

Verslag AWT bijeenkomst *Finance for Innovation*

AWT, 1 februari 2010

Veel bedrijven constateerden de afgelopen jaren dat het moeilijk was om geld te vinden voor R&D en innovatie. Daarom verdiept de AWT zich momenteel in de relatie tussen innoverende bedrijven en financiële instellingen: wat gaat daar mis en hoe zou dat kunnen verbeteren? Op de AWT-bijeenkomst *Finance for Innovation* presenteerden vooraanstaande economen hun ideeën over dit onderwerp. Hierop werd gereageerd door deskundigen en publiek.



‘Het financiële landschap wordt in toenemende mate gezien als één van de belangrijkste componenten van het innovatiesysteem.’ Dat stelde AWT-voorzitter Joop Sistermans aan het begin van de bijeenkomst *Financiering voor Innovatie*, op 1 februari in Den Haag. ‘Fricities in het landschap leiden tot moeilijkheden of frustreren zelfs gewenste economische ontwikkelingen.’ Op de bijeenkomst presenteerden hij en drie andere economen hun ideeën over het ontstaan en oplossen van het probleem van financiering van innovatie. Deze inbreng, plus die van de discussies eromheen, gaat de AWT benutten voor een advies aan regering en parlement over de

financiering van innovatieve snelgroeende bedrijven.

Perez: nieuwe financiële instrumenten ontwikkelen voor het kennisintensieve mkb

De eerste spreker op de bijeenkomst was Carlota Perez, *Visiting Senior Research Fellow* aan de Universiteit van Cambridge en hoogleraar Technologie en Sociaal-economische ontwikkeling aan de Technische Universiteit van Tallinn. Volgens Perez zijn technologische revoluties in de geschiedenis met een opmerkelijke regelmaat gekomen en gegaan, en heeft de economie hierop steeds op vergelijkbare manier op gereageerd. Elke technologische revolutie start met een installatiefase van twee of drie decennia, die eindigt met een financiële crisis. Daarna volgt een ongeveer even lange ontplooiingsfase. Hierin wordt het innovatie- en het marktpotentieel van de nieuwe technologie volledig benut. Volgens Perez zijn we in die fase van de ICT-revolutie gekomen. Waren in de eerste fase de financiële sector en nieuwe ondernemers nog de belangrijkste aanjagers van innovatie, nu worden dat kleine kennisintensieve ondernemingen. Zij kenmerken zich niet door een voortdurende sterke groei, maar door een voortdurend innovatief vermogen dat zij ter beschikking stellen aan grote ondernemingen. Op basis hiervan kunnen grote ondernemingen hun concurrentiepositie versterken en uitbouwen.



Innovatiebeleid in de tweede fase van een technologische revolutie vergt, volgens Perez, dat de productiesector en de overheid zich gezamenlijk gaan inspannen voor het verbeteren van de kwaliteit van de economische structuur, synergie, specialisatie en interactie.

Netwerkvorming is hierbij essentieel, dus moet deze inspanningen een sterk lokaal/regionaal-gericht karakter hebben. Een belangrijke rol van de financiële sector hierbij is het verschaffen van adequate financiering aan kleine kennisintensieve bedrijven. Dit vergt andere financiële instrumenten dan in de eerste fase. Het gaat niet meer om financiering van groei, maar van bedrijfsprocessen die moeilijk zijn te doorgronden en waarvan het rendement niet constant is. Om hierin te kunnen voorzien, moeten financiële instellingen zich meer inhoudelijk gaan verdiepen in hun klanten en nieuwe financieringsmodellen en -constructies ontwikkelen. De overheid zou deze overgang moeten ondersteunen met nieuwe beleidsinstrumenten.



Boot: het financiële systeem ingrijpend vernieuwen

De tweede spreker was Arnoud Boot, hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en plaatsvervangend kroonlid van de SER. Kijkend naar de huidige financiële crisis, constateert hij dat de financiële sector afgelopen decennium niet heeft geopereerd als smeerolie voor de (reële) economie, maar als zelfstandige “winstmachine”. Daardoor verslapte de aandacht voor vernieuwing en innovatie in de reële economie, die overigens altijd al relatief laag was, nog verder. Europa heeft hier meer last van gehad dan de VS, omdat banken hier een veel grotere rol spelen in de financiële sector. Door de introductie van vergaande innovaties is de volatiliteit van banken enorm toegenomen zonder de positieve effecten van fin markten voor innovatie. De huidige financiële crisis noopt ze nu om eerst die volatiliteit terug te dringen. Dat betekent dat je de komende jaren weinig hoeft te verwachten van banken als partner voor snelgroeiende bedrijven en radicale innovators. Oplossingen zullen moeten komen uit mogelijke (in- of externe) afsplitsingen van banken die meer dienstbaarheid gaan betonen aan vernieuwing en ondernemerschap en uit de rest van het financiële systeem. Het is een taak van alle betrokken partijen en de overheid om een dergelijke markt tot stand te laten komen, inclusief een structuur voor effectief toezicht.

Overigens constateert Boot dat zich in Nederland in het recente verleden relatief weinig problemen hebben voorgedaan met het financieren van *high-tech startups* en het doorgroeien van middelgrote innovatieve bedrijven. Dit komt echter niet door de grote bereidheid van de financiële sector om dergelijke bedrijvigheid te ondersteunen. Er is vooral een gebrek aan dit soort initiatieven in ons land.

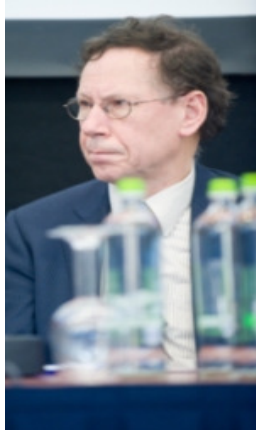
Discussie: de noodzaak en perspectieven van nieuwe financieringsvormen

In een reactie op de eerste twee sprekers stelt Paul Tang, Tweede-Kamerlid voor de PvdA, veel te herkennen van de gepresenteerde probleemschetsen. Hij constateert dat door de financiële crisis groot wantrouwen is ontstaan jegens banken en de rest van de financiële sector. Dat wantrouwen wordt nog steeds gevoed,



momenteel bijvoorbeeld door de discussies over het gebrek aan geld bij pensioenfondsen voor waardevervalende pensioenen. Tang onderkent dat financiering één van de problemen is achter het gebrek aan innovatie in ons land. Volgens hem zijn er vooral nieuwe vormen van *private capital* nodig voor het financieren van jonge, innovatieve bedrijven.

Luc Soete, hoogleraar Internationale Economische Betrekkingen aan de Universiteit Maastricht en AWT-raadslid, is het daarmee eens. Daarom kondigt hij aan dat de AWT verschillende vormen van financiering van innovatie nader wil inventariseren en



onderzoeken, en zo mogelijk beleidsaanbevelingen hierover wil doen. Vanuit de zaal komt de reactie dat *private equity* in ieder geval heel belangrijk zal zijn. Dit speelt immers nu al een grote rol in de financiering van het mkb. Dat zal met de opkomst van kleine kennisintensieve ondernemingen, waarover Perez sprak, dan ook niet veranderen. Het prettige hierbij is dat *private equity*-financiers veel meer oog hebben voor de lange termijn en dus voor innovatie. Carlota Perez onderschrijft deze visie, maar vult daarop aan dat er ook (nieuwe soorten) financiële overeenkomsten mogelijk zijn tussen kleine kennisintensieve ondernemingen en de grote bedrijven waarvoor ze werken. Daarnaast nuanceert ze de financieringsbehoefte van kleine kennisintensieve ondernemingen: omdat ze doorgaans niet of

nauwelijks groeien, hebben ze ook weinig behoefte aan extra kapitaal, maar meer aan kapitaalbuffers voor de momenten waarop tijdelijk geen nieuwe innovaties op de markt worden gebracht.

Op de vraag of pensioenfondsen een grotere rol kunnen spelen bij het ondersteunen van innovatie in de reële economie, reageert Arnoud Boot met de stelling dat er eerst moet worden gekozen wat de maatschappij nou precies van hen verwacht: meer zekerheid of hoge rendementen? Die vraag is relevant, gezien de huidige discussies over deze instellingen. Valt de keuze op het eerste, dan zal de rol van pensioenfondsen bij het ondersteunen van innovatie zeker niet toenemen. Paul Tang nuanceert die stelling door erop te wijzen dat pensioenfondsen wel in staat zijn om randvoorwaarden voor innovatie te verbeteren, bijvoorbeeld door het financieren van kennis/ICT-infrastructuur of het bevorderen van samenwerking tussen bedrijven.

Schenk: speculatieve fusies en acquisities tegengaan

De derde spreker van de dag was Hans Schenk. Hij is hoogleraar Economische Wetenschappen aan de Universiteit Utrecht en, net als de voorgaande spreker, plaatsvervangend kroonlid van de SER. Hij bestrijdt dat afgelopen jaren sprake is geweest van een internet *bubble*. De investeringen in fusies en acquisities hebben die in ICT in ieder geval ver overtroffen. Dat is een trieste zaak, want uit onderzoek van Schenk bij 20.000 grensoverschrijdende fusies blijkt dat deze in 65 tot 85 procent van de gevallen niet lonen, omdat ze niet leiden tot productieverhoging. Het gaat dus om tamelijk speculatieve handelingen. Maar wat is dan de



rationaliteit van fusies? Schenk constateert dat in veel gevallen vooral sprake is van persoonlijke en defensieve motieven. Directies van bedrijven die in hun sector overnames zien plaatsvinden, denken de boot te missen als ze niet meegaan in die trend. Ook wordt het risico om zelf overgenomen te worden kleiner als de eigen schaal toeneemt. Met bedrijfseconomische voordelen heeft dat echter niets te maken. Sterker nog: de afgelopen

jaren heeft een enorme kapitaalvernietiging plaatsgevonden. Dit is onder meer ten koste gegaan van de middelen die beschikbaar zijn voor economisch en sociaal echt productieve activiteiten, zoals R&D en innovatie. Volgens Schenk is dit alles het gevolg van de bijna ongelimiteerde vrijheid die markten de laatste jaren hebben gekregen. Overheden moeten volgens hem dan ook de weg terug zoeken naar meer *corporate control*, gericht op het algemeen belang. Dit betekent onder meer dat bedrijven meer en betere mogelijkheden moeten krijgen zich te beschermen tegen inefficiënte overnames en overheden strenger fusies moeten toetsen aan het algemeen belang.



Van Tilburg: loyaal aandeelhouderschap lonender maken

De laatste spreker had Kees Cools moeten zijn. Hij was helaas plotseling verhinderd. Cools is lid van het partnerteam van managementconsultancy Booz & Company en deeltijdhoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij zal nog wel een essay schrijven voor de AWT. In plaats van Kees Cools hield AWT-raadsmedewerker Rens van Tilburg een korte presentatie. Van Tilburg deed de afgelopen anderhalf jaar onderzoek naar het onderwerp financiering voor innovatie. Daaruit komt onder andere naar voren dat de grote verschuivingen in de Amerikaanse financiële sector in de jaren '80 en '90 – van bedrijfsfinanciering door voornamelijk banken naar voornamelijk de aandelenmarkt – een grote toename van R&D en arbeidsproductiviteit hebben opgeleverd. Bank-gebaseerde economieën als die van Duitsland en Frankrijk, daarentegen, hebben in dezelfde periode minder succes gehad bij het creëren van nieuwe high-tech bedrijven. Dat lijkt erop te duiden dat een grote aandelenmarkt goed is voor R&D en innovatie, maar dat is niet altijd het geval. Van Tilburg: 'Voor een positieve werking van de aandelenmarkt op innovatie zijn institutionele beleggers nodig die verder kijken dan de korte termijn.' Juist die zijn er de afgelopen jaren steeds minder gekomen. Als oorzaken hiervan, noemt van Tilburg, de geringe beschikbaarheid van niet-financiële informatie, de hoge kosten van langetermijnarbitrage en de kortetermijngerichtheid van de vermogensbeheerders. De oplossing ligt dan ook voor de hand: zorg voor meer rust op de financiële markt. De overheid zou eraan kunnen bijdragen dat loyaal en substantieel aandeelhouderschap lonender wordt.

Discussie: wie is nou eigenlijk de schuld van het gebrek aan innovatie?

In de discussie die volgt blijkt dat Patrick Morley, COO van Telegraaf Media Groep en AWT-raadslid, het niet eens is met de stelling dat de overheid fusies en acquisities zou moeten afremmen, om zo ook meer ruimte te laten voor innovatie. 'Als fusies en acquisities zo dom zijn, waarom zet iedereen zijn geld er dan op in?' Hij denkt ook niet dat er een relatie is met innovatie. 'Misschien wordt er minder geld uitgegeven aan R&D, maar bij innovatie gaat het toch vooral om het beter en slimmer benutten van bestaande kennis, bijvoorbeeld uit de marketing. Dat proces wordt door fusies en acquisities juist wel versterkt. Het ontwikkelen van bètakennis levert veel minder innovatie op.'



Paul Frentrop, hoofd corporate governance van APG Asset Management, vindt dat het gebrek aan innovatie in het bedrijfsleven vooral te wijten is aan banken, die te veel zekerheden eisen, en aan managers, die te lui zijn. 'Aandeelhouders zijn juist groot voorstander van innovatie, omdat dit de waarde van bedrijven verhoogt. Er zijn ook vele voorbeelden dat aandeelhouders bedrijven jarenlang toestaan innovatief vermogen op te bouwen zonder dividend te eisen. Denk aan ASML en Océ.'

Slotdiscussie: verkeerde prikkels en automatische ontwikkelingen

In de slotdiscussie werd vooral gesproken over de rol van institutionele beleggers en aandeelhouders bij innovatie. Inleider Hans Schenk zette zich daarbij sterk af tegen de mening van Paul Frentrop. 'Je kunt wel enkele voorbeelden van het tegendeel noemen, maar uit mijn onderzoek blijkt dat het doel van bijna alle acquisities het creëren van kortetermijn-aandeelhouderswaarde is. Dat kost bedrijven veel geld en werkt innovatie dus wel degelijk tegen. Bovendien heeft de private equity-markt het huidige bonussensysteem in het bedrijfsleven enorm bevorderd, dat zich vooral richt op kortetermijnresultaten. Het mag zo zijn dat veel bedrijven de verkeerde managers hebben, maar die zijn aangetrokken door deze verkeerde prikkel.' Carlota Perez nuanceert de discussie, door te stellen dat partijen alleen speculatief gedrag vertonen ten tijde van economische uitbarstingen waarin iedereen snel hoge winsten probeert te realiseren. 'Onder normale economische omstandigheden, die nu weer terugkeren, zal de aandeelhoudersmarkt vanzelf weer meer tot rust komen.'

