).

Een zeer belangrijke resource van ondernemingen is de toegang tot de financiële markten om de exploitatie en exploratie strategie te financieren. In Nederland wordt in belangrijke mate toegang tot financiële markten verkregen door relaties aan te gaan met commerciële banken. In tijden van crises wordt van banken verwacht dat men ondanks de slechte macro omstandigheden kredieten verleent aan ondernemingen. Deze flexibiliteit kan namelijk niet worden verwacht van anonieme financiële markten (Rajan 1998). Om een dergelijke flexibiliteit te kunnen geven is het noodzakelijk dat een bank een relatie aangaat met de kredietnemer. Deze relatie kan worden omschreven als de band tussen bank en kredietnemer die verder gaat dan de executie van simpele, anonieme financiële transacties. (Ongena 2000)

In de hedendaagse literatuur is veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen ondernemingen en commerciële banken (Rajan 1998, Sharpe 1990, Boot 1994, Boot 2000, Diamond 2001). Hoewel in perfecte financiële markten geen contracten nodig zijn (Modigliani 1958) worden de meeste financieringen verstrekt onder contractuele voorwaarden die veelal worden geoperationaliseerd in convenanten. Deze debt convenanten, hebben naast de bank-onderneming relatie, invloed op de investeringsbeslissingen van ondernemingen. Convenanten worden voornamelijk gebruikt bij de kredietverlening aan corporate ondernemingen in Angel-Saksische landen. In Europese landen en zeker in Nederland is de trend dat de laatste 10 jaar steeds meer gebruikt wordt gemaakt van convenanten bij kredietverlening aan corporate ondernemingen.

Investeringsbeslissingen worden sterk beïnvloed door de exploitatie en exploratie strategie van ondernemingen. Dit zijn strategische beslissingen die in de boardroom van ondernemingen worden genomen. Deze investeringen hebben verschillende profielen ten aanzien van looptijd en risico (Lewin 1999a). Hier ligt mogelijk een verband met de relationship banking en convenanten literatuur aangezien daar risico en looptijd belangrijke aspecten zijn (Boot 2000, Carey 1998) Interessant is daarom om te onderzoeken wat de invloed is van banken op de strategische exploitatie-exploratie beslissingen van corporate ondernemingen.

In lijn met deze bevindingen zal dit onderzoek inzicht geven in de vraag of, en zo ja hoe commerciële banken invloed hebben op de exploitatie en exploratie strategie van ondernemingen. Banken managen door middel van convenanten en relationship banking de verhoudingen met corporate ondernemingen. Dit onderzoek richt zich op de vraag of en hoe deze componenten ondernemingen beïnvloeden vanuit een strategisch management perspectief. Dit leidt tot onderstaande probleemstelling;

***"Hoe beïnvloeden convenanten en relationship banking de exploitatie en exploratie strategieën van corporate ondernemingen."***

Om tot een beantwoording te komen van de onderzoeksvraag en een beter inzicht te krijgen in de theoretische concepten zijn een zestal subvragen geformuleerd;

1. Wat is een exploitatie strategie voor corporate ondernemingen?
2. Wat is een exploratie strategie voor corporate ondernemingen?
3. Wat is relationship banking voor corporate ondernemingen?
4. Wat zijn convenanten voor corporate ondernemingen?
5. Hoe beïnvloedt relationship banking de exploitatie en exploratie strategie van corporate ondernemingen?
6. Hoe beïnvloeden convenanten de exploitatie en exploratie strategie van corporate ondernemingen?

### **1.3 Onderzoeksmethodologie**

Nu is vastgesteld welke inzichten kunnen bijdragen aan de literatuur omtrent de exploratie en exploitatie strategie moet worden vastgesteld hoe dit kan worden onderzocht. Voorafgaand aan het empirisch onderzoek zal een literatuurstudie worden uitgevoerd waarin relevante literatuur wordt onderzocht die betrekking heeft op de genoemde theoretische concepten. Het literatuuronderzoek vormt de basis waaruit onderzoek proposities voortvloeien.

Deze proposities worden door middel van empirisch kwalitatief onderzoek deductief onderzocht. Met deze onderzoeksmethodiek wordt het mogelijk breder en dieper inzicht te krijgen in de theoretische concepten.

Door observaties van meerdere ondernemingen kunnen er bepaalde patronen zichtbaar worden die inzicht geven in de causale mechanismen. Dit onderzoek vereist inzicht in de strategische beslissingscentra van ondernemingen. Kwalitatief onderzoek biedt de mogelijkheid om de *Hoe* en *Waarom* vragen te beantwoorden en de invloedrelatie in een bredere context te onderzoeken. Daarnaast is kwalitatief onderzoek de enige manier om op boardroom niveau van corporate ondernemingen de benodigde inzichten te vergaren. Door gebruik te maken van semi gestructureerde interviews en met behulp van "open vragenlijsten" (Bryman and Bell 2011) (465-469), waarvoor de literatuurstudie als voedingsbodem heeft gediend, zal door de kwalitatieve methodiek breder en dieper inzicht verkregen worden.

In deze kwalitatieve studie worden de semi gestructureerde interviews bij een negental grote Nederlandse corporate ondernemingen uitgevoerd. De negen Chief Financial Officers (CFO) die worden geïnterviewd voor dit onderzoek, worden allen dagelijks geconfronteerd met vraagstukken over de exploitatie en exploratie strategie van de onderneming en onderhouden de contacten met banken. De ervaringen van deze managers zijn significant, doordat het hun dagelijks werk betreft, waardoor een relevant beeld kan worden gecreëerd. Hierdoor wordt inzicht verkregen in de beslissingscentra van corporate ondernemingen.

Deze studie zal worden uitgevoerd bij corporate ondernemingen in Nederland die in de bancaire wereld worden gedefinieerd als ondernemingen met een omzet tussen de € 30 en € 500 miljoen. De Nederlandse markt voor corporate ondernemingen is een zeer interessante research context aangezien dit hoogwaardig ontwikkelde ondernemingen zijn die de afgelopen jaren zijn geconfronteerd met flinke turbulentie door de invloeden van de kredietcrises en dynamische markten.

In dit onderzoek staan corporate ondernemingen centraal uit verschillende industrieën en sectoren. Deze ondernemingen zijn interessant, omdat hier wordt onderzocht of waarneembare patronen zijn over verschillende sectoren. Deze ondernemingen worden in de hedendaagse markten uitgedaagd om in nieuwe producten en services te investeren, terwijl op hetzelfde moment de bestaande producten en services moeten worden geëxploiteerd. Dit terwijl commerciële banken mogelijk invloed uitoefenen op deze ontwikkelingen.

Tevens zal met behulp van bedrijfsdocumenten triangulatie worden toegepast. De specifieke observaties van de corporate ondernemingen zullen uiteindelijk worden gecombineerd met de bestaande inzichten uit de huidige literatuur.

Dit onderzoek richt zich op de invloed van een nieuw antecedent op het centrale begrip exploitatie en exploratie. Kwalitatief onderzoek is uitermate geschikt om de invloed van commerciële banken op ondernemingen binnen de onderzoekscontext te beschrijven.

## ***1.4 Contributies***

Dit onderzoek heeft als doel om bij te dragen aan de reeds omvangrijke strategisch management literatuur en corporate finance literatuur. Er is al veel gepubliceerd over de antecedenten die invloed heb op exploitatie en exploratie. Hoewel uitvoerig is gepubliceerd over de invloed van externe financiering op investeringen is nog weinig bekend over de invloed van externe financiers op de strategie van ondernemingen. In de organisatie theorie ontwikkelt organisatie ambidexteriteit zich als nieuw paradigma dat bestaat uit het spanningsveld tussen exploitatie en exploratie bij ondernemingen. Door te onderzoeken wat specifiek de invloed is van commerciële banken op de exploitatie-exploratie strategie van ondernemingen kunnen nieuwe inzichten worden verkregen die kunnen bijdragen aan dit onderzoeksparadigma in ontwikkeling. Daarnaast zullen door het strategisch management perspectief, nieuwe inzichten worden verkregen die een aanvulling zijn op de reeds bestaande corporate finance literatuur.

## ***1.5 Structuur van de scriptie***

Deze scriptie bestaat uit vijf hoofdstukken. In hoofdstuk 1 is de inleiding, introductie, context en toegepaste methodologie kort beschreven. In hoofdstuk 2 worden de theoretische concepten aan de hand van de literatuur beschreven en worden proposities geformuleerd. In hoofdstuk 3 wordt de juiste onderzoeksmethodologie om de propositie te onderzoeken, zijnde een cross sectioneel onderzoek, weergegeven en gemotiveerd. Daarnaast worden de methodologische processtappen nader beschreven. De dataverzameling wordt in hoofdstuk 4 uitgewerkt waarna de analyse van deze data wordt toegelicht. Vervolgens worden in hoofdstuk 5 de resultaten bediscussieerd in het licht van de reeds bestaande theorie. Samen met de beschrijving van de beperkingen van dit onderzoek zal dit leiden tot proposities voor verder onderzoek.

## 2 LITERATUURONDERZOEK

### **2.1 Inleiding literatuur onderzoek**

Het onderzoekskader van deze afstudeerscriptie zal zich bewegen tussen de theoretische concepten; exploitatie, exploratie, relationship banking en schuld convenanten. De concepten exploitatie en exploratie worden gezien als investeringsalternatieven die verschillen in profiel, termijnen en risico. Hier lijkt een mogelijke overeenkomst met de relationship banking en convenanten literatuur, waar termijnen en risico afwegingen kenmerken zijn. De theoretische concepten worden verder uitgediept aan de hand van relevante literatuur en studies. Door de literatuur van de verschillende theoretische concepten te doorgronden en met elkaar in contact te brengen worden nieuwe inzichten verkregen. Vervolgens worden op basis van deze literatuurstudie proposities gevormd die worden onderzocht bij verschillende corporate ondernemingen in Nederland.

### **2.2 Exploiteren en exploreren**

#### 2.2.1 Introductie exploitatie & exploratie strategie

Ondernemingen worden constant geconfronteerd met de uitdaging om bestaande competenties te ontplooiën en nieuwe competenties te ontwikkelen (Vera 2004). Ondernemingen exploreren om zich aan te passen aan de turbulente markten. Zij gaan op zoek naar nieuwe ideeën en processen en ontwikkelen nieuwe producten voor deze markten (Danneels 2002). Uit het overzichtsartikel van Raisch en Birkenshaw 2008 blijkt dat sinds de eerste publicatie van Duncan in 1976, veel literatuur over het spanningsveld tussen exploitatie en exploratie is verschenen. Na Duncan, die de eerste was die de term ambidexteriteit gebruikte, was het vooral March (March 1991) die het samenvatte als het balanceren tussen exploratie en exploitatie. Het lange termijn succes van ondernemingen is afhankelijk van de mate van exploitatie die moet leiden tot voldoende middelen om middels exploratie toekomstige inkomsten te genereren (Levinthal 1993). In de literatuur worden verschillende stromingen onderscheiden; die van de lerende organisatie, technologische innovatie, organisatie aanpassing, strategisch management en organisatie ontwerp. Door deze verschillende stromingen binnen de literatuur is veel bekend over de eigenschappen van organisatie exploitatie en exploratie.

### 2.2.2 Exploitatie strategie

In de literatuur wordt exploitatie omschreven als het steeds beter en efficiënter benutten van bestaande concurrentie voordelen. In de academische literatuur wordt exploitatie vooral geassocieerd met routine-matig werk (Adler 1999), Alignment (Birkinshaw 2004) evolutionaire veranderingen (Tushman and O'Reilly 1996) en korte termijn innovatie (Benner 2003). Dit wordt in de literatuur omschreven als 'induced strategic behavior' waarbij alle activiteiten vallen binnen de bestaande strategische planning op operationeel niveau en de huidige concept strategie (Burgelman 1983). De activiteiten die geassocieerd worden met exploitatie hebben betrekking op het vergroten van opbrengsten bij bestaande klanten en het verbeteren van bestaande producten, processen en services. Deze inspanningen leiden tot lagere kosten en betere producten. Deze activiteiten leiden tot oplossingen binnen het kennisdomein van de onderneming (Kang 2009).

Exploitatie van bestaande waarden is een manier om voorspelbare opbrengsten te genereren uit de investeringen van ondernemingen. Dit is een strategie die het meest geschikt is voor stabiele en beperkt concurrerende ondernemingen. Het meest bekende voorbeeld hiervan zijn de Japanse ondernemingen uit de jaren 70 en 80 die van operational excellence hun concurrentie voordeel hebben gemaakt (Porter 1996). Exploitatieve aanpassingen zijn primair gericht op incrementele verbeteringen van bestaande vaardigheden en kostenreducties die zijn opgenomen als specifieke targets of operationele doelen in de business plannen van ondernemingen. Aangezien exploitatie aanpassingen makkelijk te imiteren zijn levert dit geen duurzaam concurrentievoordeel op (Lewin 1999a).

### 2.2.3 Exploratie strategie

De essentie van exploratie is dat ondernemingen op zoek gaan naar nieuwe (toekomstige) concurrentievoordelen. Exploratie heeft betrekking op radicale innovatie ten behoeve van toekomstige markten, producten en services (Benner 2003). Hierdoor wordt gewerkt aan de exploratie van nieuwe technologieën en groeimarkten. Explorerende activiteiten dragen bij aan het vinden van en de positionering op nieuwe marktsegmenten. In de literatuur wordt exploratie geassocieerd met non-routine-matige werkzaamheden (Adler 1999), kunnen aanpassen aan de omgeving (Birkinshaw 2004), revolutionaire veranderingen (Tushman and O'Reilly 1996), lange termijn innovatie (Tushman et al. 1997) en exploratief leren (March 1991). Deze gevarieerde activiteiten zijn allen gerelateerd aan creativiteit en innovatie. Een continue prikkel tot het verkennen van uitbreidingsmogelijkheden en het uitbreiden van kennis, waardoor men in deze nieuwe markten ook nieuwe combinatie mechanismen kan ontplooiën (Kang 2009).

Exploratieve innovatie wordt gedefinieerd als radicale verandering en ontwikkeling om in de behoeften van de toekomstige klanten en markten te voorzien (Benner 2003). Dit strategisch gedrag wordt in de literatuur omschreven als 'autonomous strategic behavior' waarbij de strategie verder gaat dan de huidige strategische planning van de onderneming (Burgelman 1983).

Exploratie leidt tot een hogere financiële performance in een dynamische omgeving (Jansen 2006) en vergroot de collectieve kennis binnen organisaties (March 1991). In dynamische omgevingen zullen huidige exploitatieve productiemethoden verouderen. Exploratie is dan noodzakelijk om de collectieve methoden op minimaal concurrerend niveau te houden. Exploratie is onmisbaar om marktleiderschap te realiseren (March 1991). Hoewel exploitatie nodig is om continu resultaten te realiseren kan alleen exploratie leiden tot marktleiderschap in een dynamische omgeving (Jansen 2006). Naast dat exploratie nodig is om op lange termijn succesvol te zijn, leidt exploratie tot een zienswijze als innovatieve, creatieve en cutting edge onderneming (Khaslavsky 1999). Hierdoor kan de onderneming meer marges realiseren dan haar concurrenten (Rindova 2005).

#### 2.2.4 Strategisch perspectief exploitatie en exploratie

In dit onderzoek staat het strategisch perspectief op exploitatie en exploratie centraal. Vanuit het strategisch management perspectief wordt exploitatie vertaald als het ontplooiën van initiatieven die passen binnen de huidige strategie en exploratie als het ontplooiën van initiatieven die buiten de scope van de huidige strategie vallen (Burgelman 1983). Lewin (Lewin 1999a) stelt dat de aanpassingen van de strategie van ondernemingen samenhangt met de veranderingen (co-evolutie) in de omgeving (concurrentie dynamiek, technologisch en institutioneel).

De organisatie en strategie literatuur onderkent dat de omgeving van ondernemingen in tijd verandert. In deze benadering worden ondernemingen in een intern ecologisch perspectief geplaatst (Burgelman 1991, Burgelman 2002). Vanuit dit ecologische perspectief wordt het aanpassen van organisaties aan hun omgeving gezien als noodzakelijkheid om onvermijdelijke veranderingen te overleven. Om in de omgeving van morgen te kunnen concurreren moeten organisaties zich aanpassen en nieuwe ideeën ontwikkelen (Tushman and O'Reilly 1996).

In de literatuur wordt gesteld dat zowel exploitatieve en exploratieve strategieën binnen ondernemingen strijden om de beperkte beschikbare middelen. Bestuurders van ondernemingen worden hierdoor gedwongen keuzes te maken tussen deze strategieën (Burgelman 2002). In zijn ecologie model maakt Burgelman onderscheid tussen twee strategische keuzes; variatie beperkende strategieën (exploitatie) en het uitbreiden van de variatie mogelijkheden (exploratie).

Exploitatie is gericht op het optimaliseren van de bestaande ondernemingsprocessen (Benner 2003), (Jansen et al. 2005) en korte termijn opbrengsten (Tushman and O'Reilly 1996). Maar dit loopt mogelijk uit op een 'competency trap' want dit kan ook leiden tot verouderde competenties zonder opbrengst potentieel (Levinthal 1993). Aan de andere kant is exploratie vooral gericht op de constante vernieuwing van vaardigheden en kennis. Organisaties zouden echter overgevoelig kunnen raken voor korte termijn invloeden (Volberda 2003) waardoor constante niet renderende vernieuwingen worden gerealiseerd.

Verder wordt in de literatuur onderscheid gemaakt tussen statische efficiency en dynamische efficiency. Statische efficiency heeft betrekking op het verbeteren van bestaande producten, processen en services en dynamische efficiency op het creëren van nieuwe producten, processen en services. Ondernemingen zijn geneigd om slechts één van de twee strategieën te volgen (Ghemawat 1993).

De effecten van exploitatieve en exploratieve aanpassingen hebben vooral invloed op het tot stand komen van opbrengsten van ondernemingen. De opbrengsten geassocieerd met exploratie hebben betrekking op de lange termijn en zijn erg variabel, terwijl opbrengsten geassocieerd met exploitatie constant zijn en betrekking hebben op de korte termijn (Tushman and O'Reilly 1996). Het succes van een onderneming is afhankelijk van de veranderingen die optreden in het genereren van opbrengsten. Lewin (Lewin 1999a) stelt dat dit afhankelijk is van de exploitatie, exploratie en legacy van ondernemingen. Legacy wordt omschreven als het cumulatieve effect van exploitatie en exploratie dat invloed heeft op de reputatie, marktpositie, schaal en vaardigheden die zijn ontstaan door de organisatie specifieke historie van aanpassingen.

Exploitatie en exploratie zijn fundamenteel andere stromingen die spanningen kunnen veroorzaken in bedrijfsstrategieën. Beide stromingen concurreren om de beschikbare middelen binnen een onderneming.



Dit resulteert in trade offs tussen beiden, echter zowel exploitatie als exploratie zijn nodig om tot een duurzame succesvolle onderneming strategie te komen. In dit onderzoek is bewust gekozen om de verschillende karakteristieken van exploitatie en exploratie te expliciteren, zodat kan worden onderzocht welke karakteristieken mogelijk door de onafhankelijke variabelen worden beïnvloed.

In onderstaande tabellen 1 en 2 zijn de karakteristieken per type strategie weergegeven.

<b>Exploitatie strategie</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Korte beschrijving</b>	<b>Referentie</b>
Bestaande activiteiten	Veranderingen in de strategie blijven binnen de huidige scope van de onderneming	(Burgelman 1983)
Korte termijn	Binnen deze strategie wordt vooral gestuurd op korte termijn rendementen	(Tushman and O'Reilly 1996)
Incrementele verbeteringen / statische efficiency	Verbeteren van bestaande producten, processen en services. Bestaande posities versterken en operational excellence	(Lewin 1999a, Jansen et al. 2005, Benner 2003, Ghemawat 1993)
Focus op bestaande product-markt combinaties	Bewuste keuze voor strategie, waarbij sprake is van een beperkte variatie	(Burgelman 1991, Burgelman 2002)
Genereren voorspelbare inkomsten	Deze strategie is gericht op efficiency, zekerheid en een laag risico profiel.	(Lewin 1999a, Porter 1996)

**Tabel 1 Exploitatie strategie**

<b>Exploratie strategie</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Korte Beschrijving</b>	<b>Referentie</b>
Autonome activiteiten	Veranderingen in de strategie buiten de huidige scope van de onderneming	(Burgelman 1983)
Lange termijn	Binnen deze strategie is focus op lange termijn rendement	(Tushman and O'Reilly 1996)
Radicale innovatie / dynamische efficiency	Ontwikkelen van nieuwe producten, processen en services	(Jansen et al. 2005, Benner 2003, Ghemawat 1993)
Focus op nieuwe product-markt combinaties	Bewuste keuze voor strategie, waarbij nieuwe competenties worden ontwikkeld.	(Burgelman 1991, Burgelman 2002)
Genereren variabele inkomsten	Exploratie kan in de toekomst leiden tot boven gemiddelde opbrengsten met een hoger risico.	(Lewin 1999a)

**Tabel 2 Exploratie strategie**

## **2.3 Relationship banking**

### *2.3.1 Introductie Relationship Banking*

In de moderne literatuur wordt de rol van banken vaak gedefinieerd als *relationship banking*. Vanuit die benadering onderhouden banken goede relaties met de kredietnemer voor een langere periode. Deze relatie tussen de bank en de kredietnemer faciliteert monitoring van de onderneming en kan problemen verhelpen zoals asymmetrische informatiestromen. Dit onderscheidt relationship banking van transaction banking waarbij gefocust wordt op een eenmalige transactie en geen relatie wordt opgebouwd (Boot 2000, Boot and Thakor 2000).

Uiteraard bestaan meerdere vormen van financiering, waarbij sprake is van relationship banking. Alleen wordt dit anders ingevuld. Investment banks die meer optreden als broker tussen kopers en verkopers van schulden van ondernemingen kunnen ook relaties opbouwen met ondernemingen (Carey 1998). Echter over langere tijd gemeten zijn deze relaties minder intensief (Rajan and Winton 1995). Dit geldt in meer of mindere mate voor private equity, private debt markets en venture capitalist. In dit onderzoek staat de reguliere kredietverlening van commerciële banken centraal.

Landen waar relationship banking gebruikelijk is (Nederland, Duitsland en andere Noord-West Europese landen) hebben gemeenschappelijk, dat een sterk geconcentreerde banksector is ontstaan en een onderontwikkelde securitisatie markt (Yafeh 2001). Dit is in lijn met empirische resultaten, die laten zien dat buitenlandse banken terughoudend zijn om markten te betreden waar relationship banking gebruikelijk is (Degryse 2007). Dit in verband met de hoge kosten om een relationship banking model te implementeren in een nieuwe markt.

In de literatuur wordt het idee gepromoot dat marktmacht door een geconcentreerde banksector een voorwaarde is voor commerciële banken om te investeren in een relatie tussen bank en onderneming (Mayer 1988). Door deze marktmacht kunnen commerciële banken opbrengsten genereren uit de investering in de relatie met de onderneming (Petersen and Rajan 1995). Iets wat bij een sterk concurrerende markt niet mogelijk zou zijn. Inmiddels zijn er studies die betogen dat onder sommige omstandigheden een grotere concurrentie juist een positief effect heeft op relationship banking (Yafeh 2001).

### *2.3.2 Definitie Relationship Banking*

Het begrip relationship banking is in de literatuur niet scherp gedefinieerd. Relationship banking als financiële intermediair bestaat uit het investeren in het verkrijgen van klant-specifieke informatie, vaak van vertrouwelijke aard, over een lange termijn (Boot 2000).

Relationship banking wordt in deze scriptie gedefinieerd vanuit de context dat een bank een financieel intermediair is tussen de geldmarkten en ondernemingen. Centraal in de literatuur voor financiële intermediairs staan de asymmetrische informatiestromen (Diamond 1984). Relationship banking heeft als voornaamste doel om de problemen van de asymmetrische informatie stromen op te lossen. Dit verklaart het bestaansrecht van banken als financiële intermediairs. Banken zijn belangrijk omdat ze waardevolle informatie van ondernemingen hebben die niet beschikbaar is voor de markten. Investeerders en financiële markten laten deze kostbare taak van informatie verzamelen liever over aan de banken en investeren met behulp van de banken in ondernemingen (Bhattacharya and Thakor 1993, Freixas and Rochet 1997).

In het algemeen definieert de literatuur drie condities wanneer sprake is van Relationship banking (Berger 1995, Berger 1999);

1. De bank verzamelt informatie die niet publiekelijk beschikbaar is.
2. De informatie wordt gedurende een langere periode gedeeld door middel van meerdere interacties met de kredietnemer.
3. Deze informatie blijft exclusief tussen bank en kredietnemer.

In dit onderzoek fungeert relationship banking als onafhankelijke variabele. Binnen dit onderzoek wordt verder ingegaan op de verschillende kenmerken van relationship banking die in de literatuur worden onderscheiden.

### *2.3.3 Kenmerken Relationship banking*

Het specifieke tekort aan informatie over individuele ondernemingen kan worden gecompenseerd door relationship banking. Een bank kan informatie verzamelen over een individuele onderneming voor een langere periode. Hierdoor is de kredietnemer gemotiveerd om meer informatie te delen dan bij een transaction banking omgeving en bereid om te investeren in het produceren van informatie voor de kredietgevers en omgekeerd (Boot 2000). In de literatuur wordt nog een voordeel aangehaald. Bedrijven kunnen in deze situatie vertrouwelijke informatie delen met hun kredietgever die men nooit zou hebben gedeeld met de financiële markten aangezien concurrenten er dan ook over beschikken (Bhattacharya 1995). Hierdoor kunnen door de kredietgever nieuwe inzichten worden verkregen die niet mogelijk waren geweest in de publieke financiële markten.

Dit geldt in het bijzonder voor sterk innoverende ondernemingen, waarbij veel vertrouwelijke informatie moet worden gedeeld. Dit wordt door Diamond (Diamond 2001) gelegitimeerd in zijn onderzoek; *Relationship Banking is in staat om de hogere toegevoegde waarde van investeringsprojecten in te schatten met de nauwkeurigheid van een projectmanager.*

De eerste bijdrage in de literatuur van relationship banking gaat ervan uit dat een goede bank-onderneming relatie zorgt voor een goede informatievoorziening voor de bank (Sharpe 1990) en (Rajan 1992). Later is daaraan toegevoegd dat die informatievoorziening aan een bank een bepaalde marktpower geeft, als de marktomgeving niet hypercompetitief is (Petersen and Rajan 1995) of afhankelijk van een bepaalde concurrentie (Boot and Thakor 2000). In deze context zijn banken bereid om kredietnemers met een hoger kredietrisicoprofiel, zoals innoverende ondernemingen, te financieren als men daar een hogere rentevergoeding voor kan vragen en/of kosten kan besparen bij het monitoren van elke nieuwe lening.

Ondernemingen kunnen volgens de literatuur profiteren van sterke relaties met hun huisbankier om een goede toegang te hebben tot financiering. Dit heeft zowel betrekking op de hoeveelheid financiering die men kan aantrekken als op de prijs waartegen. Jimenez (Jiménez 2004) vindt in een uitgebreid onderzoek naar Spaanse banken tussen 1998 en 2000 dat een goede bank-onderneming relatie de bereidheid vergroot van banken om risico te nemen. Daarnaast blijkt uit de literatuur dat een goede relatie een beschermende werking heeft op de kredietverlening aan een individuele onderneming tijdens recessies (Petersen and Rajan 1995). Relationship Banking laat ruimte voor flexibiliteit en discretie in de contracten. Hierdoor kan gebruik worden gemaakt van non-contractuele informatie die impliciete ruimte geeft aan de kredietverlening (Boot 1994).

Uit onderzoek naar voornamelijk kleine ondernemingen blijkt dat de duur van de relatie tussen kredietgever en kredietnemer invloed heeft op de hoogte van het krediet. Daarnaast heeft de duur van de relatie een gunstige invloed op de contractuele condities waarbij voornamelijk de prijs en het gevraagde onderpand gunstiger wordt (Boot 1994). De duur van de relatie correleert positief op het beschikbaar stellen van krediet voor de kredietgever (Berger 1995, Petersen 1994). Daarnaast kan Relationship Banking toestaan dat een financiering die vanuit het korte termijn perspectief niet rendabel is toch wordt verstrekt door kredietgever. Dit aangezien men een relatie heeft met een lange termijn perspectief waarbij men reden heeft om aan te nemen dat het in de toekomst beter zal worden (Berlin and Mester 1998).

Meer recente literatuur geeft hier kritiek op, want ze vinden in de Europese context dat juist de lengte van een bank-onderneming relatie de contractvoorwaarden verslechteren (Boot 2000, Degryse 2000, Niskanen 2004). Niskanen suggereert dat, door de geconsolideerde bankensector, voor ondernemingen weinig alternatieven beschikbaar zijn.

In geval van Relationship banking kan sprake zijn van onderpand (asset based lending) dat moet worden gecontroleerd en gemonitord door de kredietgever. In feite kunnen dergelijke leningen en monitoring alleen plaatsvinden als er sprake is van een lange termijn relatie met de financier (Boot 1994).

Daarnaast levert het monitoren van voorraden en debiteuren over een langere periode waardevolle informatie op over de business (Boot 2000). Asset based lending kan dus alleen worden uitgeoefend als er sprake is van relationship banking. Carey (Carey 1998) suggereert overigens dat specialistische kredietgevers (asset based lenders) bereid zijn ten opzichte van banken meer risico te accepteren. Farinha en Santos (Farinha 2002) tonen aan dat de meeste ondernemingen beginnen met een enkelvoudige relatie en later overschakelen op meervoudige relaties met verschillende banken. Daarnaast tonen ze aan dat ondernemingen met grote groei mogelijkheden en meer bankkrediet eerder overstappen naar een meervoudige bankrelatie. Dit geldt ook voor ondernemingen met een slechte performance. De onderzoekers concluderen: Een huisbankier die niet bereid is om krediet te verlenen, is voor ondernemingen, een grotere stimulans om te kiezen voor een meervoudige bankstructuur dan de bescherming tegen hold up rents die inherent zijn aan exclusieve relaties.

Deze hold up rents worden in de literatuur omschreven als de nadelen die relationship banking met zich meebrengt. Door een exclusieve relatie aan te gaan heeft een concurrerende financier altijd een informatieachterstand. Hierdoor is het voor andere financiers moeilijk om de huidige financier over te nemen en/of voor de huidige onderneming moeilijk om over te stappen naar een andere financier. De informatie monopolie heeft niet alleen nadelen. Bij goede solide ondernemingen blijkt, dat juist de monopolie in informatie ervoor zorgt dat bij deze ondernemingen de prijzen gunstiger worden om te voorkomen dat een concurrerende financier een geslaagde overname kan doen (Sharpe 1990).

In onderstaande tabel 3 zijn de kenmerken van relationship banking uit de literatuur weergegeven.

<b>Relationship Banking</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Beschrijving</b>	<b>Referentie</b>
Klant specifieke informatie	De relatie kan worden gebruikt om vertrouwelijk voor een langere periode exclusief informatie uit te wisselen door de bank en de onderneming	(Diamond 1984, Boot 2000, Diamond 2001, Berger 1999, Bhattacharya 1995)
Risico	Door de vertrouwens relatie worden hogere risico's geaccepteerd	(Petersen and Rajan 1995, Jiménez 2004)
Flexibiliteit	Door het opbouwen van een relatie is ruimte voor flexibiliteit en discretie en impliciete ruimte in kredietverlening	(Boot 1994)
Lange termijn perspectief	Voorwaarden van kredietverlening verbeteren met de duur van de relatie door het lange termijn perspectief van beide partijen.	(Boot 1994), (Berger 1995, Petersen 1994, Berlin and Mester 1998)
Hold up Rents	Door de lange relatie is het voor ondernemingen moeilijk om over te stappen naar een andere kredietgever.	(Sharpe 1990, Rajan 1992)

**Tabel 3 Relationship Banking**

## **2.4 Convenanten**

### *2.4.1 Introductie convenanten*

Een bank heeft niet alleen door relationship banking een relatie met ondernemingen, maar maakt met elke onderneming speciale contractuele afspraken door middel van convenanten en het toepassen van pandrecht. In de perfecte financiële markten zouden volgens de literatuur convenanten niet nodig zijn (Modigliani 1958). Toch zijn er wel twee imperfecties te ontwaren in de financiële markten. Ten eerste verschillen de belangen van aandeelhouders en kredietgevers en ten tweede is sprake van een informatie asymmetrie tussen aandeelhouders en financiële markten.

Er is omvangrijke empirische literatuur verschenen over convenanten. Een stroming heeft onderzocht wat de effecten zijn van convenanten op accounting standaarden (Press 1990, Begley 1999, Citron 1992). Daarnaast is veel onderzoek gedaan op het gebied van het doorbreken van convenanten (Beneish 1993) en de werking van convenanten in specifieke situaties zoals bij management buy outs en venture capital (Gompers and Lerner 1996, Citron 1997). Andere studies focussen zich juist op het identificeren van karakteristieken van convenanten die zouden leiden tot voorkeuren voor bepaalde convenanten in bepaalde situaties. Hieruit blijkt dat convenanten verschillen op basis van de grootte van ondernemingen, de hoeveelheid schuld en de relatie met de kredietgever. Verder blijkt dat banken geneigd zijn meer convenanten te gebruiken op het moment dat de financiële markten zich meer focussen op de kwaliteit van de leningen die worden verstrekt.

### *2.4.2 Bancaire Convenanten*

In de literatuur wordt gesuggereerd dat convenanten worden gebruikt om belangenconflicten (moral hazard) tussen aandeelhouders en kredietgevers te voorkomen (Smith 1979). In de literatuur worden 4 stromingen van belangenconflicten onderscheiden die kredietgevers moeten managen;

1. Dividend uitkeringen: In extreme situaties kunnen aandeelhouders alle waarde uitkeren, waardoor kredietgevers waardeloze claims overhouden.
2. Claim Dilution; De kredietgever kan door een onderneming worden benadeeld doordat deze nieuwe schulden aantrekt. De huidige kredietgever krijgt hierdoor een nadelige positie, achter de nieuwe kredietgever.
3. Asset substitution; De onderneming gaat meer risicovollere projecten aan, waardoor het risico van de onderliggende waarden zal toenemen. Hierdoor worden leningen meer risicovol.
4. Underinvestment; Ondernemingen hebben geen prikkel om winstgevende projecten

aan te nemen als zij niet zelf kunnen profiteren van de opbrengsten en de belang van de kredietgevers vooropstaan.

Boot betoogt dat convenanten informatie en agency problemen kunnen oplossen (Boot 2000). Convenanten hebben meestal betrekking op de hoeveelheid schuld, werkkapitaal, vermogen en dividend uitkeringen (Castle 1980). Convenanten en collateral zijn voor banken gebruikelijke instrumenten om op basis van vooraf gestelde criteria bepaalde acties af te kunnen dwingen bij kredietnemers.

### *2.4.3 Kenmerken Convenanten*

Er is veel onderzoek gedaan naar de effecten van convenanten op de relatie tussen kredietgevers en aandeelhouders. In de literatuur is echter onderbelicht wat de invloed is van convenanten op de strategie van ondernemingen. Wel zijn er een aantal aanwijzingen dat convenanten de strategie van ondernemingen kunnen beïnvloeden. Hierbij worden een aantal generieke kenmerken van convenanten duidelijk vanuit een strategisch management perspectief.

In de literatuur wordt een onderscheid gemaakt tussen bevestigende (positieve), negatieve en financiële convenanten. Bevestigende convenanten hebben betrekking op de omgangsvormen met ondernemingen. Er wordt afgedwongen dat de onderneming in dezelfde branche actief blijft en dat de onderneming voldoet aan de contractuele en juridische verplichtingen (Carey 1993). Negatieve convenanten hebben betrekking op zaken die niet worden toegestaan, zoals het aantrekken van additionele schulden, het uitkeren van dividenden of het doen van nieuwe acquisities. (Begley 1999)

Financiële convenanten zijn geënt om bepaalde financiële verhoudingen te waarborgen, zoals de hoeveelheid eigen vermogen, de verhouding tussen schulden en verplichtingen, werkkapitaal, current ratio en verhoudingen tussen opbrengsten en schulden. In de literatuur worden twee specifieke financiële convenanten onderscheiden. Een financieel convenant kan zowel een maintenance covenant zijn als een incurrence covenant. In een maintenance covenant moet op kwartaal basis worden voldaan aan de overeengekomen waarden. Bij een incurrence covenant moet worden voldaan aan de bepaalde waarden na een specifieke situatie zoals bijvoorbeeld de acquisitie van een nieuwe onderneming (Carey 1993).

Banken maken voornamelijk gebruik van maintenance convenanten. Verder wordt in de literatuur betoogd dat convenanten gebaseerd moeten zijn op gezamenlijke observeerbare en verifieerbare uitgangspunten (Berlin 1992, Huberman 1988).



In onderzoek gebaseerd op de bankensector in Finland, die net als in Nederland zeer geconcentreerd is, zijn de voor- en nadelen van convenanten onderzocht. Hieruit blijkt dat financiers een actieve rol hebben bij het afdwingen van convenanten. Convenanten worden bij middelgrote en kleine bedrijven vooral geïmplementeerd wanneer sprake is van herstructurering van kredieten of liquiditeitsproblemen. Het onderzoek suggereert dat voornamelijk groeiende bedrijven worden geconfronteerd met convenanten (Niskanen 2004).

Uit de bestaande literatuur over de verschillende soorten convenanten blijkt dat zij allemaal in meer of mindere mate een beperkende invloed hebben op de flexibiliteit en strategische mogelijkheden van ondernemingen. Hierdoor is de verwachting dat onderzoek naar de invloed van de verschillende soorten convenanten op de exploitatie-exploratie strategie geen grote verschillen zal opleveren.

Convenanten kunnen bijdragen aan een efficiënte kredietverlening aan ondernemingen (Berlin 1992). Dit wordt bereikt doordat convenanten ervoor zorgen dat leningen langer kunnen worden verstrekt zonder dat een revisie moet worden gedaan op de onderliggende assets. Een belangrijke eigenschap van convenanten is, dat kredietnemers worden gestimuleerd om zich te richten op de exploitatie van winstgevendende activiteiten op het moment dat de marktcondities moeilijk zijn (Berlin 1992). Juist bij moeilijke marktomstandigheden kunnen ondernemingen worden gestimuleerd door de omgeving om meer risico gedreven activiteiten te ontplooien, die meer rendement opleveren. Banken zullen dit proberen te beperken, omdat de risico's dan toenemen voor de financier. Verder wordt in de literatuur gesuggereerd dat convenanten een stimulerende werking hebben op de monitoring van kredieten (Rajan and Winton 1995). In essentie is het dus voor kredietverstrekkers efficiënter om middels convenanten kredieten te monitoren dan zonder deze convenanten.

In onderstaande tabel 4 zijn de kenmerken uit de literatuur van convenanten weergegeven.

<b>Generieke kenmerken convenanten</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Beschrijving</b>	<b>Referentie</b>
Risico beheersing	Convenanten zijn instrumenten om risico's voor financiers te beheersen	(Carey 1993)
Korte termijn	Convenanten zijn voornamelijk gericht op het monitoren van korte termijn opbrengsten	(Carey 1998)
Beperkte investeringen	In moeilijke marktomstandigheden beperken convenanten de flexibiliteit en ruimte om te investeren	(Berlin 1992)
Belangenconflicten	Door convenanten te gebruiken worden de belangen van alle partijen gewaarborgd.	(Smith 1979, Dennis 2000)
Efficiënte kredietverlening	Door convenanten te gebruiken kan langer krediet worden verstrekt zonder tussentijdse controle	(Berlin 1992, Park 2000)

**Tabel 4 Convenanten**

## **2.5 Proposities**

Uit voorgaande literatuurstudie zijn per theoretisch concept diverse kenmerken benoemd. In dit onderzoek zullen deze proposities empirisch worden getoetst. Voor de proposities zijn niet alle geïdentificeerde kenmerken voor dit onderzoek van even groot belang. Daarom wordt een selectie gemaakt van relevante kenmerken die bijdragen aan dit onderzoek.

Om antwoord te geven op de mate van invloed van banken op de exploitatie-exploratie strategie van ondernemingen is het blootleggen van de causale mechanisme tussen de theoretische concepten van essentieel belang. Hiervoor zijn drie proposities opgesteld. Op basis van onderstaande proposities, welke in het vervolg van deze paragraaf verder worden toegelicht, wordt aan het einde van deze paragraaf een conceptueel model gepresenteerd.

### 2.5.1 *Propositie I*

De bank-onderneming relatie kan worden gebruikt om exclusief informatie uit te wisselen op vertrouwelijke basis over een langere periode (Diamond 1984, Bhattacharya and Thakor 1993, Freixas and Rochet 1997). Hierdoor kan begrip ontstaan bij financiers wanneer ondernemingen activiteiten willen ontplooiën buiten de huidige scope van de onderneming (Diamond 2001). Deze informatie kan niet gedeeld worden met de objectieve financiële markten, omdat het vertrouwelijke informatie bevat en daarom niet bekend kan worden bij concurrenten (Bhattacharya 1995). Hierdoor kan de vertrouwelijke relatie tussen bank en onderneming positief bijdragen aan de mogelijkheden om de exploratie strategie van ondernemingen te financieren. Door het creëren van een bank-onderneming relatie zal er impliciete ruimte zijn en flexibiliteit in de kredietverlening voor de onderneming (Boot 1994) om te werken aan een exploratie strategie met een lange termijn rendement (Tushman and O'Reilly 1996). Hierdoor kunnen nieuwe product-markt combinaties worden onderzocht en nieuwe producten worden ontwikkeld die niet direct bijdragen aan de winstgevendheid van een onderneming (Burgelman 1991, Burgelman 2002). De exploratie strategie kan leiden tot een (tijdelijk) hoger risicoprofiel, maar ook bovengemiddelde opbrengsten voor de toekomst (Lewin 1999a). Dit hogere risicoprofiel wordt door financiers geaccepteerd, omdat men door de vertrouwensrelatie bereid is meer risico te accepteren (Jiménez 2004, Petersen and Rajan 1995).

#### Propositie I

*Relationship banking heeft een positieve invloed op de exploratie strategie van een onderneming.*

### 2.5.2 *Propositie II*

Convenanten worden volgens de theorie voornamelijk gebruikt als instrument om het risico van financiers te beheersen en richten zich daardoor vooral op het monitoren van de korte termijn prestaties van ondernemingen (Carey 1993). Bij een exploitatie strategie wordt binnen de scope van de huidige strategie vooral gestuurd op het realiseren en verbeteren van de resultaten op de korte termijn (Tushman and O'Reilly 1996). Binnen de beperkte scope van een exploitatie strategie (Burgelman 1983) waarbij korte termijn resultaten en het afdwingen ervan centraal staan, lijken convenanten een positieve invloed te hebben. Convenanten lijken de focus op operational excellence bij een exploitatie strategie (Lewin 1999a, Jansen et al. 2005, Benner 2003) te stimuleren door de eigenschap van convenanten om kredietnemers aan te moedigen zich te focussen op de exploitatie van winstgevende activiteiten (Berlin 1992).

Daarnaast stimuleren convenanten beperkte investeringen (Berlin 1992) en het optimaliseren en op niveau houden van resultaten op de korte termijn. Wat overeenkomt met het kenmerk van een exploitatie strategie, die is gericht op het genereren van voorspelbare inkomsten met een laag risico profiel (Lewin 1999a, Porter 1996). Daarom luidt propositie II als volgt:

#### Propositie II

*Convenanten hebben een positieve invloed op de exploitatie strategie van ondernemingen.*

#### 2.5.3 Propositie III

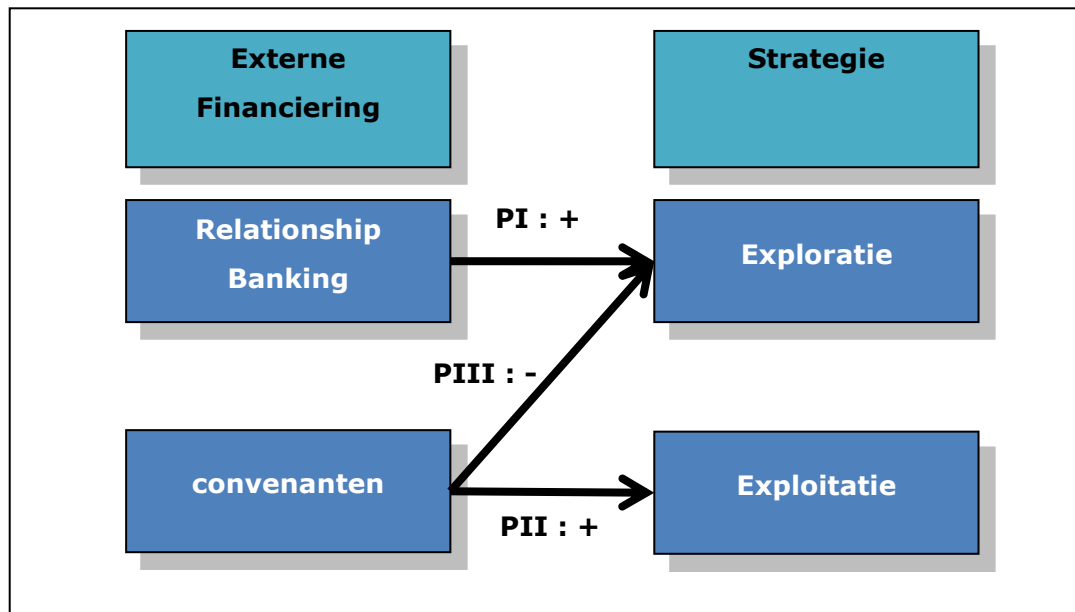
Convenanten beperken de ruimte van ondernemingen om investeringen te doen (Berlin 1992). Dit zorgt ervoor dat het risicoprofiel van een onderneming niet zomaar zonder tussentijds overleg met de financiers kan veranderen (Carey 1993). Deze beperkingen hebben gevolgen. Op het moment dat de marktcondities aantrekken zorgen deze beperkingen ervoor dat ondernemers minder flexibel zijn om te investeren in nieuwe innovatie en product markt combinaties (Berlin 1992). Ondernemingen worden door convenanten beperkt om nieuwe competenties te ontwikkelen, waarmee toekomstige inkomsten moeten worden gegenereerd. In de theorie worden verschillende kenmerken en soorten convenanten onderscheiden; positieve, negatieve, financiële, maintenance en incurrence convenanten (Carey 1993). De verschillende convenanten hebben allen de eigenschap dat ze een beperkende invloed hebben op de ruimte van ondernemingen om te investeren (Berlin 1992) en te innoveren door middel van nieuwe activiteiten of acquisities. Hierdoor kunnen we de volgende propositie generaliseren;

#### Propositie III

*Convenanten hebben een negatieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.*

Het conceptueel model geeft weer dat de kernaspecten van convenanten en relationship banking, als onafhankelijke variabelen invloed hebben op de afhankelijke variabelen exploitatie en exploratie.

In onderstaande figuur 1 zijn de proposities van dit onderzoek in een conceptueel model weergegeven.



**Figuur 1** conceptueel model

## 3 METHODOLOGIE

### **3.1 Inleiding methodologie**

In Hoofdstuk 1 zijn het probleemveld, de probleemstelling, deelvragen en de theoretische concepten beschreven. In hoofdstuk 2 is met behulp van een aantal theoretische inzichten uit de literatuurstudie betekenis gegeven aan de theoretische concepten van dit onderzoek. Alvorens nader op de empirie in te gaan, worden in dit hoofdstuk de methodologische keuzes nader toegelicht. De informatie die de literatuurstudie heeft opgeleverd wordt tijdens het empirisch onderzoek gebruikt om zaken adequaat te benoemen c.q. vast te leggen en om gerichte vragen te kunnen stellen. De afgeleide proposities in paragraaf 2.5 vormen het raamwerk voor de vragen van de interviews. Hoewel in paragraaf 1.3 al een korte beschouwing is gegeven van de methodologie wordt in paragraaf 3.2 nader ingegaan op de methodekeuzes en de onderbouwing waarop deze keuzes gemaakt zijn. De daarop volgende paragrafen 3.3 en 3.4 beschrijven de dataverzameling en data-analyse. In paragraaf 3.5 worden de betrouwbaarheid en validiteit van het onderzoek beschreven.

### **3.2 Onderzoek strategie**

De doelstelling van dit onderzoek is om inzichten te verkrijgen, zowel conceptueel als empirisch, hoe en waarom relationship banking en convenanten invloed hebben op de exploitatie en exploratie strategie van ondernemingen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de volgende zes methodologische stappen (Bryman and Bell 2011);

1. Literatuurstudie
2. Vormen van proposities uit de literatuur
3. Data verzameling
4. Analyse en conclusies
5. Proposities ondersteunen of aanpassen
6. Bijdrage aan de theorie

Hoewel vooralsnog relatief weinig managementliteratuur is geschreven over de invloed van externe financiering op de strategie van ondernemingen, zijn over de bestaande concepten voldoende theorieën gevonden om een verklarend onderzoek op te zetten. Om de invloed van complexe begrippen als convenanten en relationship banking te kunnen onderzoeken is gekozen voor deze onderzoeksmethode.

Door middel van een literatuurstudie is gekeken wat de wetenschap ten aanzien van de onderzoeksvariabelen reeds heeft gepubliceerd. De uitkomsten van de literatuurstudie zijn nodig om gericht de empirische fase in te gaan. De literatuurstudie mondt uit in tabellen met kenmerken op het gebied van exploitatie, exploratie, relationship banking en convenanten. Hierdoor kan met de juiste terminologie en inzichten gericht worden gezocht tijdens het veldonderzoek en zijn empirische waarnemingen gemakkelijker benoemd en vastgelegd. Op basis van de literatuurstudie worden proposities opgesteld die vervolgens empirisch worden onderzocht door middel van semi-gestructureerde interviews. Een keerzijde is dat door de literatuurstudie een reële kans ontstaat dat de objectiviteit van het onderzoek afneemt omdat sprake kan zijn van totstandkoming van 'a-priori bias'. Hoewel Lincoln en Guba (1985: 55) in deze context beargumenteren dat volledige objectiviteit bij traditioneel onderzoek een illusie is, is het wenselijk om de subjectiviteit tijdens dit onderzoek zo grondig mogelijk te minimaliseren. Teneinde dit te bewerkstelligen zijn enige vormen van triangulatie toegepast, zoals meerdere methoden van dataverzameling (triangulatie) en 'peer debriefing' (Erlandson et al. 1993).

### 3.2.1 Kwalitatief onderzoek

De onderzoeksvraag vormt de basis voor literatuuronderzoek welke uitgevoerd wordt om een conceptueel model te ontwikkelen en tot proposities te komen. In dit onderzoek wordt de kwalitatieve methode van data verzameling gehanteerd. Het conceptueel model en de proposities vormen het begin en de basis voor kwalitatief onderzoek. Deze methode is iteratief; tijdens het onderzoek is bijstelling mogelijk en de onderzoekstappen hebben onderlinge invloeden (Yin 2009). Daarnaast biedt de gekozen methode de mogelijkheid om de *Hoe* en *Waarom* vraag te kunnen stellen en te beantwoorden en hiermee inzicht te krijgen in de mogelijke aanwezige causale mechanismen. Dit is van belang omdat nog weinig is gepubliceerd over de invloed en werking van de onafhankelijke en afhankelijke variabelen in dit onderzoek. Daarnaast wordt op het strategisch niveau van deze ondernemingen onderzoek gedaan, waarbij veel vertrouwelijke informatie moet worden gedeeld. Dit strategische niveau leent zich in mindere mate voor kwantitatieve onderzoeksmethoden, omdat in een survey mogelijk cruciale informatie niet zal worden gedeeld en onvoldoende kan worden doorgevraagd.

### *3.2.2 Cross sectioneel*

Aangezien dit onderzoek zich richt op het strategische niveau van ondernemingen is gekozen om 9 strategische beslissingsmakers van corporate ondernemingen te interviewen om voldoende data te realiseren. Cross-sectioneel onderzoek is geschikt om data te collecteren van verschillende individuen en ondernemingen, waarbij wordt getracht om patronen en/of associaties tussen verschillende variabelen te begrijpen (Bryman and Bell 2011). Voor deze methode is gekozen, omdat middels dit onderzoek een eerste verkenning wordt uitgevoerd om uiteindelijk proposities te kunnen illustreren.

## **3.3 Data verzamelen**

De data zijn verzameld bij een negental ondernemingen die kunnen worden omschreven als corporate ondernemingen met een omzet tussen EUR 30 miljoen en 500 Miljoen en meer dan 50 FTE op de payroll binnen Nederland. Dit zijn ondernemingen waar banken prominent relaties mee onderhouden middels relationship banking.

De corporate ondernemingen die hebben meegewerkt aan dit onderzoek zijn niet aselekt gekozen. De auteur van deze scriptie is werkzaam bij ABN Amro Commercial Finance en heeft specifiek gezocht naar ondernemingen, waarbij de financieringsstructuur mogelijk invloed zou kunnen hebben op de strategie van de onderneming. Voor dit onderzoek zijn alleen ondernemingen benaderd, waarbij ABN Amro Commercial Finance beschikte over de huidige kredietregelingen en de afgelopen 2 jaar sprake is geweest van liquiditeitsdruk met de huidige financiersstructuur. Bij deze ondernemingen zullen naar verwachting sterke relaties zijn tussen de onderzoeksvariabelen. Zeer liquide ondernemingen zullen, doordat deze makkelijk voldoen aan alle eisen van de financiers, naar verwachting weinig interessante data opleveren voor de onderzoeksvraag. Aannemelijk is dan dat de mogelijk gevonden relaties voor deze groep ondernemingen minder sterk aanwezig zullen zijn.

### *3.3.1 Keuze interview kandidaten*

In de keuze van de kandidaten zijn twee criteria gehanteerd. De geïnterviewde moet invloed hebben op de strategische besluitvorming van de onderneming en de contacten onderhouden met commerciële banken. Door deze criteria zijn alleen leden van het hoger management van ondernemingen geïnterviewd die een positie hebben als CFO van een onderneming. Daarnaast zijn gesprekken gevoerd met individuen die vanwege hun functie of deskundigheid aanvullende perspectieven boden. Ondanks de beperkte tijd is het gelukt om 9 CFO's van verschillende ondernemingen in diverse sectoren te interviewen.



In de onderstaande tabel 5 zijn details weergegevens van de ondernemingen die hebben meegewerkt aan dit onderzoek.

<b>Overzicht Interviews</b>				
<b>Datum</b>	<b>Onderneming</b>	<b>Sector</b>	<b>Jobtitel</b>	<b>€ omzet 2011</b>
14-5-2012	I:1	Food	CFO	42 miljoen
15-5-2012	I:2	Zakelijke dienstverlening	CFO	454 miljoen
24-5-2012	I:3	Agrarisch	CFO	55 miljoen
24-5-2012	I:4	Staal Industrie	CFO	30 miljoen
1-6-2012	I:5	Bouw	CFO	320 miljoen
11-6-2012	I:6	Healthcare Industrie	CFO	105 miljoen
13-6-2012	I:7	Food	CFO	32 miljoen
29-6-2012	I:8	Retail	CFO	240 miljoen
29-6-2012	I:9	Grafische Industrie	CFO	41 Miljoen

**Tabel 5 Overzicht Interviews**

### *3.3.2 Half gestructureerde interviews*

Voor de empirische toetsing wordt gebruik gemaakt van een 'semi-gestructureerde vragenlijst' die is samengesteld op basis van de geïdentificeerde kenmerken van de theoretische concepten. Het grootste deel van de data is verzameld door middel van semi-gestructureerde interviews met open en gesloten vragen (Bryman and Bell 2011). De voorbereiding bestaat uit vragen die de onderzoeker zichzelf stelt en die als reminder dienen in de interviews (Yin 2009). In de bijlage wordt de interviewwijzer weergegeven. Door de semi-gestructureerde aanpak kan enerzijds houvast worden gecreëerd aan een initieel bepaalde verhaallijn terwijl anderzijds ruimte open blijft om verkregen inzichten simultaan tijdens het interview te benutten (Collis and Hussey 1997). De interviews zijn met toestemming van de geïnterviewde opgenomen met een memo-app op een iPad die buiten het directe gezichtsveld is gelegd. Daarnaast zijn door de onderzoeker aantekeningen gemaakt.

## **3.4 Data analyseren**

Om een methodische benadering te gebruiken voor de data-analyse is de algemene kwalitatieve procedure gevolgd van Miles en Huberman 1994. Hierbij is getracht de uitkomsten zoveel mogelijk te onderbouwen en te illustreren door veelvuldig gebruik te maken van citaten van respondenten. Hierbij worden interpretaties onderbouwd en is zoveel mogelijk gebruik gemaakt van harde feiten die middels triangulatie zijn gecontroleerd.

Op basis van Miles en Huberman 1994 is nadat alle interviews zijn afgerond en de data van de overige triangulerende methoden zijn toegevoegd aan de dataset gestart met de data analyse door het methodische categoriseren van de uitgebreide interviewuitwerkingen op basis van verschillende kenmerken.

Daarnaast zijn de interviews diverse keren doorgenomen en zijn de antwoorden van de respondenten onderling met elkaar vergeleken. Om de antwoorden te kunnen vergelijken zijn datareductie methodes gebruikt, waarbij niet relevante onderdelen uit de data-analyse worden weggelaten. Hierdoor blijven enkel de relevante secties van de interviews over. Per interview zijn, na meerdere malen doorlezen, uit de uitgewerkte interviews data kopieën gemaakt van de relevante secties en deze zijn in een spreadsheet geplaatst. De relevante secties (citaten) zijn daarna gecategoriseerd en in een spreadsheet geclusterd onder de onderzoeksvariabelen waar ze betrekking op hebben. Deze categorieën zijn vervolgens gebruikt om een kwantitatieve analyse van de data te realiseren. Deze kwantitatieve gegevens zijn later gebruikt om een raamwerk voor de kwalitatieve dataset te realiseren. Aan de hand van dit raamwerk is getracht om geen data over te vertegenwoordigen of onder te belichten en om de data in de juiste context te laten staan. Door de kwalitatieve aard van data verzameling zijn de onderzoeksresultaten diep, breed en verrijkt met context.

Vervolgens zijn zoals aangegeven door Miles en Huberman 1994 per interview de relevante citaten per categorie onder elkaar gezet. De categorieën zijn naast elkaar gezet om overeenkomsten en/of tegenstellingen te detecteren. Zo is per categorie en per interview een overzicht van de relevante secties opgesteld. Hierdoor is een patroon per onderzoeksvariabele zichtbaar geworden dat kon worden geanalyseerd om een antwoord te geven op de deelvragen van dit onderzoek. Deze patronen zijn onderbouwd en geïllustreerd met diverse citaten.

De uitwerkingen van de data-analyse die in de volgende paragrafen worden beschreven hebben ten slotte geleid tot het 'testen' van de proposities en de uiteindelijke beantwoording van de centrale onderzoeksvraag.

### ***3.5 Validiteit en betrouwbaarheid***

Construct validiteit is bij een kwalitatief onderzoek een uitdaging (Yin 2009). De geïnterviewden hebben een beperkte, subjectieve blik en geven wellicht sociaal wenselijke antwoorden waardoor het lastig is om vast te stellen of het antwoord nu werkelijk een indicatie is.

In dit onderzoek is dit opgevangen door triangulatie middels verschillende bronnen en door meerdere respondenten, vanuit verschillende perspectieven (sectoren), over dezelfde materie te bevragen (Yin 2009).

Naast de interviews is door middel van desk research gekeken of de schriftelijke bronnen (strategische planning, jaarcijfers en prognoses) overeenkomen met de door geïnterviewden gedane uitspraken. Verder is door juist veel verschillende ondernemingen uit verschillende sectoren te bevragen gepoogd meerdere perspectieven te verzamelen. Om geen sociaal wenselijke antwoorden te krijgen is de geïnterviewde anonimiteit aangeboden.

Deze kwalitatieve cross sectionele studie kan door de beperkte populatie leiden tot generaliseerbare theoretische proposities, maar die gelden niet voor grotere populaties (Yin 2009). De data-analyse en discussie van dit onderzoek zal zich beperken tot het testen en formuleren van theoretische proposities. De betrouwbaarheid van dit kwalitatieve onderzoek is gebaseerd op de "trustworthiness". Dit wordt in dit onderzoek bereikt door, naast de eerdere validiteitstesten, de geluidsopnames van de interviews, de gebruikte documenten en de geordende citaten op te slaan en zo een studydatabase te vormen. De betrouwbaarheid van de interviewresultaten is geborgd doordat alle geluidsopnames zijn opgeslagen in dropbox. Zij zijn minimaal 2 keer teruggeluisterd en vervolgens in schriftelijke citaten verwerkt in Excel. Daarnaast is tijdens het onderzoek kritisch meegekeken door de scriptiebegeleider en zijn de tussentijdse resultaten om de drie weken met collega studenten doorgesproken middels peer-reviews.

## 4 RESULTATEN EMPIRISCH ONDERZOEK

### 4.1 Introductie

In dit hoofdstuk zijn de kwalitatieve beschrijvingen als resultaat van de interviews met de verschillende CFO's van ondernemingen opgenomen. Deze kwalitatieve beschrijvingen bestaan voornamelijk uit de uitgebreide citaten van de respondenten. Door gebruik te maken van deze citaten ontstaat diepgang en context. De citaten onderbouwen en valideren de samenvatting in een tabel per sublinea. Bij alle citaten staat een bronvermelding weergegeven door de unieke code van elke respondent uit hoofdstuk 3. De opbouw van de kwalitatieve beschrijvingen zijn gelijk aan de deelvragen, zoals beschreven in Hoofdstuk 1. In paragraaf 4.2 worden beschreven hoe de geïnterviewden exploitatie en exploratie hebben gedefinieerd. In paragraaf 4.3 en 4.4. wordt beschreven hoe de geïnterviewden relationship banking en convenanten hebben gedefinieerd. In de daarop volgende paragrafen 4.5, 4.6 en 4.7 worden de mechanismen, die ten grondslag liggen aan de proposities blootgelegd.

### 4.2 Exploitatie en Exploratie strategie

In hoofdstuk 2 van dit onderzoek zijn exploitatie en exploratie vanuit de literatuur geconceptualiseerd. In de volgende paragrafen worden exploitatie en exploratie beschreven vanuit de data verkregen van de respondenten.

#### 4.2.1 Exploitatie strategie

In de interviews wordt de exploitatie strategie met name omschreven als de strategie die betrekking heeft op de het verbeteren van de bestaande activiteiten van de onderneming en het realiseren van operational excellence. *'Exploitatie is zorgen dat bestaande bedrijfsprocessen nu dusdanig goed georganiseerd zijn dat je de rendementen kunt maken dat je beheersing hebt over je processen.'* (I:7) *'Ik ben nogal een lean adept. Exploitatie strategie heeft betrekking op continue verbetering van bestaande processen. Zorgen dat je klantenservice elke dag beter is. Het is dus meer de dagelijkse praktijk.* (I:3) *'Operational excellence daar valt voor ons ook nog veel groei uit te halen, maar dit betreft dus wel de exploitatie van de onderneming. Wij zijn enerzijds bezig met het zoeken naar nieuwe mogelijkheden de wel bekende blauwe oceanen, maar wij weten dat we nog zoveel aan onze operational excellence te winnen hebben dat op basis daarvan al veel te doen valt.'* (I:5)

Bij de exploitatie strategie wordt voornamelijk gesproken over een focus op het beheersen van kosten en het verminderen van- en besparen op kosten. *'Je kijkt of je kosten niet onnodig uitdijen. Sturen op omzet en kosten niveaus. Je kijkt naar je inkomsten kant wat verwacht je aan groei en je kijkt naar je kosten kant en wat voor organisatie hoort daarbij met een soort maximale kosten omdat je vooral je winst wil maximaliseren.'* (I:1) *'Ik denk dat exploitatie bloedfanatiek is op iedere cent en iedere goederen beweging die nu gebeurt die genereert het geld en dat mag je nooit loslaten, want dat is de basis van je inkomen vandaag'* (I:7) *'Je gaat kijken hoe kan ik de logistiek intern veranderen, hoe kan ik met het productie apparaat met minder kosten meer producten laten maken.'* (I:9)

Daarnaast wordt in interviews genoemd dat het bij een exploitatie strategie gaat om het benutten van de bestaande product/markt combinaties. *'Exploitatie strategie gaat over het algemeen om de bestaande product / markt combinaties. Dit valt meestal binnen de huidige strategie van de onderneming.'* (I:1) *'Exploitatie is eigenlijk bestaande producten bij bestaande klanten'* (I:5) *'Bij exploitatie zijn de huidige Product Markt Combinaties stabiel en daarbinnen zijn ook niet veel veranderingen'* (I:8)

In verschillende interviews wordt de koppeling gemaakt met het genereren van resultaat om de bestaande activiteiten te kunnen borgen en aan alle korte termijn verplichtingen te kunnen voldoen, maar ook om solide inkomsten te genereren om investeringen te kunnen doen. *'Exploitatie is de noodzaak om de continuïteit van de onderneming te borgen. De activiteiten die cash genereren om aan je dagelijkse verplichtingen te kunnen voldoen.'* (I:2) *'Exploitatie strategie is afhankelijk van het business model van de onderneming. Je kunt dan het beroemde BCG matrix model erbij pakken. De exploitatie strategie is voornamelijk voor bedrijven die in een stabiele markt zitten met een stabiele positie en een redelijk te voorspellen cashflow. Als je kijkt naar die fase van ondernemingen dan zijn banken uitermate geschikt om ondernemingen in die fase te financieren.'* (I:6) *'Het is belangrijk dat je exploitatie strategie voldoende cash genereert om de nieuwe projecten te kunnen ondersteunen. Het hangt allemaal af in welke omgeving en welke dynamiek je zit. Het model van Porter kan daar bij helpen.'* (I:6) *'Je exploiteert om ervoor te zorgen dat je kunt exploreren, zodat je toekomstige exploitatie geen gevaar loopt.'* (I:2)

Een exploitatie strategie wordt omschreven als een strategie die betrekking heeft op de korte termijn en er worden verschillende periodes genoemd, omdat dit voor elke branche en onderneming kan verschillen. *'Exploitatie strategie gaat over de periode tussen de 1 en 3 jaar.'* (I:1) *Exploitatie is de dagelijkse operations. De strategie die hier betrekking op heeft is 0-12 maanden. Het lopende jaar zeg maar.* (I:2) *'De exploitatie strategie heeft ongeveer een horizon van twee jaar. Daarmee proberen we een balans te creëren om de termijn kort genoeg te houden om het overzichtelijk te houden, maar ook lang genoeg omdat je weet dat sommige processen een beetje doorlooptijd vragen. Dus ik zou zeggen max 2 jaar.'* (I:5) *'Exploitatie strategie wordt echt op jaarbasis bepaald en soms zie ik nu zelfs dat we naar kwartalen gaan kijken.'* (I:7)

In de onderstaande tabel 6 worden alle kenmerken van de exploitatie strategie gepresenteerd.

Exploitatie strategie		
Kenmerk	Korte beschrijving	Bron: Interviews
Operational excellence	Verbeteren bestaande processen door een grotere nadruk op efficiency. Middels deze benadering wordt vooral gestuurd op het beheersen en verminderen van kosten.	1,2,3,5,7,9
Bestaande producten en markten	Bij deze strategie gaat het voornamelijk om bestaande product / markt combinaties.	1,2,4,5,8,9,
Cashflow genereren	Onderneming wil vaste inkomsten om aan verplichtingen te kunnen voldoen.	2,6,7,8,9
Korte termijn	Strategie heeft betrekking op cashflows op de korte termijn	1,3,4,5,7,8,9

**Tabel 6 Kenmerken exploitatie strategie**

#### 4.2.2 Exploratie strategie

In contrast met de omschrijving van exploitatie gaat het in de omschrijving van exploratie volgens respondenten juist om het ontwikkelen van nieuwe activiteiten, processen en producten en het betreden van nieuwe markten. Daarnaast wordt in interviews met betrekking tot exploratie veelvuldig gerefereerd aan het creëren van nieuwe product / markt combinaties. *'Exploratie is bestaande producten bij nieuwe klanten en nieuwe producten bij bestaande klanten. De ontwikkeling van e-commerce in onze type handel is dat nou exploitatie of exploratie. Ik zou dat eigenlijk strategisch*

*gezien exploratie noemen, omdat de manier van verkopen zo anders is dat je daar enerzijds je bestaande klanten mee raakt maar ook met grote kans nieuwe klanten raakt.'* (I:5) *'Exploratie is op zoek gaan naar nieuwe markten. Een voorbeeld hiervan is dat deze onderneming bijvoorbeeld supermarkten wil gaan leveren wat een totaal nieuwe markt is voor deze onderneming en geen core business. Je accepteert dat dit in beginsel minder oplevert dan de reguliere business.'* (I:3) *'Bij exploratie kijk je waar sta je in de markt, wat is de positie in de markt en welke positie zou ik willen hebben bijvoorbeeld in welke landen wil je nog meer actief zijn. Als je bijvoorbeeld zegt ik wil naar de Engelse markt dan ga je daar ook producten voor ontwikkelen. Je gaat dus eventueel je assortiment uitbreiden om die markt te kunnen bedienen. Je gaat er dan vanuit dat zodra je binnen bent met een nieuw product je ook de spin off krijgt voor je overige producten.'* (I:1) *'Exploratie is focussen op andere gebieden. Wij hebben bijvoorbeeld onze focus verlegd van domestic naar automotive en gras. In gras zijn we nu ook marktleider geworden. Dat zijn stappen die je over jaren heen zet.'* (I:8)

In interviews over de verschillende sectoren wordt exploratie vaak gecategoriseerd onder de verzamelnaam groei, als een omschrijving van een exploratie strategie. Hiermee worden activiteiten genoemd die moeten bijdragen aan de groei van de onderneming. In dit verband worden direct een aantal consequenties van deze groei genoemd. *'De mogelijkheden die je ziet om invulling te geven aan je groei ambitie.'* (I:2) *'Je probeert door exploratie je exploitatie voor de toekomst naar een hoger niveau te brengen.'* (I:1) *'Waar willen we heen, wat willen we doen, zie we nieuwe mogelijkheden en zo ja moeten we ons machine park daarvoor aanpassen. Op een bepaald moment is je maximale capaciteit bereikt. Je moet dan gaan schatten is dit haalbaar.'*

Daarbij wordt vaak de kanttekening geplaatst dat een exploratie strategie onzekere inkomsten als gevolg heeft voor de onderneming en een hoger risico met zich mee kan brengen. *'Bij exploitatie is de voorspelbaarheid van inkomsten beter dan bij exploratie. Je gaat uit van je bestaande exploitatie en daarboven op kan een percentage groei ontstaan door exploratie maar die is nog onzeker.'* (I:1) *'De inkomsten die worden gegenereerd middels de exploratie strategie zijn onzeker. Je hebt een fase waarin je pioniert, risico's loopt waarbij je moet afvragen wil ik dat, kan ik dat, durf ik dat.'* (I:2) *'Inkomsten zijn heel lastig voorspelbaar in een nieuwe markt over de middellange termijn.'* (I:8)

Een belangrijke motivatie volgens de CFO's om te exploreren is om de toekomstige groei te realiseren, waardoor de toekomst van de onderneming veilig kan worden gesteld. Opmerkelijk is dat in verschillende interviews het aangaan van samenwerkingsverbanden

en/of allianties wordt gezien als een invulling van de exploratie strategie.

*'We verdienen gelukkig geld en daardoor kunnen we voldoende financiering genereren. Hierdoor kunnen we investeren in onze ICT en de technische kennis in het bedrijf verhogen. Wij gaan zo proberen te integreren met producerende partijen, hetzij wat dichter aan te schuren tegen retailers die een stukje outsourcing van secundaire taken aan het doen zijn. Dat is onze exploratie strategie.'* (I:7) *'Wat voor trends zien we in de markt en hoe kunnen we daar als bedrijf invulling aan geven. Op zoek gaan naar samenwerkingsverbanden met andere bedrijven'* (I:3) *'De enige exploratie strategie is om een alliantiepartner te vinden om te overleven.'* (I:4) *'Onze huidige strategie ontwikkelingen met integratie in de keten valt buiten onze huidige strategie. Dit valt wel eens moeilijk, want mijn mede MT lid is een echte handelsman dat is wel lastig maar onze zekerheden gaan in de toekomst niet uit de handel komen.'* (I:7)

In combinatie met een exploratie strategie wordt vaak gesproken over lange termijn en perioden van meerdere jaren. *'Exploratie heeft betrekking op de lange termijn. Waar wil je staan over 5 tot 10 jaar.'* (I:1) *'Dan denken we meer aan de langere termijn. Hoe ga je een onderneming ontwikkelen naar de toekomst toe voor de continuïteit op de langere termijn.'* (I:3)

In onderstaande tabel 7 zijn de kenmerken van exploratie strategie zoals genoemd in de empirie weergegeven.

<b>Exploratie strategie</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Korte Beschrijving</b>	<b>Bron: interviews</b>
Groei	Alle nieuwe activiteiten die bijdragen aan de groei van de onderneming.	1,2,3,4,7,9
Investeren in nieuwe mogelijkheden	Nieuwe producten worden ontwikkeld en nieuwe markten worden gezocht.	1,3,5,6,8
Onzekere inkomsten door meer risico	Door groei kunnen nieuwe inkomsten worden gerealiseerd echter deze zijn nog onzeker.	1,2,5,6,8
Allianties	Op zoek gaan naar samenwerking buiten de huidige strategie van de onderneming	3,4,7,8
Lange termijn	Exploratie heeft betrekking op de continuïteit van de onderneming op de lange termijn.	1,3,5,6,8,9

**Tabel 7 Kenmerken exploratie strategie**



### 4.3 Relationship Banking

In de interviews wordt relationship banking veelal gedefinieerd als het opbouwen van een vertrouwensrelatie, waarbij het hebben van vertrouwen in elkaar een essentiële voorwaarde is. Vertrouwen lijkt in de context van relationship banking geen kenmerk, maar een uitdrukkelijke voorwaarde om te kunnen spreken van relationship banking. *'De toegevoegde waarde is dat de bankier de onderneming moet kennen en snappen. De relatie moet ervoor dienen dat vertrouwen kan worden opgebouwd tussen de onderneming en de bank. Vertrouwen komt terug op een aantal terreinen; in hoeverre laat je zien kennis te hebben van de branche waarin de onderneming actief is.. dat te snappen en daarin meedenkt..'* (Bron I:2)

De vertrouwensrelatie die wordt opgebouwd zorgt ervoor dat een aantal kenmerken van relationship banking zich kunnen ontplooiën in deze vertrouwensrelatie. Een belangrijk kenmerk is volgens de respondenten de flexibiliteit die relationship banking kan bieden voor ondernemingen *'De relatie zorgt waarschijnlijk dat er meer flexibiliteit zal zijn bij de financier. Op het moment dat er vertrouwen is kun je namelijk heel snel op basis van informatie een besluit nemen.'* (I:1) *'Ik zie het als een samenwerking met partijen die elkaar goed begrijpen dan kun je geruchten in de markt beter plaatsen en weten of je er bang voor moet zijn. Als je dit niet zou hebben kan dit leiden tot minder vertrouwen en minder vertrouwen leidt tot minder bouwen. Uiteindelijk kom je in een situatie waarbij je niet alleen makkelijke keuzes maakt, maar af en toe ook eens een moeilijke durft te nemen.'* (I:5) *'Voordeel van het relationship model is dat de kosten wat lager zijn van financiering. Daarnaast is het flexibeler dan een obligatie lening, want daarbij kun je niet na een paar maanden zeggen ik heb wat meer of wat minder nodig.'* (I:6) Een belangrijke indicator is dat zodra het relationship banking wordt vervangen door een andere vorm van financieren, waarbij geen relatie meer wordt onderhouden, sprake is van een situatie waar alle flexibiliteit direct ontbreekt. *'Zodra je te maken krijgt met de bijzonder beheer afdeling van de bank dan komt het relationship model helemaal op zijn kop te staan. Die bank die altijd aardig was en met ons mee dacht wil dan alleen nog alles zo snel mogelijk terug hebben. De bank heeft dan geen vertrouwen meer in de gang van zaken en het management.'* (I:6)

Een veelvuldig genoemd kenmerk is het overdragen van informatie. In de interviews wordt breed betoogd dat de relationship banking een positieve invloed heeft op de mogelijkheden tot het overbrengen van informatie. *'Kenmerk van relationship banking is gezamenlijk extra investeren en elkaar bijpraten over hoe het met elkaar gaat met name vanuit ons naar de bank toe, waarmee je probeert extra begrip voor de situatie te*

*creëren waardoor aan de andere kant meer afgewogen beslissingen kunnen worden genomen die alleen gemaakt kunnen worden als je over deze extra informatie beschikt.'* (I:5) *'Om een goed verhaal over te kunnen brengen heb je een relatie nodig.'* (I:4) *'Door de langdurige relatie met de bank kan je verder gaan in de informatie uitwisseling. Hierdoor krijgt de bank een beter inzicht in de onderneming. Belangrijk is daarbij dat je een vertrouwens relatie hebt.'* (I:1) *'Vertrouwelijkheid van het uitwisselen van gegevens in belangrijk, maar bedrijven moeten niet te krampachtig doen. Ik vind transparantie heel belangrijk. Je hoeft toch niet je klanten bestand te publiceren alleen wat financiële gegevens.'* (I:6) *'Als je elkaar goed kent zorgt dat ervoor dat de contacten veel makkelijker verlopen en begrijp je elkaar beter. Dat geeft een voorsprong. Dan gaat het meer om de personen dan om de bedrijven.'*(I:9)

Naast het vergaren van informatie blijkt dat de CFO's niet alleen informatie verstrekken, maar ook verwachten informatie van de bank te ontvangen. Daarbij wordt vooral gerefereerd naar het advies geven door de bankier over financierings-technische zaken, macro economische zaken en strategie in het algemeen. *'Ik denk dat de meerwaarde van relationship bankieren zit in de combinatie dat de bank zijn diensten wil aanbieden, maar ook als klankbord. De bank zal altijd kritische vragen stellen, hoe stevig is je plan, heb je aan alles gedacht, zijn er nog risico's en hoe gaan we daar mee om. Dat is voor een onderneming een meerwaarde. Het convenants verhaal is dan eigenlijk de downside.* (I:6) *Als je geen relatie zou hebben en enkel een loket dat zegt joh hier heb je EUR 20M ruimte en zoek het maar uit eerlijk gezegd had dat ons niet veel uitgemaakt. Alleen de toegevoegde waarde van de relatie zit erin waar kunnen we elkaar mee helpen bijvoorbeeld scherpe tarieven, advies over financiering producten en oplossingen dat is hier bijvoorbeeld tot stand gekomen door de relatie.* (I:3) *In deze relatie heeft de bank een adviserende rol hoe bijvoorbeeld een acquisitie gefinancierd zou kunnen worden.* (I:1) *Relationship banking is dat de bank vraagt laten we nog eens even kijken wat er met jullie onderneming gebeurt, waar je in wilt investeren, maak eens modellen en laten we eens kijken hoe de toekomst werkt.* (I:7) *'Je mag van de bankier verwachten dat zijn deskundigheid in financieringsopzetten groter is dan de ondernemer zelf. Ik verwacht dus wel meedenken van de bankier.'* (I:8)

In de meeste interviews wordt genoemd dat risico en voornamelijk het aanvaarden ervan onderdeel is van relationship banking. In meerderheid zijn de CFO's van mening dat relationship banking een positieve invloed heeft op de mate van risico die zal worden geaccepteerd door de onderneming. Echter hierbij wordt wel gewezen op het feit dat banken door de recente kredietcrises minder geneigd zijn risico's te accepteren dan voorheen. *'De rating van een bedrijf is heel belangrijk. Je hebt een relatie bepaalde*

*vooruitzichten laten zien en dat je dat hebt gehaald en binnen de relatie kan dan worden gevolgd dat je bepaalde vooruitgang hebt geboekt, dan is het makkelijker om naar zijn superieuren te gaan om waivers te realiseren op convenanten. Immers er is een bestaand trackrecord dat de onderneming zijn doelstellingen zal halen. Dan wordt je niet meer afgerekend op het convenant, maar op basis van de cijfers die je belooft te halen.'* (I:1) *'De laatste jaren is relationship banking veranderd, want als we dit zelfde plan 5 jaar geleden hadden ingediend bij welke bank dan ook was hij zeker gefinancierd geweest. Ik heb veel mindere plannen er doorheen zien gaan.'* (I:1) *'Als convenanten niet werken, omdat je door je hoeven zakt als onderneming dan komt het toch aan op de relatie met de bankier.'* (I:3) *'Verwacht wel dat je met een onderneming rechtsstreek zou kunnen lenen bij de financiële markten, maar aangezien er geen relatie is zal dit wel een effect hebben op de afweging prijs en risico. De prijs zal daardoor in de markt waarschijnlijk hoger liggen. Het wordt dan wel een kille risico afweging.'* (I:4) *'Het echte relationship banking model is wat bijvoorbeeld ABN Amro vroeger deed, zoals bijvoorbeeld in de Ahold case waar al veel over gepubliceerd is. Dat was eigenlijk door dik en dun steunen we elkaar, maar door alle ontwikkelingen en de financiële crises is dat wat op de helling gekomen.'* (I:6) *'Wat ik nu hoor is dat het veel kritischer is en dat alle eisen een stuk harder worden en moeilijker worden, dus dan zal het relationship banking ook veel kritischer zijn geworden.'* (I:7)

De CFO's spreken in combinatie met relationship banking over iets wat betrekking heeft op de lange termijn. Er wordt geen hele concrete periode zichtbaar wat die lange termijn nu is, maar er wordt veel waarde gehecht aan de lange termijn *'Ik denk dat je als financier kritischer bent naar je relatie op een positieve manier dat je op de lange termijn tot een beter product komt samen. Als iemand kritische vragen stelt dan is dat geen beperking, maar dat is juist goed. Bij relationship banking ga je eigenlijk over naar een strategisch gesprek in plaats van alleen het financieringsvraagstuk. Je gaat kijken zijn we er nog met zijn allen over 5 jaar. Relationship banking relatie is een echt lange termijn ding. Onze handel is moeilijk te doorgronden. Het is dus belangrijk een trackrecord op te bouwen.'* (I:7) *'Deze tijd heeft mij wel geleerd dat met al die buitenlandse banken zoals Commerz bank, BNP of Loyds dat je daar geen fatsoenlijke relatie mee kan opbouwen. Dat zijn echt van die golf bewegingen. Het hoofdkantoor kan namelijk heel makkelijk zeggen we bouwen de buitenlandse operatie af en we concentreren ons weer op onze thuismarkt. Relationship banking draait toch om de lange termijn.'* (I:6) *'Je investeert in een relatie om het beste uit de relatie te halen. Ik maak even een parallel met accountantskantoren. Ik kan elk jaar wel wisselen van accountant middels een tender maar dan heb ik in het audit proces altijd problemen. Ik geloof in lange relaties want dan ontstaat efficiency en begrip.'* (I:5)

*'Een nadeel van relationship banking kan wel zijn dat je te nauw met elkaar verweven raakt waardoor er geen gezonde verhouding meer is tussen onderneming en financier. Wat mij betreft hoeft een relatie niet langer dan 5 jaar te zijn.'* (I:1)

In onderstaande tabel 8 zijn de kenmerken van relationship banking zoals genoemd in de empirie weergegeven.

<b>Relationship Banking</b>		
<b>Kenmerk</b>	<b>Beschrijving</b>	<b>Bron: Interviews</b>
Flexibiliteit	Meedenken met de groei van de onderneming en de verzoeken die daar uit voort komen.	1,2,3,4,5,6,8,9
Informatie uitwisselen	Voldoende inhoudelijke kennis op bouwen van de onderneming om zo de verzoeken beter te begrijpen	1,4,5,6,7,9
Advies	Banken verstrekken adviezen over financieringsvraagstukken en ontwikkelingen in markten en sectoren.	1,3,5,6,7,8,9
risico	Bij een vertrouwensrelatie wordt meer risico geaccepteerd en is er meer tolerantie in de risicoperceptie.	1,2,3,4,5,6,7,8,9
Lange termijn relatie	De relatie die wordt opgebouwd heeft een toegevoegde waarde door het lange termijn perspectief.	1,5,6,7,8,9

**Tabel 8 Generieke kenmerken relationship banking**

## 4.4 Convenanten

Convenanten worden door respondenten vooral gezien als de zakelijke afspraken die zijn gemaakt met de banken, waaraan de onderneming gedurende de looptijd van de financiering moet voldoen. De werking van deze convenanten hebben een aantal eigenschappen, waarbij de meest genoemde is de beperking die convenanten met zich meebrengen om investeringen te doen. Immers door ondernemingen bepaalde voorwaarden op te leggen, waar cijfermatig aan voldaan moet worden kan de ruimte om naar eigen inzicht te investeren beperkt worden. *'Management moet zich bewust zijn van de beperkingen die convenanten met zich meebrengen.'* (I:6) *'Je kan doordat je bij de bank bepaalde kengetallen hebt afgesproken die zijn vastgelegd in de convenanten je onderneming daarop gaan sturen door bijvoorbeeld je voorraden aan te passen. Je bent dan wel vooral bezig je balans te verbeteren een stukje windowdressing eigenlijk.'* (I:1) *'De vraag is altijd of je wordt beperkt door de convenanten of dat de onderneming een aantal dingen nog onvoldoende op orde heeft, waardoor de banken nog niet mee kunnen groeien. Zie het maar als een konijn in een groentewinkel dan weet je wat er gebeurt dan snoept hij van alle groenten wat af en dat zijn er zoveel dat het voor het konijntje niet meer goed is. Dit gebeurt als je geen natuurlijk remmetje hebt.'* (I:2)

Uit de empirie komt naar voren dat convenanten niet alleen als een vorm worden gezien, waarbij banken primair hun risico's willen beperken, maar een vorm waarmee ook de risico's voor de onderneming zelf beperkt kunnen worden. Het algemene idee wat hierbij naar voren komt is dat de risico's die de bank veelal wil uitsluiten risico's zijn waar de onderneming zich liever niet aan bloot wil stellen. Ondanks dit fenomeen blijft er een spanningsveld tussen een covenant als preventieve middel om een onderneming de juiste keuze te laten maken een covenant als een middel voor het beperken van investeringen. *'Een covenant zie ik meer als een voorportaal, een noodzakelijk voorportaal, hebben een preventieve werking. Convenanten zijn voor mij met name gericht om met de onderneming naar de toekomst te kijken. Je maakt een begroting en dan werken die convenanten preventief, dus nuttig. Echter in een nood situatie draait het allemaal om de relatie.'* (I:3) *'Convenanten werken wel disciplinerend. Je kunt het ook intern gebruiken als er heel enthousiast management met wilde plannen komen. Dan zeggen we ja in het financiële plaatje; dit is wel een leuk plan maar financieel deugt het niet als je het afzet tegen de externe parameters zoals de convenanten. Convenanten sluit je willens en wetens af he. Dan weet je ook dat je bij je verdere strategie bepalingen en je verdere investeringsbeschikking kan rekenen met je convenanten. Op zich is dat goed.'* (I:6)

Convenanten hebben niet alleen als doel een beperking te zijn of risico's preventief te signaleren. De convenanten hebben volgens de CFO's naast deze eigenschappen de eigenschap dat efficiënte afspraken kunnen worden gemaakt en dat er helderheid is over de voorwaarden die met elkaar zijn afgesproken. Hierdoor kan tussentijds krediet worden verstrekt, zonder dat verder overleg tussen ondernemingen en banken nodig is.

*'Convenanten zijn een soort van harde zakelijke afspraken die je maakt om je aan te houden en zolang je dat doet is er als 't ware geen reden (voor de financiers) om strenger te worden, om te escaleren, een tandje bij te zetten of een tarief te verhogen. Eigenlijk is er geen reden iets aan de uitgangsposities te wijzigen die er waren voordat je een covenant had afgesproken. Dus vrij vertaald stel we rijden van Amsterdam naar Parijs en dat doen we over de snelweg en zolang ik op die snelweg blijf zitten is er geen reden om ter discussie te stellen of dit wel goed gaat zo' (I:5) 'Convenanten zijn van grote invloed. Ik ben primair van mening dat convenanten worden gezien als 'peer' voor de onderneming. Je spreekt spelregels met elkaar af en als goede ondernemer stuur je daar dan ook op en kijk je naar de bandbreedtes die je met elkaar afspreekt.'* (I:2)

*'Een belangrijke covenant is de Debt/EBITDA ratio waar het vaak mis gaat of de interest coverage ratio. Dat betekent hoe vaak kan ik mijn rente betalen uit mijn operationele winst. Ik denk dat die convenanten goed zijn, want als bank zie je meteen of het goed gaat of niet.'* (I:6)

Een belangrijke eigenschap die door verschillende CFO's wordt genoemd zijn de mogelijkheden die convenanten bieden om te heronderhandelen. Er kunnen zich dus situaties in de onderneming voordoen, waarbij een heronderhandeling van de convenanten nodig is. *'Heronderhandelbaarheid is zeer belangrijk convenanten en cijfers moet je altijd ondergeschikt maken aan het verhaal. Maar als uit de cijfers blijkt dat je verhoudingen niet goed zijn en daardoor niet passen bij je bankfaciliteit dan moet je wel je strategie aanpassen.'* (I:3) *'Een DSCR covenant staat niet toe dat ik investeer om in recessie jaren later beter uit de crises te komen en sterker nog niks doen staat die covenant mij niet toe, dus dat covenant bijt me in any case.. terwijl als we met elkaar om de tafel zitten en we hebben het over verstandige plannen dan zijn we er snel uit dat je niet niks kan doen en je moet aanpassen. Als ik ja zeg tegen zo'n covenant betekent dat ik op mijn knieën zou moeten naar de bank; zo van joh ik moet een verstandig besluit nemen maar mijn covenant staat dat niet toe alsjeblieft geef me geen extra premie om de oren. Mijn taak is niet op korte termijn dit bedrijf het goed te laten doen*

*maar ook op langere termijn, dus dan vind ik het altijd belangrijk dat ik de discussie aan kan gaan over de convenanten.'* (I:5)

Uit de interviews blijkt dat wordt gesproken over verschillende convenanten die een invloed hebben op verschillende termijnen. Er wordt gesproken over lange en korte termijn convenanten, waarbij de banken de neiging hebben juist korte termijn convenanten te willen implementeren en ondernemingen juist de voorkeur hebben voor lange termijn convenanten. Er is dan voor ondernemingen meer ruimte om te acteren naar eigen inzicht, zonder verantwoording af te leggen bij de banken. *'Op welke termijn convenanten betrekking hebben ligt sterk aan de manier waarop je met elkaar de convenanten afspreekt.'* (I:2) *'Ik weet vrij zeker dat andere bedrijven minder in staat zijn om de rug recht te houden cq minder durven en dan heeft de bank met een zekere korte termijn ratio aanpak direct invloed op het beleid van bedrijven. Is dat gunstig nee want ik geloof in de lange termijn. Maar er zijn genoeg bedrijven die geen andere keus hebben. Banken hebben wel de aandrang om te sturen op de korte termijn. Wij proberen dat van ons af te houden.'* (I:5)

In onderstaande tabel 9 zijn de kenmerken van convenanten zoals genoemd in de empirie weergegeven.

Convenanten		
Kenmerk	Beschrijving	Bron: Interviews
Beperkte investerings mogelijkheden	Convenanten worden gezien als een instrument om investeringen van ondernemingen te beperken, doordat strikte financiële eisen worden gesteld.	1,2,3,5,6,7,8,9
Risico beheersing	Convenanten hebben een preventieve werking waarbij de risico's worden beperkt die de onderneming kan nemen.	1,2,3,4,6,8,9
Voorspelbare kredietverlening	Zolang de onderneming binnen de convenanten blijft veranderen er geen voorwaarde voor kredietgebruik	2,5,6,7,8,9
Her-onderhandelbaar	Convenanten worden heronderhandeld, zodra zich nieuwe situaties voordoen.	2,3,5,8
Termijn	Convenanten hebben betrekking op verschillende termijnen	2,5,6,8,9

**Tabel 9 Generieke kenmerken convenanten**

## **4.5 Invloed van relationship banking op de exploratie strategie**

Relationship Banking heeft volgens de empirie vijf verschillende kenmerken; flexibiliteit, informatie, advies, risico en lange termijn relatie. Met name drie van de vijf kenmerken beïnvloeden de exploratie strategie. In de meeste interviews wordt flexibiliteit van kredietverlening positief gerelateerd aan de mogelijkheden voor het uitvoeren van de exploratie strategie van een onderneming. De flexibiliteit is specifiek nodig bij een exploratie strategie omdat de inkomsten onzeker zijn en de ondernemingen alleen projecties kunnen maken met verwachtingen, maar niet exact kunnen inschatten wat de resultaten zullen zijn. *'Een onderneming moet primair in staat zijn invulling te geven aan zijn eigen exploitatie en samen met de bank of een externe partner kan gekeken worden of de beoogde exploratie kan worden gefinancierd.'* (I:2) *'Relationship banking en de relatie die je opbouwt heeft wel een positieve invloed op het kredietproces en dat zorgt voor meer ruimte in je financiering en meer flexibiliteit.'* (I:7) *'Ik geloof dat het relatie model inderdaad tot betere resultaten leidt en dus tot meer ruimte dan dat je geen relatie hebt.'* (I:5)

Daarnaast wordt flexibiliteit verwacht in het financieren van nieuwe activiteiten die niet behoren tot de huidige core business van de onderneming. *'De relatie heeft ervoor gezorgd dat voldoende ruimte in de financiering ontstaat voor de korte termijn strategie van dit jaar en vooral om de groei in de retailmarkt te kunnen realiseren op lange termijn. Dat is zeer zeker ook het gevolg van de relatie daar ben ik van overtuigd. Onze onderneming heeft dermate vertrouwen gewekt bij de bank dat we voldoende ruimte krijgen voor groei en dat de bank daarin wil meegaan.'* (I:3) *Hierdoor krijgt de bank begrip en kennis van het proces dat bij ons speelt en de risico's die daarmee gepaard gaan en dat zonder 4x per jaar een plan te hoeven schrijven om geld te krijgen. Dat versta ik onder relationship banking. Door het relationship model ontstaat flexibiliteit en een bepaalde ruimte in de financiering.* (I:7) *Ik verwacht dat relationship banking een positieve invloed heeft op de flexibiliteit, maar ik denk wel dat die anders is dan 5 jaar geleden. Het is toch meer volgens regeltjes gaan lopen* (I:8) *'Als je nu gaat groeien neem je een voorschot op de toekomst. Vanuit de helikopter geredeneerd als de strategie is we gaan naar EUR 100M omzet groeien, want dat is eigenlijk de strategie kortgezegd binnen drie jaar naar EUR 100M. Dat kan in fases met de rem erop. Dat betekent, je kunt wel zeggen ik ga op de rem trappen en dat hebben we afgelopen jaar ook regelmatig gedaan om het werkkapitaal in de grip te krijgen.'*



*Dan zie ik exploitatie en exploratie in een natuurlijke manier in elkaar overgaan. De relatie is mede bepalend hoe een bank hierin meegaat en hoeverre de ondernemer vertrouwen in de bank heeft dat ze inderdaad meegroeien en meedenken in dat model.'* (I:3)

Risico beheersing is het tweede mechanisme dat invloed heeft op de exploratie strategie van ondernemingen. Belangrijk is dat uit de interviews naar voren komt dat banken door relationship banking meer risico willen accepteren. Dit is positief voor de exploratie strategie aangezien deze door de respondenten wordt gezien als meer risicovol dan de huidige exploitatie strategie. *'Op basis van alleen de cijfers zouden we een lager krediet hebben gekregen, dus in dit geval heeft de relatie ervoor gezorgd dat we goed 'in de slappe was' zitten om de groei te kunnen verwezenlijken. Om de exploratie te kunnen realiseren heb je de relatie nodig.'* (I:3) *'Ik grijp even terug naar mijn ervaring als register accountant dan doe je ook aan risico analyse. Echter als alleen naar ratio's gekeken zou moeten worden dan kom je er niet. Ik denk dat er nog steeds een soort risico inschatting van een klant is. Hoe zit hij in elkaar wat is zijn moraliteit en hoe heeft hij het in het verleden gedaan. Die weging zal zeker mee worden genomen bij nieuwe plannen. Relationship speelt dus mee in de risico inschatting.'* (I:8) *'Het feit dat we nu voldoende ruimte hebben en een oorlogskas hebben we aan de huidige bank te danken, maar als ik geen relatie had gehad met een bank hadden we middels de financiële markten ook wel deze ruime financiering kunnen krijgen. Alleen niet tegen de gunstige voorwaarden van de bank. De voorwaarden zijn natuurlijk erg belangrijk voor de toekomstige winstgevendheid. Anders word je wel beperkt in je strategie, omdat door de hogere financieringslasten de winstgevendheid zal afnemen.'* (I:4) *'Ik denk dat meer risico wordt geaccepteerd, maar dat is een beetje een negatief verhaal ik denk dat het juist geldt voor opportunity's, dan moeten we met elkaar de handen ineenslaan. Bijvoorbeeld bij acquisities.'* (I:5) *'Ik denk dat meer risico wordt genomen door de banken met een relationship banking model. Ik denk dat als je elkaar jarenlang niet hebt teleurgesteld dat je eerder samen de kansen zal inkopen en daardoor misschien samen meer risico kan nemen.'* (I:7)

In de interviews komt naar voren dat de CFO's van mening zijn dat de lange termijn relatie en het opbouwen van een trackrecord met een bank een positieve invloed heeft op de middelen die beschikbaar worden gesteld door de bank om een exploratie strategie te realiseren. *'Met relationship banking heb je een langere termijn perspectief dus dan zit de grootste bate in de exploratie strategie, omdat je elkaar vooral uitlegt waar wil je op lange termijn naar toe.'* (I:5) *'Ik denk als de bankier de onderneming kent en op basis van een langjarige relatie en vertrouwen dat het makkelijker is of kan zijn voor het*

*proces van het verkrijgen van additionele middelen. Het is afhankelijk van de relatie en trackrecord die je met je bankier hebt welke ruimte je krijgt in je convenanten. Is de relatie goed dan zal je altijd ruimte krijgen naast je convenanten op ad hoc basis. Is je relatie anders en begrijp je elkaar niet meer dan zie je formaliteit van de convenanten, dan hoef je verder niet meer te overleggen en geldt gewoon wat op papier staat.’ (I:2)*

In onderstaande tabel 10 zijn de mechanismen weergegeven, waarbij volgens de empirie de exploratie strategie wordt beïnvloed door relationship banking.

Beïnvloeding door:	Korte beschrijving / toelichting	Bron: interviews
Flexibiliteit in kredietverlening	Relationship banking draagt bij aan het begrip en kennis van het bedrijfsmodel van ondernemingen. Hierdoor kunnen zaken beter worden geïnterpreteerd door de banken. Hierdoor ontstaat meer flexibiliteit in de kredietverlening die een <b>positieve</b> invloed heeft op het ontwikkelen van de exploratie strategie aangezien hierbij de uitkomsten minder voorspelbaar zijn.	1,2,3,5,7,8
Bereidheid tot risico acceptatie	Door de relatie die wordt opgebouwd middels relationship banking wordt een hogere bereidheid gecreëerd om risico te accepteren anders dan de objectieve cijfers toestaan. Bij groei financiering is dat belangrijk omdat er nog geen cijfermatig verleden is opgebouwd. Dit heeft een <b>positieve</b> invloed op de mogelijkheden voor exploratie.	1,2,3,4,5,6,7,8
Opbouw lange termijn relatie en trackrecord	De lange termijn relatie heeft een <b>positieve</b> invloed op de bereidheid om toekomstige investeringen te financieren aangezien er een bestaand trackrecord is van de onderneming. Banken zullen in beginsel positief zijn over investeringen ten behoeve van een exploratie strategie.	2,3,5,8

**Tabel 10 Beïnvloeding exploratie door relationship banking**

## **4.6 Invloed van convenanten op de exploitatie strategie**

In de eerder gepresenteerde tabel 4 hebben we uit de empirie vijf verschillende kenmerken onderscheiden van convenanten; beperkte investeringsmogelijkheden, risico beheersing, voorwaarden voor kredietgebruik, her-onderhandelbaarheid en termijnen.

In de interviews worden met de CFO's drie kenmerken genoemd die invloed hebben op de exploitatie strategie van ondernemingen. Het kenmerk risico beheersing wordt door de CFO's genoemd als een mechanisme dat zorgt voor bewuster omgaan met de exploitatie van de onderneming. Door de convenanten word je gedwongen bepaalde operationele doelstellingen te realiseren, waardoor binnen de onderneming een focus zal ontstaan om de exploitatie strategie te realiseren. Convenanten zorgen dat er keuzes moeten worden gemaakt binnen de onderneming ten gunste van de exploitatie strategie.

*'Doordat de bank je dwingt om aan bepaalde normen te voldoen ga je bewuster om met je exploitatie. Het kan wel zijn dat je kansen mist doordat je bijvoorbeeld dingen niet meer op voorraad hebt liggen waar wel om gevraagd wordt. Convenanten hebben invloed op de keuzes die worden gemaakt binnen de onderneming. Banken voelen zich vaak comfortabel bij een bepaalde overeengekomen solvabiliteit en in je beslissingen ga je er wel voor proberen te zorgen dat je binnen die convenanten blijft en geen waiver nodig hebt. Dit zorgt bijvoorbeeld dat je een bepaald stuk voorraad niet op kunt bouwen.'* (I:1)

*'Convenanten zijn belangrijk voor de exploitatie strategie, want als onderneming wil je een optimale financieringsstructuur. Banken verstrekken daarbij het werkkapitaal. In Nederland zijn banken daarin de natuurlijke partner van de onderneming.'* (I:6)

*'Ik vind convenanten een bevestiging van je operationele doelstellingen, dus het is echt gericht om die te halen en een verbetering door te voeren.'* (I:8)

*'Je wordt gedwongen om dingen te doen die je anders niet had gedaan ten behoeve van je exploitatie. Als je er namelijk niet aan voldoet krijg je allemaal heisa met de bank waar niemand op zit te wachten.'* (I:9)

In de empirie komt een tweede causaal mechanisme naar voren waarbij de voorspelbaarheid van de kredietverlening een positieve invloed heeft op de exploitatie strategie van de onderneming. Inkomsten uit de exploitatie laten zich redelijk voorspellen, waardoor convenanten kunnen worden afgesproken waarbinnen alle redelijkheid kan worden verwacht dat deze voor een bepaalde periode zullen passen. Hierdoor ontstaat duidelijkheid over de beschikbare financiering. Want het voldoen aan convenanten garandeert ondernemingen van voldoende financiële middelen om de beoogde exploitatie strategie te realiseren. *'Financiering moet passen bij de aard van een*

*onderneming. Bij bestaande Product markt combinaties, geen grote technologische ontwikkelingen of competitie die agressief wordt dan kan je natuurlijk makkelijk 3 of 4 convenanten uitrekenen over de komende jaren en die moeten dan gedurende de komende jaren wel OK zijn.’ (I:6) ‘De voorspelbaarheid van kredietverlening geeft een stuk rust in je exploitatie. Je weet dat als de exploitatie doorloopt je verzekerd bent van kredietverlening. Deze rust zorgt ervoor dat je je kan richten op de exploratie.’ (I:8) ‘Zolang je aan je convenanten voldoet is er niks aan de hand en zal je de bank verder niet horen. Dat is een prima basis voor je dagelijkse business. Kredietverlening wordt niet voorspelbaarder ik kies de negatieve variant. Je weet bij convenanten dat zolang je er aan voldoet dat je krediet niet ingeperkt wordt. Op het moment dat je er niet aan voldoet kan de bank nieuwe eisen stellen.’ (I:9)*

In de interviews worden verschillende convenanten genoemd, waarbij vaak het derde kenmerk termijnen worden genoemd. Deze convenanten uiten zich voornamelijk in ratio's die betrekking hebben op de winst en verlies rekening en de balans van de onderneming. De ratio's die voornamelijk betrekking hebben op de winst en verlies rekening worden door de CFO's korte termijn ratio's (ICR, DSCR, NET Debt / EBITDA) genoemd. Solvabiliteitsratio's die betrekking hebben op de balans worden als lange termijn ratio's omschreven. In de bijlage zijn alle ratio's en de werking ervan toegelicht.

In verschillende interviews worden de korte termijn convenanten gekoppeld aan de drang van banken om steeds meer te focussen op de korte termijn en de exploitatie van de onderneming. Hierdoor ontstaat focus binnen een onderneming op de exploitatie strategie *‘Een kortere termijn covenant als een ICR en DSCR die raken me op korte termijn dat kan betekenen dat je in je exploitatie andere maatregelen moet nemen dan je eigenlijk wil, maar dan komt je exploratie doelstelling om de hoek en die zegt gewoon dat is niet de bedoeling. In zo'n situatie ben ik dus in de verleiding zo'n investering niet te doen ook al weet ik dat het op langere termijn goed is om het wel te doen. In management rapportages en dat soort dingen zijn er getallen bijgekomen waar ik vroeger veel minder naar keek, omdat ik naar langere termijn dingen keek. Nu moet ik naar die korte termijn dingen kijken omdat ik een covenant te beheersen heb. Waarom is een korte termijn ratio zo lekker voor de bank, dan hoeft de relatie manager verder niks uit te leggen. Voor een buitenstaander zit het risico altijd op de korte termijn, niet lange termijn dus als je dan weet dat de korte termijn ratio OK is dan weet je dat er op korte termijn geen risico is. Op een bepaalde manier past dat wel bij het naar veiligheid zoeken wat ik banken niet verwijt maar wel constateer.’ (I:5)*

'Korte termijn convenanten zullen de exploitatie het meest beïnvloeden. Monitoring wordt meer een signaalfunctie denk ik. Het is niet alleen monitoren voldoe je er nog steeds aan. Het is let op je moet iets aan je exploratie doen anders ga je het in je exploitatie niet meer redden. Hoe komt het dat banken zich veel focussen op die korte termijn? Is het niet dat ze aan de regelgeving van vandaag moeten voldoen? Is het niet zo dat ze zelf de nodige convenanten hebben, waaronder de Basel III normen? Richtten ze zich dan niet te veel op de korte termijn prestaties van ondernemingen om zelf te verdoen aan hun eigen normen?' (I:8) 'Ik heb er wel vertrouwen in dat we altijd de beste dingen voor het bedrijf proberen te doen en de beste dingen voor het bedrijf zijn 'at the end' de beste dingen voor de bank, dus onze doelstellingen zijn aligned met de bank. Dus elk covenant dat door onwetendheid van de vrager (financier), mij operationeel gezien in de wielen zouden rijden, ga ik proberen uit te leggen waarom we die niet zouden moeten afspreken. Dit komt sterk tot uiting als we het hebben over korte termijn convenanten.' (I:5)

In onderstaande tabel 11 zijn de mechanismen weergegeven, waarbij volgens de empirie de exploitatie strategie wordt beïnvloed door convenanten.

Beïnvloeding door:	Korte beschrijving / toelichting	Bron: Interviews
Beheersen van risico's	Convenanten beïnvloeden ondernemingen om bewuster te sturen op de exploitatie van de activiteiten. Hierdoor is er een extra focus op de efficiency van de bestaande processen van de onderneming wat een <b>positieve</b> invloed heeft op de exploitatie strategie.	1,2,6,8,9
Voorspelbaarheid Kredietverlening	Door het voorspelbare karakter van de convenanten ontstaat rust omtrent de financiering wat een <b>positieve</b> invloed heeft op de exploitatie strategie, omdat planning belangrijk is voor een efficiënte exploitatie strategie	2,6,7,8,9
Korte Termijn	Door korte termijn convenanten ontstaat binnen de onderneming focus op korte termijn resultaten wat een <b>positieve</b> invloed heeft op de exploitatie strategie.	2,6,8,

**Tabel 11** Beïnvloeding exploitatie door convenanten

## **4.7 Invloed van convenanten op de exploratie strategie**

In de empirie worden vier invloeden gevonden op de exploratie strategie alleen de kwantitatieve ondersteuning voor deze mechanismen is niet bij alle kenmerken even sterk aanwezig.

De beperkte investeringsmogelijkheden die convenanten bieden lijken een negatieve invloed te hebben op de exploratie strategie van ondernemingen. Investerings in research en development (R&D) worden door CFO's uitgesteld, omdat dit direct ten laste gaat van het operationele resultaat van ondernemingen. Convenanten zijn frequent gekoppeld aan de operationele winst, zodat een investering in R&D direct invloed kan hebben op het behalen van de convenanten. Op het moment dat deze convenanten niet gehaald dreigen te worden stellen CFO's investeringen in hun R&D uit wat een negatieve invloed heeft op de toekomstige exploratie. *'Het kan dus zijn dat je kosten en investeringen gaat uitstellen om aan je convenanten te kunnen voldoen. Het kan dus een negatieve invloed hebben. De convenanten van banken zijn nu zo dat het soms onmogelijk is om plannen uit te voeren waardoor je deze moet uitstellen. Het gaat ten koste van je exploratie strategie maar heeft weinig invloed op de exploitatie strategie van nu.'* (I:1) *'Dit jaar hebben we het wat lastiger, want we hebben een nieuwe productie lijn in gebruik genomen en die is nog niet helemaal vol. In het relationship banking model krijg je dan wel vragen als je nog een nieuwe investering wilt uitvoeren of dat wel verstandig is gezien de huidige exploitatie. Bank zal adviseren om eerst wat gas terug te nemen, en wachten tot de cashflow weer optimaal is en dan pas de financiering doen. Dan heb je het over timen van investeringen als je dan in de situatie zit waar je een convenant niet haalt wordt door de bank direct aan de rem getrokken.'* (I:6) *'Een van de conclusies is dat met name door convenanten dat het voor bedrijven automatisch betekent dat er niet anti cyclisch geïnvesteerd kan worden, dat heeft dus een remmende werking op ondernemingen. Convenanten kunnen een bepaalde beperking met zich mee brengen. R&D uitgaven worden namelijk meteen afgeboekt van het resultaat en meeste convenanten gaan meestal over de operationele winst.'* (I:6) *Op het moment dat je door je convenanten heen gaat zal dit ten koste gaan van je exploratie. In zo'n geval kan je de exploitatie wel rond duwen. Dat moet. Dat staat niet meer stil, dat duw je wel rond met je financier, je leverancier en je klanten. Het heeft dus vooral effect op je exploratie die niet meer plaats zal vinden. Je zult waarschijnlijk al in zo'n situatie allerlei lange termijn dingen op de lange baan gaan schuiven, omdat je eerst de problemen van nu moet gaan tackelen.* (I:7)

*'Convenanten hebben invloed op het geld dat beschikbaar is voor investeringen. Je wordt eigenlijk gedwongen om creatiever te gaan denken. Dit houdt meestal in dat je minder risico neemt dat heeft wel als gevolg dat het minder zal opleveren. Hierdoor is het wel beter beheersbaar.'* (I:9)

In het laatste citaat wordt gesproken over beheersbaarheid. Een specifieke kenmerk van convenanten in de empirie is de risicobeheersing. In contrast met beperkte investeringsmogelijkheden wordt risicobeheersing niet geassocieerd met een negatieve invloed op de exploratie strategie van een onderneming. CFO's zien in de risicobeheersing eerder een wijze van preventie om door exploratie het risicoprofiel van de onderneming niet automatisch te verhogen. CFO's geven aan dat bij het doorbreken van convenanten niet de convenanten per definitie ter discussie moeten worden gesteld, maar vooral de exploratie strategie die door de onderneming wordt gevolgd. De risico beheersing heeft dus een preventieve invloed op het volgen van een exploratie strategie en hier wordt geen specifieke positieve of negatieve kwalificatie aan toegevoegd.

*'Hoe ver gaat opportunisme t.o.v. realiteit? Convenanten helpen daarin. Convenanten verlangen wel een bepaald niveau van exploitatie en beperken de exploratie mogelijkheden, maar ik zie ze meer als een beschermmiddel dan een beperking. Het dwingt je om te blijven nadenken over de haalbaarheid van je strategie.'* (I:2) *'Als je het hebt over exploratie daar hoort een adequate prognose bij voor de komende 5 jaar. Binnen die prognose zie je de werking van die convenanten. Als je bijvoorbeeld ziet dat de debt-ebitda boven de 4 schiet dan moet er eigen vermogen bij in dat jaar of vanuit de relatie met de bank moet je consensus hebben dat je daar moet ingrijpen. Dan moet je je afvragen is de strategie wel goed?'* (I:3) *'In feite beperken convenanten je niet in je exploratie. Het is dan aan de bank of ze het aanvaardbaar vinden om hun risicoprofiel op de onderneming te vergroten.'* (I:4) *'In het verleden heeft factoring zonder convenanten ervoor gezorgd dat we flink hebben kunnen doorgroeien, maar het was niet verkeerd geweest dat er een bepaalde rem op had gezeten. Je moet niet alleen willen groeien, want je gaat maar door en je gaat maar door. Je exploratie en je investeringsniveau ga je er namelijk op aanpassen en zo kom je natuurlijk wel in een zich versterkende groei. Soms is het dan niet verkeerd om toch wel eens te werken met convenanten. Het moet beheersbaar zijn, zolang je convenanten daar maar voor gebruikt.'* (I:8)

Hoewel de kwantitatieve ondersteuning beperkt is zijn er aanwijzingen dat de voorspelbaarheid van kredietverlening een kenmerk is van convenanten die de exploratie strategie negatief beïnvloeden. Bij eigenschappen van exploratie zoals innovatie en snelle groei kunnen inkomsten die daaruit worden gerealiseerd, maar beperkt worden

voorspeld. Nieuwe producten in nieuwe markten kunnen onderhevig zijn aan sterke rendementswisselingen.

Convenanten die juist voorspelbaarheid van resultaten voorschrijven zijn dan vaak slecht werkende instrumenten om de onderneming te volgen.

CFO's pleiten in een dergelijke situatie voor andere instrumenten dan convenanten aangezien deze uitsluitend een remmende werking zouden hebben op de exploratie strategie aangezien door de grotere omgevingsturbulentie resultaten moeilijk te voorspellen zijn. Convenanten worden in een dergelijke situatie dan snel doorbroken, waardoor de onderneming genoodzaakt is maatregelen te nemen die negatief uitwerken voor de exploratie strategie. Er wordt wel opgemerkt dat de voorspelbaarheid bij een exploitatie strategie er voor zorgt dat er meer focus is op de exploratie strategie. *'Zit je in een stramien van snelle groei of innovatie dan moet je misschien de financiering aanpassen en een convenant dat meteen wordt doorbroken als het even tegen zit niet in de overeenkomst opnemen, want daar hebben beide partijen dan niks aan.'* (I:6) *'Op een gegeven moment, sluit je een overeenkomst met een bank af en daar zitten convenanten in. Een zeker met innovatie zit je in de hoek met meer risico, dus nieuwe producten en nieuwe markten, dat zijn vaak onzekere projecten met meer kans dat het niet zo loopt als in Excel modelletjes verwerkt zijn. Dan is er meteen dreiging bij een financiering waar je met convenanten werkt.'* (I:6) *'De convenanten die je met elkaar afspreekt moeten in lijn zijn met je toekomstige exploratie strategie, zover dit überhaupt te voorspellen is.'* (I:2) *De voorspelbaarheid van kredietverlening geeft een stuk rust in je exploitatie. Je weet dat als de exploitatie doorloopt, je verzekerd bent van kredietverlening. Deze rust zorgt ervoor dat je je kan richten op de exploratie.* (I:8)

De termijnen van convenanten hebben volgens de CFO's invloed op de exploratie strategie van een onderneming. Hierbij geven CFO's aan dat een lange termijn ratio, zoals solvabiliteit, geen negatieve invloed heeft op de exploratie strategie, maar wel dat korte termijn ratio's een negatieve invloed hebben op de exploratie strategie. *'Gelukkig heb ik alleen een equity convenant. Als je een keer een slecht jaar hebt en je zou break-even draaien dan blijft je eigen vermogen op peil, dan heb je geen doorbraak van een convenant. Kijk je dan naar een ebitda / debt ratio of een ICR dan heb je direct een probleem. Je ziet dus een termijn verschil in de convenanten.'* (I:6) *'Als een bank constant maar op de convenanten stuurt en op de korte termijn rendementen dan verslechtert het eigenlijk de eigen positie, omdat je daardoor de exploratie niet ondersteunt en je met een onderneming komt te zitten met een beperkt toekomst perspectief. Echter het is wel zo dat je zelf onderneemt, ik leen, ik teken een convenant, ik neem de risico's en ik neem de revenuen.'* (I:7)



'Bij verschillende ratio's die je hebt is de solvabiliteit ratio wat mij betreft gericht op de wat langere termijn. De solvabiliteit ratio is wat mij betreft een wat langere termijn ratio en de debt/ebitda ratio zijn korte termijn ratio's die op kortere termijn te beïnvloeden zijn. Ik denk dat de solvabiliteit convenanten wel degelijk positief hun werking kunnen hebben op je exploratie door in de onderneming meer ter beschikking laten zijn van de nodige middelen dus daarmee een hoger rendement te kunnen realiseren en continuïteit te waarborgen. ' (I:8)

In onderstaande tabel 12 zijn de mechanismen weergegeven, waarbij volgens de empirie de exploratie strategie wordt beïnvloed door convenanten.

Beïnvloeding door:	Korte beschrijving / toelichting	Bron: interviews
Beperkte investeringen	Convenanten beperken de mogelijkheden voor investeringen en specifiek investeringen in R&D, omdat deze direct ten laste van de winst worden gebracht en convenanten geen rekening houden met veranderende contexten. Dit heeft een <b>negatieve</b> invloed op de mogelijkheden voor exploratie.	1,2,3,6,7,8
Risico beheersing	Convenanten zijn er om risico's te beheersen en hierdoor worden beperkingen opgelegd. Hierbij wordt niet gefocust op de beperking maar vooral de vraag gesteld of de exploratiestrategie wel voldoet aan het risicoprofiel van de onderneming.	1,2,3,4,8
Voorspelbaarheid kredietverlening	Om werkbare convenanten op te stellen is voorspelbaarheid nodig van toekomstige inkomsten, echter dit is bij innovatie en onzekere projecten niet mogelijk. Convenanten beperken innovaties en daardoor heeft dit een <b>negatieve</b> invloed op de exploratie strategie.	2,5,6
Korte termijn	De meeste convenanten hebben een korte termijn focus die dwingt tot exploitatie en weinig ruimte biedt voor innovatie en exploratie.	1,6,7,8,9

**Tabel 12 Beïnvloeding exploratie door convenanten**

## 4.8 Additionele bevindingen

Uit de interviews zijn naast de in de vorige paragrafen gepresenteerde uitkomsten een aantal additionele bevindingen naar voren gekomen die in de komende vier sub paragrafen zullen worden toegelicht.

### 4.8.1 Moderator – heronderhandelbaarheid

In paragraaf 4.7 blijkt uit de empirie dat convenanten een negatieve invloed hebben op de exploratie strategie van ondernemingen. Echter, naast de reeds eerder genoemde kernmerken in tabel 9 blijkt dat de mate van heronderhandelbaarheid invloed heeft op de relatie tussen convenanten en exploratie strategie.

Door de onzekerheid van de uitkomsten van een exploratie strategie achten CFO's het zeer belangrijk dat de convenanten her-onderhandelbaar zijn. CFO's propageren dat convenanten aan revisie onderhevig moeten zijn, waarbij deze moeten worden aangepast als nieuwe situaties ontstaan bij een onderneming of in zijn omgeving. Dit speelt voornamelijk bij een exploratie strategie doordat de omgevingsturbulentie naar verwachting van de CFO's zal toenemen. De mate van heronderhandelbaarheid heeft grote invloed of convenanten een positieve of negatieve invloed hebben op de exploratie strategie van ondernemingen. *'In corporate bankieren zal je altijd convenanten nodig hebben. Ik zie convenanten niet als een belemmering maar ze moeten wel onderhandelbaar zijn. Dat is door momenten ingegeven. De onderhandelbaarheid van convenanten is vooral belangrijk bij de exploratie strategie. Op het moment dat je verder wilt exploreren kom je wel degelijk op nieuwe convenanten uit, want de huidige convenanten zullen daar waarschijnlijk niet passend voor zijn. Convenanten zullen dus aan revisie onderhevig moeten zijn.'* (I:2) *'Ik heb geprobeerd eerlijk antwoord te geven of ik mijn strategie aanpas op een convenant en mijn antwoordt daarop is NEE. Dus ik heb eigenlijk gezegd hij heeft invloed maar ik weiger dat te accepteren dus ik ga het gesprek met de bank aan, om de bank te overtuigen dat het toch echt beter is om je in die zin minder zorgen over het convenant en meer zorgen over de lange termijn strategie te maken.'* (I:5) *'Ik grijp even terug naar onze exploratie strategie, omdat je om strategische redenen bepaalde stappen gaat zetten was er bij de bank de bereidheid om op strategische gronden te zeggen; dit zijn goede keuzes en dit is een goed verhaal en ja we zijn bereid om daarin mee te gaan en we begrijpen dat convenanten gewijzigd moeten worden ofwel in tijd verlengd moeten worden.'* (I:8)

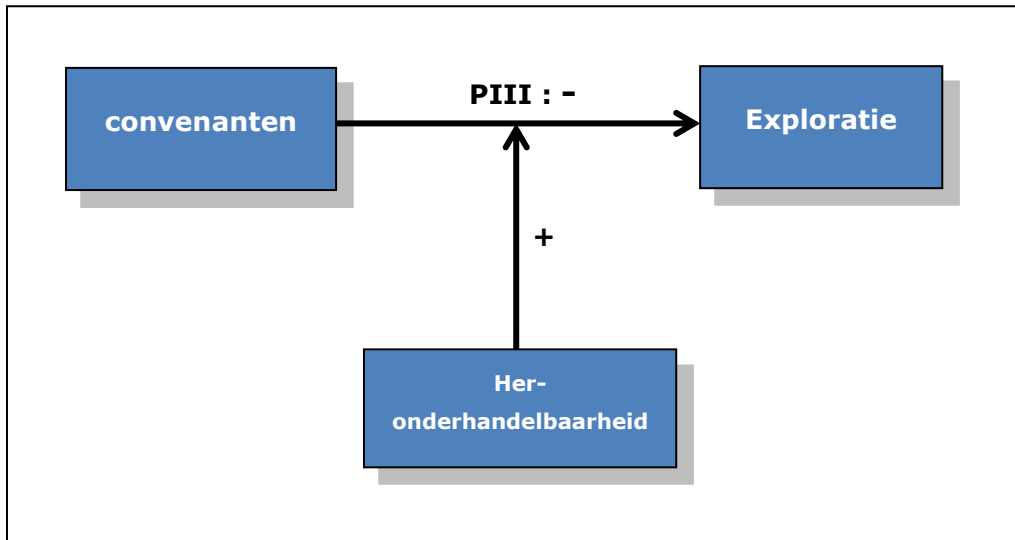
In tabel 13 is het mechanisme her-onderhandelbaarheid weergegeven, dat een modererend effect heeft op de relatie tussen exploratie en convenanten.

Beïnvloeding door:	Korte beschrijving / toelichting	Bron: interviews
Her- onderhandelbaarheid van convenanten	De her-onderhandelbaarheid van convenanten bepaalt in grote mate de invloed van convenanten op de exploratie strategie. Namelijk, des te meer convenanten her-onderhandelbaar zijn, des te meer dit ten gunste kan komen van de exploratie strategie. Tevens des te minder convenanten onderhandelbaar zijn, des te meer ze exploitatie bevorderen. Dit komt doordat convenanten een focus hebben op exploitatie en elke ruimte voor her-onderhandelbaarheid ten gunste van de exploratie strategie zal zijn.	2,5,8,

**Tabel 13 Moderator her-onderhandelbaarheid**

In tegenstelling tot de andere mechanismen heeft her-onderhandelbaarheid van convenanten volgens de empirie geen directe werking op de exploratie strategie van ondernemingen. Belangrijk is dat convenanten de strategie van de onderneming kunnen volgen en juist doordat de uitkomsten van een exploratie strategie moeilijk voorspelbaar zijn, is het belangrijk dat de convenanten aan revisie onderhevig zijn of kunnen worden heronderhandeld door ondernemingen. Dit zal de relatie tussen convenanten en de exploratie strategie positief beïnvloeden. Door deze vaststelling uit de empirie lijkt de her-onderhandelbaarheid een modererend effect te hebben op de directe relatie tussen convenanten en de exploratie strategie.

Figuur 2 geeft het moderatie effect weer van heronderhandelbaarheid ten aanzien van de relatie tussen Convenanten en exploitatie.



**Figuur 2 Moderator her-onderhandelbaarheid**

#### 4.8.2 Invloed van de kredietcrises op relationship banking

In paragraaf 4.5 is op basis van de data weergegeven dat door relationship banking een grotere bereidheid wordt gecreëerd om risico's te accepteren anders dan de objectieve cijfers toestaan. Bij groeifinanciering is dat belangrijk omdat nog geen cijfermatig verleden is opgebouwd. Dit heeft een positieve invloed op de mogelijkheden voor exploratie. Dit is geen longitudinaal onderzoek, maar een duidelijke trend over tijd is zichtbaar. Respondenten geven aan dat sinds de kredietcrises door banken minder risico wordt geaccepteerd en vooral dat de positieve invloed van relationship banking op de risico acceptatie afneemt ten opzichte van de periode voor de kredietcrises. De CFO's geven aan dat de bevoegdheden van het relationship banking worden beperkt in contrast met voor de kredietcrises, toen meer flexibiliteit door relationship banking werd gecreëerd in de kredietverlening. *'De relatie met banken is de laatste jaren sterk veranderd. Banken zijn veel terughoudender geworden dan in het verleden ze willen niet meer de enige financieringsrelatie zijn. Er wordt steeds meer gekeken wat financier ik nu eigenlijk? Dit wordt vooral ingegeven door Basel III regelgeving. Een investering van een nieuw schip kan niet alleen meer worden gefinancierd door de bank. Hierdoor zijn wij nu een consortium gaan vormen met leveranciers en klanten om toch dat schip te kunnen bouwen. Alleen door deze vertraging is mijn exploratie wel 2 jaar opgeschoven. Het is dus een veel langer traject geworden.'* (I:1) *'Banken zijn meer dan vroeger zekerheidzoekers. En bij nieuwe producten is meer onzekerheid dan bestaand product de kans dat je de bank overtuigt de kans om lekker ondernemend een groeifinanciering te krijgen is kleiner geworden dan vroeger.'* (I:5)

*'Persoonlijke ervaring is dat het de contactpersonen wel lukte om de interne organisatie van de bank te overtuigen. Zo van; ik ken die tent en die mensen die er zitten heb ik alle vertrouwen in en dat komt allemaal wel weer goed, maar tegenwoordig door alle regelgeving van De Nederlandse Bank en Autoriteit Financiële Markten is dat feitelijk onmogelijk.'* (I:6) *'Risico's worden zo erg beperkt dat er eigenlijk helemaal geen speelruimte meer is. Ik heb wel het idee dat de relationship manager een positieve invloed heeft op de risico acceptatie, maar dat wordt steeds minder gedurende jaren. In het verleden was het makkelijker als je een plannetje had en de bankier had er vertrouwen in dan lukte het wel. Dat is nu niet meer zo omdat de regels strakker worden aangetrokken. De relatie heeft dus steeds minder invloed. Ik verwacht eigenlijk bij nieuwe exploratie plannen beperkt verschil tussen de huidige en de nieuwe bank. Dat komt omdat de man met wie je spreekt sinds een paar jaar geen beslissingsbevoegdheden heeft en de invloed daarvan steeds meer afneemt.'* (I:9)

#### 4.8.3 Relatie tussen relationship Banking en Convenanten

In de verschillende interviews wordt door de CFO's betoogd dat relationship banking invloed heeft op de convenanten die worden gesteld. Hoewel dit onderzoek zich juist focust op de effecten van de antecedenten op de verschillende strategieën afzonderlijk lijkt relationship banking volgens de CFO's toch een invloed te hebben op het vaststellen van convenanten. In de interviews is niet specifiek naar dit onderwerp gevraagd, maar in de data analyse van de interviews blijken in de antwoorden wel verwijzingen te zijn dat relationship banking invloed heeft op het vaststellen van de convenanten. *'De rating van een bedrijf is heel belangrijk. Je hebt een relatie bepaalde vooruitzichten laten zien en dat je dat hebt gehaald en binnen de relatie kan dan worden gevolgd dat je bepaalde vooruitgang hebt geboekt, dan is het makkelijker om naar zijn superieuren te gaan om waivers te realiseren op convenanten. Immers is daar een bestaand trackrecord dat de onderneming zijn doelstellingen zal halen. Dan wordt je niet meer afgerekend op het convenant, maar op basis van de cijfers die je belooft te halen.'* (I:1) *'Het is afhankelijk van de relatie en trackrecord die je met je bankier hebt welke ruimte je krijgt in je convenanten. Is de relatie goed dan zal je altijd ruimte krijgen naast je convenanten op ad hoc basis. Is je relatie anders en begrijp je elkaar niet meer dan zie je formaliteit van de convenanten dan hoef je verder niet meer te overleggen en geldt gewoon wat op papier staat.'* (I:2)

In de empirie wordt uitgelegd dat door het opbouwen van een trackrecord middels relationship banking kan worden afgeweken van de criteria die zijn vastgesteld in de bestaande convenanten. Op basis van een bepaald verleden kan door middel van relationship banking een (tijdelijke) uitzondering worden gemaakt op de voorwaarden van convenanten. Daarnaast geven CFO's aan dat men van mening is dat relationship banking in bepaalde mate invloed heeft op het vaststellen van de convenanten, anders dan zou worden vastgesteld op basis van de feitelijke objectieve cijfers.

#### 4.8.4 *Invloed van relationship banking op exploitatie strategie*

In de opzet van het onderzoek is in eerste aanleg geen propositie opgesteld over de invloed van relationship banking op de exploitatie strategie. Ondanks de verwachting dat deze relatie weinig data zou opleveren, omdat flexibiliteit en bereidheid tot een hogere risico acceptatie geen invloed lijken te hebben op de exploitatie strategie zijn toch een aantal aanwijzingen gevonden. *'Als je zou moeten wegen is de relatie en flexibiliteit belangrijk voor exploratie en dan pas exploitatie in die volgorde.'* (I:3) *'Het zijn vaak bedrijven met een visie op de kortere termijn die vertrouwelijkheid belangrijk vinden. Exploiterende bedrijven lijken mij een behoefte te hebben aan de vertrouwelijk relationship banking omgeving.'* (I:1)

*'Natuurlijk heeft relationship banking wel effect op je korte termijn exploitatie strategie. Anders word je in je eigen web gevangen. Soms hebben we wel eens op korte termijn EUR 500.000 extra nodig. Soms doen ze dat. Dan heeft over de korte termijn je relatie dus wel zin gehad.'* (I:9) *'De relatie heeft ervoor gezorgd dat voldoende ruimte in de financiering ontstaat voor de korte termijn strategie.'* (I:3) Hoewel de aanwijzingen beperkt zijn in omvang en vaak in relatie worden genoemd met de exploratie strategie lijkt het wel dat er in de empirie aanwijzingen zijn dat relationship banking een invloed heeft op de exploitatie strategie. Uit de interviews wordt duidelijk dat de flexibiliteit die relationship banking geeft invloed heeft op de exploitatie strategie van ondernemingen. In de exploitatie strategie zijn de inkomsten beter te voorspellen, echter door de turbulente marktomgeving is bij deze strategie behoefte aan de flexibiliteit die relationship banking kan bieden. Deze flexibiliteit draagt dan bij aan de strategie op de korte termijn.

## 5 DISCUSSIE EN CONCLUSIE

### 5.1 Introductie

Het laatste hoofdstuk van deze scriptie gaat in op de resultaten in de vorm van discussie. Vervolgens worden de contributies beschreven voor zowel theorie als de managementpraktijk. Ten slotte wordt in de laatste paragraaf ingegaan op de beperkingen van dit onderzoek samen met suggesties voor vervolgonderzoek.

### 5.2 Discussie van de resultaten

#### 5.2.1 Exploitatie en exploratie strategie voor corporate ondernemingen

In deze sectie worden onderzoeksvraag 1 en 2 beantwoord: Wat is exploitatie voor corporate ondernemingen en wat is exploratie voor corporate ondernemingen? Een vergelijking van de empirische bevindingen met de literatuur vanuit een strategisch perspectief illustreert dat de exploitatie strategie door een aantal kenmerken wordt bepaald. De empirie laat zien dat de exploitatie strategie betrekking heeft op operational excellence wat overeenkomt met de incrementele verbeteringen / statische efficiency uit de strategische management literatuur (Lewin 1999a, Jansen et al. 2005, Benner 2003, Ghemawat 1993). De focus op bestaande producten en markten die door de empirie wordt aangebracht komt overeen met de inzichten in de literatuur dat bij een dergelijke strategisch keuze sprake is van beperkte variatie (Burgelman 1991, Burgelman 2002). In de empirie staat beperken en vermijden van risico centraal bij het genereren van een solide cashflow. Dat komt overeen met het genereren van voorspelbare inkomsten welke een laag risico vertegenwoordigen (Lewin 1999a, Porter 1996). Echter, de focus op laag risico bij de exploitatie strategie lijkt in de empirie duidelijker aanwezig. Dit kan worden veroorzaakt doordat door corporate ondernemingen innovaties met een hoger risicoprofiel worden gerealiseerd. Om het risicoprofiel van de onderneming in balans te houden is er naast de innovatie focus op laag risico activiteiten. Daarnaast hebben de ondernemingen in deze sample recente liquiditeitsspanningen gehad, waardoor een focus ontstaat op laag risico activiteiten, omdat de liquiditeitsbehoefte daar goed is te voorspellen. Het sturen op het realiseren van cashflow wordt in de empirie gezien als een korte termijn strategie wat overeenkomt met de uitgangspunten in de literatuur (Tushman and O'Reilly 1996). Resumerend kunnen we stellen dat het concept van exploitatie strategie volgens de respondenten in grote mate overeenkomt met de bestaande omschrijving in de strategisch management literatuur.

De empirische resultaten laten zien dat het concept exploratie strategie bestaat uit verschillende kenmerken, die over het algemeen worden beschreven in de literatuur. In de empirie wordt exploratie gedefinieerd als: alle activiteiten die bijdragen aan de groei van de onderneming waarbij vooral wordt gericht op nieuwe producten, processen en services (Jansen et al. 2005, Benner 2003, Ghemawat 1993). Hierbij wordt door de CFO's voornamelijk gerefereerd naar nieuwe product / markt combinaties (Burgelman 1991, Burgelman 2002).

Hierbij wordt door de CFO's wel voorzien dat dit onzekere inkomsten met zich mee zal brengen met een hoger risicoprofiel (Lewin 1999a). Ook het aangaan van allianties met andere partijen, waarbij buiten de huidige strategie van (Burgelman 2002) de onderneming wordt gekeken, wordt als kenmerk genoemd (Burgelman 1983). Het laatste kenmerk, dat de exploratie strategie betrekking heeft op de continuïteit van de onderneming op lange termijn, wordt door de meeste respondenten onderschreven (Tushman and O'Reilly 1996).

Resumerend kan worden gesteld dat de uitkomsten binnen het domein van corporate ondernemingen in grote lijnen overeenkomen met de bevindingen uit het literatuuronderzoek. Opvallend is dat ten aanzien van exploitatie er extra aandacht is voor activiteiten met laag risico. Bij exploratie lijkt er specifiek een focus te zijn op het aangaan van allianties. Hierdoor ontstaat een beter inzicht wat exploitatie en exploratie is voor grote corporate ondernemingen. Gezien het feit dat alle respondenten een strategische verantwoordelijkheid hebben en vanuit dat kader zijn geïnterviewd lijkt het logisch dat de uitkomsten uit de empirie over het algemeen worden bevestigd in de strategisch management literatuur.

### *5.2.2 Relationship banking voor corporate ondernemingen*

In de literatuur over relationship banking worden vier kenmerken onderscheiden die nadrukkelijk worden genoemd in de empirie. Ten eerste de flexibiliteit die relationship banking realiseert die in de empirie wordt omschreven als het meedenken in de groei van de onderneming en de verzoeken die daar uit voortkomen. Dit zorgt voor flexibiliteit en een impliciete ruimte in de kredietverlening (Boot 1994). Ten tweede komt uit de empirie naar voren dat door de vertrouwensrelatie er meer tolerantie is in de risicoperceptie bij de onderneming. Hierdoor worden er hogere risico's geaccepteerd (Jiménez 2004, Petersen 1994). Risico lijkt een belangrijk kenmerk aangezien deze kwantitatief een grote vertegenwoordiging heeft in de interviews.



Informatie uitwisselen voor langere tijd op exclusieve basis wordt als derde kenmerk zowel in de literatuur (Diamond 1984, Boot and Thakor 2000, Berger 1999) als door respondenten erkend.

Het vierde gemeenschappelijke kenmerk is dat de CFO's uitspreken dat de relationship banking relatie betrekking heeft op een lange termijn perspectief en dat voorwaarden verbeteren door de lange termijn focus van beide partijen (Boot 1994, Petersen 1994). Echter er wordt een kenmerk genoemd die niet wordt genoemd in de literatuur en dat is het verstrekken van advies over financieringsvraagstukken en ontwikkelingen in markten en sectoren. Daarnaast wordt in de empirie niet gesproken over zogenaamde hold up rents die het voor ondernemingen moeilijk maken om over te stappen op een nieuwe of andere kredietgever. Het feit dat hold up rents niet worden erkend in de empirie lijkt zich te verklaren doordat de CFO's aangeven niet de behoefte te hebben om frequent van kredietgever te willen wisselen, maar ook niet direct barrières te herkennen om zaken te doen met andere kredietverstrekkers.

Als samenvatting, het concept relationship banking zoals door de respondenten benaderd lijkt te corresponderen met de bestaande beschrijvingen van het construct in de literatuur. Echter, er blijkt een verschil te zijn. Het verschil dat advies een belangrijk kenmerk is van relationship banking lijkt te verklaren door het feit dat banken de afgelopen jaren steeds meer adviesdiensten aanbieden en steeds meer investeren in het verstrekken van sectorstudies en sector gerelateerde informatie. Banken spannen zich in om marktontwikkelingen in kaart te brengen en publiceren sectorrapporten.

Aangezien verschillende banken in de corporate markt dergelijke rapporten publiceren zien de geïnterviewde CFO's dit als onderdeel van het concept relationship banking.

Daarnaast stellen banken sectorbankers aan voor corporate ondernemingen die uitsluitend belast zijn met het monitoren van de ontwikkelingen in de sectoren.

In tabel 14 zijn de bevindingen van deze paragraaf weergegeven.

Samenvatting bevindingen empirisch onderzoek (op basis van paragraaf 4.3)	Relatie met bestaande literatuur (op basis van paragraaf 2.3)
Flexibiliteit: Meedenken met de groei van de onderneming en de verzoeken die daar uit voort komen.	(Boot 1994)
Risico: Bij een vertrouwensrelatie wordt meer risico geaccepteerd en is er meer tolerantie in de risicoperceptie.	(Jiménez 2004, Petersen 1994)
Informatie uitwisselen: Voldoende inhoudelijke kennis op bouwen van de onderneming om zo de verzoeken beter te begrijpen	(Diamond 1984, Diamond 2001, Boot and Thakor 2000, Berger 1999, Bhattacharya 1995)
Lange termijn relatie: De relatie die wordt opgebouwd heeft een toegevoegde waarde door het lange termijn perspectief.	(Boot 1994, Berger 1995, Petersen 1994, Berlin and Mester 1998)
Advies: Banken verstrekken adviezen over financieringsvraagstukken en ontwikkelingen in markten en sectoren.	<i>Nog niet als kenmerk weergegeven in de literatuur.</i>

**Tabel 14 Kenmerken Relationship Banking: Vergelijking literatuur en empirie**

### 5.2.3 Convenanten voor corporate ondernemingen

In de literatuur over convenanten worden enkele kenmerken gedefinieerd die door de respondenten worden genoemd. Het meest genoemde kenmerk van convenanten is dat het ondernemingen beperkt in de investeringen die de onderneming kan doen. De CFO's erkennen dat convenanten bij ondernemingen met liquiditeitspanningen de ruimte kunnen beperken om te investeren (Berlin 1992). In de literatuur worden convenanten gezien als instrumenten om de risico's voor financiers te beheersen (Carey 1993). Dit wordt erkend in de interviews, waarbij de nuance wordt gegeven dat de convenanten een preventieve werking hebben op de risico acceptatie binnen de onderneming. In de literatuur worden convenanten in verband gebracht met efficiënte kredietverlening (Berlin 1992, Park 2000) en in de empirie wordt dit onder voorspelbare kredietverlening als kenmerk genoemd. In de literatuur wordt beschreven dat convenanten vooral betrekking hebben op de korte termijn opbrengsten van de onderneming (Carey 1993). Echter in de empirie wordt gesproken over lange en korte termijn convenanten, waarbij wordt aangegeven dat kredietgevers een voorkeur hebben voor korte termijn convenanten. CFO's proberen juist de korte termijn convenanten te beperken.

Het kenmerk dat belangenconflicten worden gemanaged (Smith 1979, Dennis 2000) wordt in de empirie niet als kenmerk zodanig erkend. In aanvulling op de bestaande literatuur wordt vanuit de empirie opgevoerd dat de mogelijkheden tot heronderhandeling van convenanten een belangrijk kenmerk is. Op het moment dat nieuwe situaties zich voordoen moet er de mogelijkheid zijn om convenanten te heronderhandelen.

Resumerend kunnen we stellen dat over het algemeen het concept convenanten overeen komt met de beschrijving ervan in de literatuur. De CFO's hebben twee belangrijke aanvullingen gegeven, maar geven aan het kenmerk belangenconflicten niet te herkennen. De reden dat managen van belangenconflicten door de CFO's niet direct wordt herkend valt te verklaren door het feit dat het managen van belangenconflicten vooral vanuit het *perspectief* van kredietgevers is gezien en dat het voornamelijk de belangen van kredietgevers vertegenwoordigt. Op het moment dat een convenant wordt doorbroken stelt het voornamelijk de kredietgever in staat om maatregelen te nemen. Daarentegen is de eerste aanvulling; de heronderhandelbaarheid van convenanten, ook vanuit het *perspectief* van de CFO's een belangrijk kenmerk aangezien daar vooral de belangen van ondernemingen mee gediend zijn. Heronderhandelbaarheid insinueert een bepaalde flexibiliteit die kan ontstaan op het moment dat een onderneming in een nieuwe of onverwachte situatie komt. Dit is een interessant gegeven aangezien dit de werking van convenanten substantieel kan beïnvloeden.

Daarnaast blijkt dat risico beheersing (Carey 1993) door managers intern wordt gebruikt om preventief risico's te beperken binnen ondernemingen. Dit is een aanvulling op de theorie dat convenanten naast risico beheersing ook binnen ondernemingen een preventieve invloed hebben op de risico beheersing. Kennelijk gebruiken CFO's de convenanten al dan niet terecht om interne discussie over risico acceptatie te beïnvloeden.

In tabel 15 zijn de bevindingen van deze paragraaf weergegeven.

samenvatting bevindingen empirisch onderzoek (op basis van paragraaf 4.4)	Relatie met bestaande literatuur (op basis van paragraaf 2.4)
<p>Beperkte investeringsmogelijkheden: Convenanten worden gezien als een instrument om investeringen van ondernemingen te beperken, doordat strikte financiële eisen worden gesteld.</p>	<p>(Berlin 1992)</p>
<p>Risico Beheersing: Convenanten hebben een <b>preventieve werking</b> waarbij de risico's worden beperkt die de onderneming kan nemen.</p>	<p>(Carey 1993)</p>
<p>Voorspelbare kredietverlening: Zolang de onderneming binnen de convenanten blijft veranderen er geen voorwaarde voor kredietgebruik</p>	<p>(Berlin 1992, Park 2000)</p>
<p>Heronderhandeling: Convenanten worden heronderhandeld, zodra zich nieuwe situaties voordoen.</p>	<p><i>Nog niet als kenmerk zodanig weergegeven in de literatuur.</i></p>
<p>Beheersen belangenconflicten: <i>Dit wordt in de empirie niet herkend aangezien dit geen eigenschap is vanuit het perspectief van de Corporate Ondernemingen</i></p>	<p>(Smith 1979, Dennis 2000)</p>
<p>Termijn: Convenanten hebben betrekking op verschillende termijnen</p>	<p>(Carey 1993)</p>

**Tabel 15 Kenmerken convenanten: Vergelijking literatuur en empirie**

#### 5.2.4 *Bediscussiëring resultaten proposities*

*Propositie I: Relationship banking heeft een positieve invloed op de exploratiestrategie van corporate ondernemingen.* Uit het empirisch onderzoek blijkt dat relationship banking door middel van een drietal mechanismen een positieve invloed uitoefent op de exploratie strategie van ondernemingen.

In de literatuur wordt omschreven dat door het opbouwen van een relatie ruimte ontstaat voor flexibiliteit en impliciete ruimte in de kredietverlening (Boot 1994). Dat wordt door de CFO's als een belangrijke voorwaarde gezien om een exploratie strategie te ontwikkelen met een lange termijn rendement. Immers de uitkomsten van een exploratie strategie laten zich volgens de respondenten op korte termijn moeilijk voorspellen en daardoor is flexibiliteit in de kredietverlening een belangrijke factor. Een grote mate van flexibiliteit zorgt daardoor voor een positieve invloed op de exploratie strategie. De bereidheid van banken om op basis van de relatie grotere risico's te accepteren (Jiménez 2004, Petersen and Rajan 1995) wordt door de CFO's erkend als de bereidheid van banken om grotere risico's te accepteren dan de objectieve historische cijfers toestaan. Bij een groeiende en innoverende onderneming is dat belangrijk door de beperkte cijfermatige historie waar banken zich op kunnen baseren. Een exploratie strategie wordt gekenmerkt door de focus op de lange termijn (Tushman and O'Reilly 1996) wat door de respondenten wordt gekoppeld aan relationship banking dat door het lange termijn perspectief van de relatie een positieve invloed heeft op de bereidheid om toekomstige investeringen te financieren. Dit is belangrijk omdat bij een exploratie strategie veel nieuwe product-markt combinaties worden gevormd (Burgelman 1991, Burgelman 2002) die vaak niet direct winstgevend zijn.

De drie mechanismen die voortvloeien uit de relatie tussen relationship banking en exploratie strategie van ondernemingen; flexibiliteit in kredietverlening, bereidheid tot risico acceptatie en opbouw lange termijn relatie hebben allen een positieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen. De propositie wordt in de empirie middels een drietal mechanismen ondersteund.

*Propositie II: Convenanten hebben een positieve invloed op de exploitatie strategie van ondernemingen.* In paragraaf 4.6 is uitgelegd dat de empirie over convenanten drie mechanismen herbergen die een positieve invloed hebben op de exploitatie strategie van ondernemingen.

De CFO's geven aan dat convenanten ondernemingen dwingen om bewuster te sturen op de exploitatie strategie van de onderneming (Burgelman 1983). Convenanten zorgen voor een focus op de bestaande activiteiten. Hierbij worden voorwaarden opgenomen die stimuleren om de bestaande posities te versterken en de resultaten te optimaliseren door aandacht te hebben voor operational excellence (Lewin 1999a, Jansen et al. 2005, Benner 2003). Het strategische kader van corporate ondernemingen wordt door de convenanten gedwongen zich te richten op het beheersen en beperken van de risico's, door vooral te sturen op de winstgevendheid van de bestaande activiteiten (Carey 1993). Dit komt omdat volgens de CFO's de risico's het laagste zijn bij de bestaande activiteiten van de onderneming, omdat daarvan de winstgevendheid op korte termijn reeds is aangetoond (Lewin 1999a). Deze voorliefde van banken om via convenanten te sturen op de exploitatie van de onderneming komt volgens de CFO's voort uit de voorspelbaarheid van de inkomsten die worden gegenereerd (Porter 1996). Hierdoor is op korte termijn een laag risicoprofiel verbonden aan financiering. In de empirie wordt aangegeven dat convenanten intern worden gebruikt als preventieve maatregel om nieuwe nog niet gedetecteerde risico's te beperken. Convenanten worden door CFO's aangewend om interne beslissingen ten gunste van een matige risico acceptatie te beïnvloeden. De exploitatie strategie die is gericht op efficiency en zekerheid wordt volgens de CFO's door convenanten ondersteund, omdat deze goed functioneert bij het voorspelbare karakter van de kredietverlening en stabiele inkomsten. Een exploitatie strategie kenmerkt zich wel doordat, zoals hierboven is omschreven, wordt gestuurd op korte termijn rendementen (Tushman and O'Reilly 1996). De CFO's omschrijven dit kenmerk uit de literatuur als de verplichting die convenanten opleggen om te sturen op de korte termijn resultaten en meer aandacht te hebben en te sturen op kwartaalcijfers dan zonder convenanten. Hierdoor ontstaat focus op de korte termijn resultaten die zorgen voor constante aandacht voor de winstgevendheid van de bestaande activiteiten.

De drie mechanismen die voortvloeien uit de relatie tussen convenanten en de exploitatie strategie van ondernemingen: beheersen van risico's, voorspelbaarheid kredietverlening en korte termijnen hebben allen een positieve invloed op de exploitatie strategie van ondernemingen. De propositie wordt dus in de empirie middels een drietal mechanismen ondersteund.

*Propositie III: Convenanten hebben een negatieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.* In paragraaf 4.7 is uitgelegd dat de empirie vier mechanismen herbergt over convenanten die een negatieve invloed hebben op de exploratie strategie van ondernemingen.

Convenanten beperken de mogelijkheden voor investeringen van ondernemingen (Berlin 1992) Uit de empirie komt naar voren dat dit specifiek een extra impact heeft op de investeringen op research & development. Deze investeringen moeten namelijk direct ten laste van de winst worden gebracht, maar daar wordt door convenanten geen rekening mee gehouden. Dit heeft echter een negatieve invloed op de exploratie strategie, omdat juist het ontwikkelen van nieuwe producten, processen en services (Jansen et al. 2005, Benner 2003, Ghemawat 1993) op deze manier wordt beperkt door convenanten. In de empirie wordt risicobeheersing door convenanten (Carey 1998) niet gezien als een factor die de exploratiestrategie negatief zal beïnvloeden. Dit is opvallend omdat een exploratie strategie vaak samen gaat met een hoger risicoprofiel (Lewin 1999a). Echter de CFO's zien deze beperking meer als een uitdaging om te kijken of een exploratie strategie wel past bij het risicoprofiel van de onderneming. Convenanten worden opgesteld om een efficiënte kredietverlening te realiseren (Berlin 1992, Park 2000) Om convenanten te kunnen opstellen zijn redelijk voorspelbare inkomsten benodigd. Een eigenschap van een exploratie strategie is juist dat de inkomsten hoger dan gemiddeld zijn, maar zich moeilijk laten voorspellen (Lewin 1999b). Zeker bij innovatie en onzekere projecten is dat een lastig uitgangspunt. Aangezien convenanten veelal toch vasthouden aan deze voorspelbare inkomsten hebben deze volgens de CFO's een beperkende werking op innovatieve processen en de exploratie strategie van een onderneming. Een belangrijke factor is dat innovatie en exploratie betrekking heeft op de middel- en lange termijn van een onderneming (Tushman and O'Reilly 1996). Banken hebben volgens de empirie de voorkeur om voornamelijk korte termijn convenanten op te leggen die zich focussen op kwartaal resultaten. Hierdoor worden investeringen uitgesteld (Berlin 1992) en wordt gestuurd op kwartaal rendementen die weinig ruimte laten voor innovaties en ontwikkelingen voor de lange termijn. CFO's proberen te sturen op lange termijn convenanten echter deze zijn veruit in de minderheid. Dit verschil in termijnen heeft een negatieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.

Vier mechanismen die voortvloeien uit de relatie tussen convenanten en de exploratie strategie: beperkte investeringen, risicobeheersing, voorspelbaarheid kredietverlening en korte termijn focus hebben allen een negatieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen De propositie wordt in de empirie door een viertal mechanismen ondersteund.

### 5.2.5 *Bediscussiëring additionele bevindingen*

De additionele bevindingen uit de empirie geven een interessant perspectief op de hedendaagse literatuur. In de literatuur wordt gesteld dat convenanten de waarde van een onderneming laten toenemen. Het idee is dat door beperkingen op te leggen in investeringen en acquisities het risico van korte termijn denken van aandeelhouders wordt beperkt wat positief is voor de waarde van de onderneming op lange termijn (Smith 1979). Hier wordt geen rekening gehouden met de invloed van deze convenanten op de strategie. Een onderneming wordt hierdoor beperkt in het investeren in activiteiten die positief bijdragen aan de waarde en resultaten van een onderneming. Het is van essentieel belang dat convenanten een balans vinden tussen controle van risico's en het verlies aan flexibiliteit. Relationship banking lijkt hier een belangrijke rol te spelen aangezien in de empirie relaties zijn gevonden dat relationship banking invloed kan hebben op convenanten men overeenkomt met ondernemingen. Relationship banking kan zorgen dat de natuurlijke behoefte van banken om korte termijn convenanten te operationaliseren wordt afgestemd op de exploratie strategie van ondernemingen, aangezien juist relationship banking een positieve invloed heeft op deze strategie.

Echter als gevolg van de recessie blijkt uit de empirie dat relationship banking aan veranderingen onderhevig is en dat de positieve invloed van relationship banking op de exploratie strategie van ondernemingen steeds meer aan het afnemen is. Juist de bevoegdheden van relationship banking om meer flexibiliteit te realiseren voor ondernemingen lijken af te nemen. Hierdoor kunnen convenanten de overhand krijgen die zoals uit dit onderzoek blijkt een negatieve invloed hebben op de exploratie strategie van een onderneming. Dat is een verdieping van het bestaande overzichtartikel (Boot 1999, Thadden 1995) waarin de flexibiliteit van relationship banking wordt onderkend, Echter nog niet duidelijk is dat deze invloed kan afnemen doordat bevoegdheden van relationship banking kunnen afnemen.

#### Her-onderhandeling van convenanten

De beperkte flexibiliteit van rigide contractuele afspraken kan worden doorbroken door impliciete of expliciete mogelijkheden om de convenanten te heronderhandelen. Wanneer sprake is van heronderhandelingsmogelijkheden zullen bedrijven eerder akkoord gaan met meer rigide convenanten. Ondernemingen met een hoger risico profiel vinden het daarom belangrijk dat de overeengekomen convenanten heronderhandelbaar zijn (Berlin 1992). Naast de kwantificeerbare waarde die dit voor een onderneming heeft volgens Berlin en Mester (1992) draagt dit onderzoek bij aan het inzicht dat het moderende effect van heronderhandeling van convenanten ook invloed heeft op de strategie van de onderneming.



Deze moderator die in de empirie naar voren is gekomen lijkt een belangrijke schakel te zijn omdat ondernemingen zich steeds meer moeten aanpassen aan de verschillende contexten waarin ze moeten opereren. Zeker gezien het feit dat de juiste verhouding tussen exploitatie en exploratie onder meer af hangt van de mate van omgevingsdynamiek en concurrentiedruk (Volberda, 2004: 233) Ambidextere bedrijven zijn in staat de juiste balans te vinden tussen het spanningsveld van exploratie en exploitatie.

#### Ambidexteriteit

De juiste verhouding tussen exploitatie en exploratie hangt af van de omstandigheden (Jansen 2006) Te veel focus op exploitatie verbetert de resultaten op korte termijn, maar zullen door veranderingen in de industrie of omgeving vroeg of laat worden overrompeld. Het tegenovergestelde is ook waar, teveel aandacht op aanpassingsvermogen betekent het creëren voor winst van morgen die ten koste gaat van de opbrengsten van vandaag (Birkinshaw 2004). Door de invloed van relationship banking en convenanten op de exploitatie en exploratie strategie van ondernemingen is de vraag of banken ondernemingen ondersteunen om ambidexter te zijn.

Uit dit onderzoek blijkt dat banken doormiddel van convenanten vooral sturen op een exploitatie focus bij ondernemingen. Echter onderzoeken tonen aan dat ambidexteriteit tot een verbeterde financiële performance zal leiden (Gibson 2004, Jansen 2006, Gupta 2006, He 2004). Het lijkt paradoxaal dat banken sturen op exploitatie terwijl dit niet leidt tot een betere performance van ondernemingen. Relationship banking is met de positieve invloed op de exploratie strategie van ondernemingen een belangrijke factor om ondernemingen in staat te stellen om een ambidextere strategie te kunnen volgen en voldoende toegang te houden tot de financiële markten. De recente ontwikkeling dat relationship banking minder invloed zou hebben op de relatie van banken met ondernemingen lijkt een serieuze dreiging te kunnen vormen voor de exploratie strategie en innovatiekracht van ondernemingen.

#### Innovatie

Een reëel gevaar is dat ondernemingen afhankelijk zijn van banken. Door de uitkomsten van dit onderzoek wordt duidelijk dat ondernemingen door de convenanten worden gedwongen zich te focussen op de exploitatie en zich daardoor beperken tot verbeteren van producten en operational excellence. Dat is een gevaarlijke ontwikkeling die al eerder is omschreven in de literatuur als het 'innovators dilemma' waarbij versterkende innovaties altijd zullen worden ingehaald door ontwrichtende innovaties van andere ondernemingen (Christensen 1997).

In dit dilemma lijkt het dat succesvolle ondernemingen met een succesvol product zelden in staat zijn zelf een ontwrichtende innovatie naar de markt te brengen. Dit onderzoek draagt bij aan het inzicht dat financiële instellingen in zekere mate bijdragen aan dit effect door de eenzijdige focus en positieve invloed op de exploitatie strategie en beperkende invloed op de exploratie strategie van ondernemingen.

## 5.3 Contributies

### 5.3.1 Contributies aan de theorie

Dit onderzoek heeft conceptueel in kaart gebracht wat de invloed is van externe financiering op strategische beslissingen van grote corporate ondernemingen. Empirisch heeft het unieke inzichten gegeven hoe dit invloed heeft op de beslissingscentra van corporate ondernemingen in Nederland. Hierbij zijn mechanismen aan het licht gekomen die niet eerder in de literatuur zijn beschreven.

Allereerst draagt deze scriptie bij aan de klassieke strategische literatuur die onderzoek doet naar de relatie tussen de externe omgeving en de onderneming zelf om te begrijpen hoe strategieën tot stand komen (Porter 1979). Deze modellen benadrukken de invloed van externe spelers zoals afnemers, leveranciers, nieuwe toetreders, concurrenten en substituten. Onderbelicht is de rol van financiers ondanks het feit dat veel ondernemingen afhankelijk zijn van bancaire werkkapitaal financiering.

Dit onderzoek toont aan dat banken als externe financiers niet te veronachtzamen zijn als men de strategische beslissingen van corporate ondernemingen beter wil begrijpen.

- Onderzoek toont aan dat banken via relationship banking en convenanten invloed uitoefenen op de strategie van ondernemingen.
- Onderzoek heeft aanwijzingen gevonden dat externe financiering door de huidige financiële crisis een steeds grotere invloed zal krijgen op de investeringsbeslissingen van corporate ondernemingen.

De tweede bijdrage van dit onderzoek heeft betrekking op de exploitatie, exploratie en ambidexteriteit literatuur. In dit onderzoek is de werking onderzocht van het externe antecedent financiering wat nog niet eerder is beschreven in de huidige literatuur. Dit heeft nieuwe inzichten opgeleverd over de implicaties van dit antecedent op de bestaande exploitatie, exploratie en ambidexteriteit literatuur. Bestaande modellen en studies hebben zich voornamelijk gericht op de invloed van interne antecedenten op de exploitatie en exploratie strategieën (Raisch 2008).

- Onderzoek toont aan dat relationship banking een positieve invloed heeft op de exploratie strategie van ondernemingen door meer flexibiliteit in de financiering, een hogere risico acceptatie en lange termijn perspectief.
- Onderzoek toont aan dat convenanten een positieve invloed hebben op de exploitatie strategie door het beheersen van risico's, voorspelbaarheid kredietverlening en een focus op de korte termijn.

- Onderzoek toont aan dat convenanten een negatieve invloed hebben op de exploratie strategie van ondernemingen door beperkte ruimte voor investeringen, behoefte aan voorspelbare cashflows en de focus op korte termijn prestaties.
- Onderzoek toont aan dat her-onderhandeling van convenanten een positief moderatie effect heeft op de relatie tussen convenanten en de exploratie strategie. Dit betekent dat de her-onderhandelbaarheid niet alleen waarde heeft voor de onderneming maar ook strategische implicaties (Berlin 1992).
- Onderzoek toont aan dat externe financiers door de huidige ontwikkelingen steeds minder ruimte laten voor ondernemingen om een ambidextere strategie te voeren, waardoor de juiste balans tussen exploitatie en exploratie onder druk komt te staan.

De derde bijdrage is op het gebied van de corporate finance literatuur, omdat de concepten relationship banking en convenanten worden verrijkt met nieuwe inzichten uit de empirie. Door relationship banking en convenanten in de corporate omgeving te onderzoeken draagt deze studie bij aan de huidige corporate finance literatuur, waar nog beperkt onderzoek is gedaan naar deze concepten vanuit het strategisch management perspectief. Deze studie levert een bijdrage door andere resultaten voor de concepten relationship banking en convenanten te realiseren dan in de huidige literatuur worden gedefinieerd. De bevindingen suggereren (zie tabel 14 en 15) dat het concept van relationship banking (Boot 1999) moet worden uitgebreid.

- Onderzoek toont aan dat het geven van advies over financieringsvraagstukken en ontwikkelingen in sectoren een kenmerk is van relationship banking. De definitie van relationship banking moet worden uitgebreid met het geven van advies aan ondernemingen.
- Onderzoek toont aan dat her-onderhandelbaarheid een kenmerk is van convenanten. In de literatuur kan dit concept worden verrijkt met deze nieuwe inzichten (Carey 1998)

### *5.3.2 Contributies voor de management praktijk*

Dit verklarend onderzoek draagt bij aan de management praktijk, omdat het inzichten geeft voor strategische managers wat de invloed kan zijn van banken op de strategie van corporate ondernemingen.

Een belangrijke bevinding van deze studie is dat relationship banking en convenanten bestaan uit verschillende kenmerken. Deze studie informeert de managementpraktijk over de belangrijke effecten die kenmerken van relationship banking en convenanten kunnen hebben op de exploitatie en exploratie strategie van een onderneming. Dit zorgt voor nieuwe inzichten voor strategische beslissers bij het aangaan van nieuwe financieringen.

- CFO's moeten bij het aangaan van nieuwe financieringen zorgen voor voldoende ruimte in de convenanten om niet beperkt te worden in investeringen en innovatie ontwikkelingen.
- De resultaten van dit onderzoek wijzen uit dat CFO's van explorerende bedrijven banken moeten dwingen tot convenanten met een lange termijn karakter. Dit is belangrijk om voldoende ruimte te hebben om de wisselende resultaten van innovatie geen effect te laten hebben op de dagelijkse bedrijfsvoering.
- CFO's zullen door de positieve invloed van relationship banking op de exploratie strategie van ondernemingen, zoals blijkt uit dit onderzoek, een extra stimulans hebben om vooral te investeren in de relatie met externe financiers.
- Strategische beslissers moeten om een ambidexter bedrijfsmodel na te streven zorgen voor een juiste balans van relationship banking en convenanten.
- CFO's kunnen door de uitkomsten van dit onderzoek overwogen om financieringsoplossingen te zoeken zoals asset based lending, waarbij convenanten een ondergeschikte rol spelen. Asset based lending financiert niet op balansratio's maar vooral op de onderliggende assets.

De invloed van externe financiers op de strategie van ondernemingen levert in dit geval specifiek voor banken nieuwe inzichten op die kunnen worden gebruikt in de dagelijkse praktijk.

- Met de huidige convenantenstructuur waarborgen banken dat men vroeg 'aan tafel kan zitten' bij ondernemingen met een financiële performance die negatief afwijkt van de begroting. Banken moeten zich realiseren dat deze opstelling mogelijk een onwenselijke invloed heeft op de strategie van ondernemingen. Ondernemingen zullen proberen om aan de convenanten te voldoen en kunnen daardoor verkeerde strategische keuzes maken voor de lange termijn.

Kortom deze studie geeft een exclusieve kijk op de mechanismen van banken die invloed hebben op de strategie van een corporate onderneming. Dit is een belangrijke bijdrage voor strategische beslissers die nog geen ervaring hebben met de werking van convenanten en relationship banking.

Veel ondernemingen krijgen pas zicht op de werking van deze mechanismen als er liquiditeitsspanningen ontstaan. Kennis van deze materie heeft een preventieve werking, omdat tijdige actie op dit fenomeen cruciaal is. Pas acteren op het moment dat er liquiditeitsspanningen ontstaan bij ondernemingen zorgt ervoor dat men voor een voldongen feit wordt geplaagd en de strategie van ondernemingen niet meer het exclusieve domein is van het management team.

### *5.3.3 Beperkingen en vervolgonderzoek*

Het onderzoek heeft een aantal inzichten opgeleverd over de invloed van financiële instellingen op de strategie van corporate ondernemingen. Dit heeft geresulteerd in een aantal handvatten voor corporate managers en een aantal aanvullingen op de bestaande theorie. Verschillende nieuwe onderzoeksrichtingen zijn mogelijk die voort komen uit de resultaten of beperkingen van dit onderzoek.

Ten eerste bevat de beperkte steekproef van dit onderzoek aanwijzingen dat de flexibiliteit van relationship banking (Boot 1993) is afgenomen gedurende de afgelopen jaren. Dit is een aanleiding om door middel van longitudinaal onderzoek een perspectief te ontwikkelen op de invloed van relationship banking van voor en na de recente kredietcrises.

Ten tweede geeft de beperkte steekproef veel diepgang aan het onderzoek, maar dat gaat wel ten koste van de generaliseerbaarheid van de resultaten. Een omvangrijk kwantitatief deductief onderzoek naar dit nieuwe perspectief kan een belangrijke bijdrage zijn voor de convenanten en relationship banking literatuur.

Ten derde is in deze scriptie gekozen om onderzoek te doen bij corporate ondernemingen. Interessant vervolg onderzoek zou kunnen zijn om dit onderzoek te herhalen in de context van MKB ondernemingen. Aangezien de verschillende dynamiek, waar de ondernemingen in functioneren tot nieuwe inzichten zou kunnen leiden. Daarnaast zou onderzoek kunnen worden verricht naar de invloed van financiële instellingen binnen specifieke sectoren.

Ten vierde is het interessant om te onderzoeken of financiële instellingen zich bewust zijn van de eenzijdige focus middels convenanten op de exploitatie strategie van corporate ondernemingen.

Ten vijfde lijkt aanvullend onderzoek naar de effecten van de nieuwe BASEL III regelgeving op het managen door financiële instellingen van klantrelaties middels relationship banking en convenanten, erg actueel. Aangezien financiële instellingen middels Basel III steeds scherper worden beoordeeld op het monitoren van kredietnemers.

# BIJLAGE 1: INTERVIEWWIJZER

## Vragenlijst per variabele

### Algemeen informatie

Functie:

Verantwoordelijkheden:

Ervaring:

Sector van onderneming:

- 
- Zou u kunnen uitleggen wat exploitatie inhoudt voor uw onderneming?
    - o Wat verstaat u bij uw onderneming onder exploitatie?
    - o Op welk tijdsframe focust deze strategie zich volgens jou?
    - o Welke invloed heeft dit op de inkomsten van een onderneming?
    - o Welke invloed heeft dit op de producten, diensten van een onderneming?
    - o Met welke zaken associeer je een exploitatie strategie?
    - o Valt dit binnen de huidige strategie van de onderneming?
    - o Wat is het effect van deze strategie op de PM combinaties?
    - o Wat kun je zeggen over de voorspelbaarheid van de inkomsten van deze strategie?
  
  - Zou u kunnen uitleggen wat exploratie inhoudt voor uw onderneming?
    - o Wat verstaat u bij uw onderneming onder exploratie?
    - o Op welk tijdsframe focust deze strategie zich volgens jou?
    - o Welke invloed heeft dit op de inkomsten van een onderneming?
    - o Welke invloed heeft dit op de producten, diensten van een onderneming?
    - o Met welke zaken associeer je een exploratie strategie?
    - o Valt dit binnen de huidige strategie van de onderneming?
    - o Wat is het effect van deze strategie op de PM combinaties?
    - o Wat kun je zeggen over de voorspelbaarheid van de inkomsten van deze strategie?
  
  - Zou u kunnen uitleggen wat Relationship Banking betekent voor uw onderneming?
    - o Wat versta je onder de relatie tussen bank en onderneming?
    - o Welke invloed heeft deze relatie op de financiering?
    - o Welke invloed heeft de relatie op de informatie uitwisseling?



- Hoe zou de relatie effect kunnen hebben op risico?
  - Hoe zou de relatie effect kunnen hebben op de flexibiliteit?
  - Zijn er nadelen aan relationship banking?
- Zou u kunnen uitleggen wat convenanten betekenen voor uw onderneming?
- Welke convenanten zijn er in uw financiering overeengekomen?
  - Hoe hebben convenanten invloed hebben op de onderneming?
  - Hoe kunnen convenanten invloed hebben op investeringsbeslissingen?
  - Hoe kunnen convenanten invloed hebben op de risico's?
  - Waarom zijn convenanten voor een onderneming van belang?
  - Waarom worden convenanten overeengekomen t.b.v. de financiering?
  - Zijn er nadelen aan Convenanten?
- Mechanismen
- Welke aspecten van relationship banking hebben invloed op de strategische keuzes binnen uw onderneming?
  - Hoe en waarom kunnen aspecten van relationship banking invloed hebben op de strategie van de onderneming?
  - Welke aspecten van convenanten hebben invloed op de strategische keuzes binnen uw onderneming?
  - Hoe en waarom kunnen aspecten van convenanten invloed hebben op de strategie van de onderneming?

## BIJLAGE 2: TOELICHTING CONVENANTEN

Convenanten die volgens de empirie betrekking hebben op de korte termijn	Convenanten die volgens empirie betrekking hebben op de lange termijn
<p><b>Debt Service Coverage Ratio (DSCR)</b> : Dit is een kengetal dat aangeeft of er voldoende operationele kasstromen worden gegenereerd voor rente en aflossing. Hoe hoger de DSCR, des te gunstiger. De DSCR behoort minimaal 1,0 te bedragen.</p> <p>Deze ratio wordt door banken gevraagd, omdat het goed monitort of ondernemingen in staat zijn aan alle verplichtingen te voldoen. Kortom worden er uit de exploitatie voldoende middelen gegenereerd om de huidige verplichtingen na te komen. Bij een DSCR van 1 is er dus geen ruimte voor investeringen.</p>	<p><b>Solvabiliteitsratio</b>: Deze ratio heeft de betrekking op de vraag of een organisatie in staat is om aan alle financiële verplichtingen te voldoen. Men meet hierbij of er bij faillissement voldoende middelen voorhanden zijn om ervoor te zorgen dat verschaffers van vreemd vermogen schadeloos gesteld kunnen worden. Bij solvabiliteitsratio gaat het om de verhouding tussen het ingebrachte eigen vermogen en de totale activa. (=balanstotaal)</p> <p>In de praktijk wordt voor dit getal een norm van minimaal 0,25 tot 0,40 gehanteerd afhankelijk van de sector waarin de onderneming actief is. In een solvabele onderneming bedraagt het eigen vermogen dus minimaal 25% tot 50% van het totale vermogen. Aangezien kwartaal resultaten geen grote invloed hebben op de solvabiliteit wordt dit als een lange termijn ratio gezien.</p>
<p><b>Interest Coverage Ratio (ICR)</b>: Deze ratio geeft aan hoeveel maal een onderneming haar interestlasten verdient. Het is om die reden een maatstaf voor de mate waarin de winst voor interest en belasting kan terugvallen zonder dat de onderneming in financiële moeilijkheden komt. Ook geeft deze ratio aan in hoeverre de onderneming nog leningen, met de daaraan verbonden interestlasten, aan kan gaan. De norm voor deze waarde is 3 tot 5 maal</p> <p>Banken zien deze ratio graag omdat continue kan worden gemonitord of er nog voldoende ruimte is op korte termijn om nieuwe verplichtingen aan te gaan.</p>	
<p><b>NET Debt / EBITDA</b>: Dit kengetal is een meting van het hefboomeffect, berekend als de rentedragende verplichtingen van ondernemingen verminderd met geldmiddelen, gedeeld door de EBITDA. De netto schuld aan EBITDA-ratio is een schuldratio die laat zien hoeveel jaren het zou duren voor een bedrijf om zijn schulden terug te betalen, als netto schuld en EBITDA constant worden gehouden.</p> <p>NET Debt / EBITDA is populair bij banken, omdat het rekening houdt met in hoeverre de onderneming in staat is om haar schulden te verminderen. Ratio's hoger dan 4 of 5 geven meestal een alarmbel omdat dit aangeeft dat een bedrijf minder snel in staat is om de schuldenlast te reduceren en dus minder kans om het bedrijf te laten groeien. Uiteindelijk hangt het wel af van de benchmark van de industrie hoe je de NET Debt / EBITDA per onderneming moet beoordelen.</p>	

## LITERATUUR

Adler, P.S. (1999) 'Flexibility Versus Efficiency? A Case Study of Model Changeovers in the Toyota Production System', *Organization science (Providence, R.I.)* : 43.

Barney, J.J. (1991) 'Firm Resources and Sustained Competitive Advantage', *Journal of management* 17(1): 99-120.

Begley, J.J. (1999) 'An Empirical Examination of the Relation between Debt Contracts and Management Incentives', *Journal of accounting & economics* 27(2): 229-259.

Beneish, M.D. (1993) 'Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants', *The Accounting review* : 233.

Benner, M.M.J. (2003) 'Exploitation, Exploration, and Process Management: The Productivity Dilemma Revisited', *The Academy of Management review* 28(2): 238.

Berger, A.N. (1999) 'The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future', *Journal of banking & finance* 23(2-4): 135.

Berger, A.N. (1995) 'Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance', *The Journal of business (Chicago, Ill.)* : 351.

Berlin, M. (1992) 'Debt Covenants and Renegotiation', *Journal of financial intermediation* 2(2): 95.

Berlin, M. and L. Mester (1998) 'On the Profitability and Cost of Relationship Lending', *Journal of Banking & Finance* 22(6-8): 873-897.

Bhattacharya, S. and A. Thakor (1993) 'Contemporary Banking Theory', *Journal of financial intermediation* 3: 2.

Bhattacharya, S.S. (1995) 'Proprietary Information, Financial Intermediation, and Research Incentives', *Journal of financial intermediation* 4(4): 328-357.

Birkinshaw, J. (2004) 'Building Ambidexterity into an Organization', *MIT Sloan management review* 45: 47.

- Boot, A.W.A. (2000) 'Relationship Banking: What do we Know?', *Journal of financial intermediation* 9(1): 7.
- Boot, A.W.A. (1994) 'Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game', *International economic review (Philadelphia)* : 899.
- Boot, A. and A. Thakor (2000) 'Can Relationship Banking Survive Competition?', *Journal of Finance* 55(2): 679-713.
- Bryman, A. and E. Bell (2011) 'Business Research Methods'3rd edition(Oxford University Press, New York).
- Burgelman, R.A. (2002) 'Strategy as Vector and the Inertia of Coevolutionary Lock-in', *Administrative Science Quarterly* : 325.
- Burgelman, R.A. (1991) 'Intraorganizational Ecology of Strategy Making and Organizational Adaptation: Theory and Field Research', *Organization science (Providence, R.I.)* : 239.
- Burgelman, R.A. (1983) 'A Process Model of Internal Corporate Venturing in the Diversified Major Firm', *Administrative Science Quarterly* : 223.
- Carey, M.S. (1993) 'Recent Developments in the Market for Privately Placed Debt', *Federal reserve bulletin* 79: 77.
- Carey, M.M. (1998) 'Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting', *The Journal of finance (New York)* 53(3): 845-878.
- Carpenter, R.E. (1994) 'Inventory Investment, Internal-Finance Fluctuations, and the Business Cycle', *Brookings papers on economic activity* 1994(2): 75.
- Castle, G. (1980) 'Term Lending – a Guide to Negotiating Term Loan Covenants and Other Financial Restrictions'(Journal of Commercial Bank Lending, 26–39.).
- Citron, D.D. (1997) 'Loan Covenants and Relationship Banking in MBOs', *Accounting and business research* 27(4): 277-294.
- Citron, D.D.B. (1992) 'Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice', *Accounting and business research* 22(88): 322-335.

- Collis, J. and R. Hussey (1997) 'Business Research Methods'.
- Danneels, E.E. (2002) 'The Dynamics of Product Innovation and Firm Competences', *Strategic Management Journal* 23(12): 1095-1121.
- Degryse, H. (2000) 'Relationship Lending within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data', *Journal of financial intermediation* 9(1): 90.
- Degryse, H.H. (2007) 'The Impact of Competition on Bank Orientation', *Journal of financial intermediation* 16(3): 399-424.
- Dennis, S.S.A. (2000) 'Syndicated Loans', *Journal of financial intermediation* 9(4): 404-426.
- Diamond, D.W. (2001) 'Banks and Liquidity', *The American Economic Review* 91(2): 422.
- Diamond, D.D.W. (1984) 'Financial Intermediation and Delegated Monitoring', *The Review of economic studies* 51(3): 393.
- Erlandson, D., E. Harris, B. Skipper and S. Allen (1993) 'Doing Naturalistic Inquiry - a Guide to Methods'(Sage publications London).
- Farinha, L.A. (2002) 'Switching from Single to Multiple Bank Lending Relationships: Determinants and Implications', *Journal of financial intermediation* 11(2): 124.
- Floyd, S.W. (2000) 'Strategizing Throughout the Organization: Managing Role Conflict in Strategic Renewal', *The Academy of Management review* : 154.
- Freixas, X. and J. Rochet (1997) ' Microeconomics of Banking'.
- Ghemawat, P.P. (1993) 'The Organizational Tension between Static and Dynamic Efficiency', *Strategic Management Journal* 14(s2): 59-73.
- Gibson, C.B. (2004) 'The Antecedents, Consequences, and Mediating Role of Organizational Ambidexterity', *Academy of Management journal* : 209.
- Gompers, P. and J. Lerner (1996) 'The use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements '.
- Gupta, A.K. (2006) 'The Interplay between Exploration and Exploitation', *Academy of Management journal* 49(4): 693.

Hall, B. (1992) 'Investment and Research and Development at the Firm Level: Does the Source of Financing Matter?' NBER Working Papers Series.

He, Z.Z.L. (2004) 'Exploration Vs. Exploitation: An Empirical Test of the Ambidexterity Hypothesis', *Organization science (Providence, R.I.)* 15(4): 481-494.

Hubbard, R. (1998) 'Capital Market Imperfections and Investment', vol 36 (Journal of Economic Literature): 193-225.

Huberman, G. (1988) 'Limited Contract Enforcement and Strategic Renegotiation', *The American Economic Review* : 471.

Jansen, J.J.P., H.W. Volberda and F.A.J. Bosch (2005) 'Exploratory Innovation, Exploitative Innovation, and Ambidexterity: The Impact of Environmental and Organizational Antecedents'.

Jansen, J.J.P.J.J.P. (2009) 'Structural Differentiation and Ambidexterity: The Mediating Role of Integration Mechanisms', *Organization science (Providence, R.I.)* 20(4): 797-811.

Jansen, J.J.P. (2006) 'Exploratory Innovation, Exploitative Innovation, and Performance: Effects of Organizational Antecedents and Environmental Moderators', *Management science* : 1661.

Jiménez, G. (2004) 'Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk', *Journal of banking & finance* 28(9): 2191.

Kang, S.S.C. (2009) 'Intellectual Capital Architectures and Ambidextrous Learning: A Framework for Human Resource Management', *Journal of management studies* 46(1): 65-92.

Khaslavsky, J.J. (1999) 'Understanding the Seductive Experience', *Communications of the ACM* 42(5): 45-49.

Levinthal, D. and J. March (1993) 'The Myopia of Learning', *Strategic Management Journal* 14: 95-112.

Levinthal, D.D.A. (1993) 'The Myopia of Learning', *Strategic Management Journal* 14(s2): 95-112.

Lewin, A.Y. (1999a) 'The Coevolution of New Organizational Forms', *Organization science (Providence, R.I.)* : 535.

Lewin, A.Y. (1999b) 'The Coevolution of New Organizational Forms', *Organization science (Providence, R.I.)* : 535.

March, J.G. (1991) 'Exploration and Exploitation in Organizational Learning', *Organization Science* 2(1): 71-87.

Mayer, C. (1988) 'New Issues in Corporate Finance'(Europ. Econ. Rev., 32): 1167–1189.

Modigliani, F. (1958) 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review* 48(3): 261.

Mom, T.J.M. (2006) 'Managers' Exploration and Exploitation Activities: The Influence of Organizational Factors and Knowledge Inflows'.

Niskanen, J.J. (2004) 'Covenants and Small Business Lending: The Finnish Case', *Small business economics* 23(2): 137-149.

Ongena, S.S. (2000) 'What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence', *Journal of financial intermediation* 9(1): 26-56.

Park, C.C. (2000) 'Monitoring and Structure of Debt Contracts', *The Journal of finance (New York)* 55(5): 2157-2195.

Park, S.H. (2002) 'Firm Resources as Moderators of the Relationship between Market Growth and Strategic Alliances in Semiconductor Start-Ups', *Academy of Management journal* : 527.

Petersen, M.A. and R.G. Rajan (1995) 'the Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships 'Quart. J. Econ.101,: pp. 406–443.

Petersen, M.A. (1994) 'The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data', *The Journal of finance (New York)* : 3.

Petersen, M.A. and R.G. Rajan (1995) *The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships*.

Porter, M.E. (1996) 'What is Strategy?'(Harvard Business review).

- Press, E.E.G. (1990) 'Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements', *Journal of accounting & economics* 12(1-3): 65-95.
- Rajan, R. and A. Winton (1995) 'Covenants and Collateral as Incentives to Monitor', *Journal of Finance* 50(4): 1113-1146.
- Rajan, R.G. (1998) 'The Past and Future of Commercial Banking Viewed through an Incomplete Contract Lens', *Journal of Money, Credit and Banking* : 524.
- Rajan, R.G. (1992) 'Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt', *The Journal of finance (New York)* : 1367.
- Rindova, V.P. (2005) 'Being Good Or being Known: An Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation', *Academy of Management journal* : 1033.
- Sharpe, S.A. (1990) 'Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships', *The Journal of finance (New York)* : 1069.
- Smith, C.W. (1979) 'On Financial Contracting\* 1:: An Analysis of Bond Covenants', *Journal of Financial Economics* 7(2): 117.
- Tushman, M.L., P.C. Anderson and C. O'Reilly (1997) 'Technology Cycles, Innovation Streams, and Ambidextrous Organizations: Organization Renewal Trough Innovation Streams and Strategic Change'.
- Tushman, M.L. and C.A. O'Reilly (1996) 'Ambidextrous Organizations: Managing Evolutionary and Revolutionary Change', *California management review* 38(4): 8-&.
- Vera, D. (2004) 'Strategic Leadership and Organizational Learning', *The Academy of Management review* : 222.
- Volberda, H.H.W. (2003) 'Co-Evolutionary Dynamics within and between Firms: From Evolution to Co-Evolution', *Journal of management studies* 40(8): 2111-2136.
- Yafeh, Y.Y. (2001) 'Industrial Organization of Financial Systems and Strategic use of Relationship Banking', *Review of finance* 5(1-2): 63-78.
- Yin, R.K. (2009) 'Case Study Research, Design and Methods,'.