

# Werkelijke waarde creëren voor de lange termijn

*Mijntje Lückerath-Rovers*



Op 27 november 2018 viel ons oog op een opiniestuk van Mijntje Lückerath-Rovers in *Het Financieele Dagblad*. De kop sprak ons aan: ‘Waardecreatie op de lange termijn is hip in wereld van corporate governance’. De heldere uiteenzetting in het artikel triggerde ons: daar wilden we meer over weten. Wat is langetermijnwaardecreatie en hoe bepalen raden van bestuur en commissarissen waar ze waarde toevoegen? We togen naar Rotterdam voor een gesprek met de auteur.

In het artikel in het FD vertel je over langetermijnwaardecreatie, dat als hoofddoel in de Corporate Governance Code van 2016 is opgenomen. Je legt uit hoe waardecreatie het beste kan worden bepaald aan de hand van een matrix met vier kwadranten: intern economisch en intern sociaal naast extern economisch en extern sociaal.

‘De matrix is ontwikkeld door de Noorse professor Morten Huse en benoemt op welke vlakken bedrijven waarde kunnen creëren. Vaak blijven bedrijven steken in het kwadrant van de interne economische waarde, dus de financiële. De andere factoren worden niet concreet gemaakt. Vooral gaat er minder aandacht naar het kwadrant extern sociaal, waar alle aspecten van mensenrechten en de keten samenkomen, terwijl ook die zijn benoemd in de Code van 2016.’

**MVO en ketenverantwoordelijkheid krijgen wel meer aandacht dan voorheen.**

‘In de Code heet het de “relevante

“

Als je rommel maakt of slecht met de keten omgaat, is dat jouw kostenpost, jouw waardevernietiging

maatschappelijke aspecten van ondernemen”. Door het alleen MVO te noemen, maak je het te eng. Dan is het alsof je een morele plicht hebt. Het onderscheid tussen morele verantwoordelijkheid en langetermijnwaardecreatie is belangrijk. Aan langetermijnwaardecreatie moet je iets verbinden: wat wil je maken, wat wil je niet kapotmaken? Dat is een strategisch uitgangspunt, het gaat verder dan een morele plicht. Bij een presentatie zei iemand: wij zijn geen filantropische instelling, we zorgen eerst dat we winst maken en geven daarna wel aan doelen. Maar als je rommel maakt of slecht met de keten omgaat, is dat jouw kostenpost, jouw waardevernietiging. Puma publiceert bijvoorbeeld twee jaarverslagen. Een daarvan is de ecologische winst- en verliesrekening. Daarin laten ze zien dat ze nog verlies





“

## Want als je slecht voor je klanten zorgt of geen goede werkgever bent, neemt je aandeelhoudersrendement ook af

lijden, omdat ze per saldo nog waarde vernietigen. Ze streven ernaar om ook daar winst te maken. Hopelijk wordt het gemeengoed om dat te laten zien.’

### **In bijna alle jaarverslagen staat een waardecreatiemodel, maar iedereen vult dat verschillend in.**

‘Ik hoop dat dat verandert. De term langetermijnwaardecreatie is niet nieuw, maar ontplofte omdat het door de Code een toverwoord werd. Vaak werden met knippen en plakken woorden als continuïteit en aandeelhouderswaarde vervangen door langetermijnwaardecreatie, maar het werd niet geconcretiseerd. Op mijn opinieartikel in het FD kwam een interessante ingezonden brief van de beleggersvereniging VEB. Ze

schreven dat ze het met me eens waren omdat langetermijnwaardecreatie een vaag begrip was, en dat ze vreesden dat in de komende AVA's iedereen het erover zou hebben, maar dat niemand het concreet zou maken en dat ze daarmee weg zouden komen. In hun optiek is er daarom maar één manier om het concreet te maken: je hebt waarde gecreëerd als het rendement op je geïnvesteerd vermogen, de ROI, hoger is dan de gemiddelde kostenvoet van je eigen en vreemd vermogen, de WACC. Ik snap de gedachte, maar daar ben ik het vanzelfsprekend niet mee eens. Daarmee beperk je waardecreatie tot aandeelhoudersrendement. Alsof dat het is. Toch nemen ook wetenschappers vaak aandeelhoudersrendement als prestatie maatstaf voor goed bestuur, omdat ze zeggen dat je daarmee het beste kunt bekijken of je al het andere goed hebt gedaan. Want als je slecht voor je klanten zorgt of geen goede werkgever bent, neemt je aandeelhoudersrendement ook af. Ik heb zelf ook nagedacht over een



## Vier kwadranten voor waardecreatie

### ECONOMISCHE WAARDECREATIE

#### Extern

Gericht op toegevoegde financiële waarde, zoals financiële prestaties en aandeelhoudersrendement

### ECONOMISCHE WAARDECREATIE

#### Intern

Gericht op eigen bedrijfsvoering, zoals ondernemerschap, innovaties, fusies en risicobereidheid

### SOCIALE WAARDECREATIE

#### Extern

Gericht op bredere maatschappelijke onderwerpen, zoals maatschappelijk verantwoord ondernemen, werkgelegenheid in brede zin, productkwaliteit en ketenverantwoordelijkheid

### SOCIALE WAARDECREATIE

#### Intern

Gericht op werknemers, zoals ethische kwesties en leiderschapsstijl

Kwadrant ontwikkeld door Morten Huse

16

FOCUS 2019



Dat er dingen fout gaan, moeten we kunnen accepteren, maar als iets aantoonbaar onjuist is verlies je je geloofwaardigheid

andere prestatie maatstaf met bijvoorbeeld een gemiddelde van medewerkerstevredenheid, klanttevredenheid, CO<sub>2</sub>-uitstoot, alles wat je belangrijk vindt. Het nadeel is dat ik dan als onderzoeker deze rapportcijfers moet gaan wegen. Als ik het één iets zwaarder meeweeg dan het ander, is dat subjectief. Dus zegt iedereen: aandeelhoudersrendement liegt niet, het is meetbaar. Het enige wat je dan los moet laten, is de kortetermijngedrevenheid. Als je er een langetermijngemiddelde van maakt, is het misschien een prima schatting of je op al die aspecten goed presteert. Neemt niet weg dat je de andere kwadranten van langetermijnwaardecreatie ook kunt concretiseren en meetbaar kunt maken. Daarin

worden bedrijven steeds beter. In het bestuursverslag van Achmea, waar ik commissaris ben, staan bijvoorbeeld telkens subparagraafjes die beschrijven: *Waar wij waarde toevoegen voor onze klanten, Waar wij waarde toevoegen voor de maatschappij*, enzovoort. Er staat concreet in wat die waarde is. Dan nog is het niet altijd controleerbaar, maar dat er is geprobeerd het inzichtelijk te maken, maakt me enthousiast.'

**Stel dat een bedrijf zo rapporteert, maar dat er later een grote misser naar boven komt?**

'Dat er dingen fout gaan, moeten we kunnen accepteren, maar als je iets opschrijft wat aantoonbaar onjuist is of achterhaald wordt door gebeurtenissen, verlies je je geloofwaardigheid. Schrijf dan op dat je fouten maakt en hoe je ze aanpakt. Maar je moet het wel doen, want als je het niet doet omdat je bang bent om te worden afgestraft, dan gaat de deur weer dicht. Ik heb ook vaak in het FD geschreven over de transparantie van het RvC-verslag. De RvC mag best



17

FOCUS 2019



In de boardroom leeft vaak de gedachte dat onze perspectieven om tot consensus te komen hetzelfde zijn, terwijl dat niet zo is

18

meer durven. We hebben bijvoorbeeld met een objectieve en een subjectieve maatstaf gemeten wat er in RVC-verslagen stond. Objectief is als er iets in staat wat er volgens de Code in moet staan, bijvoorbeeld dat er een zelfevaluatie moet plaatsvinden. Dan staat er: we hebben een zelfevaluatie uitgevoerd. Punt. Dat is een onvoldoende. Nog zoiets: als er iemand opstapt, hoef je niet te melden dat die persoon niet goed functioneerde, maar je kunt het wel formuleren in de vorm van verbeterpunten. Op de universiteit hebben we ook verslagen door de plagiaatscanner gehaald. Dan blijkt dat 90% hetzelfde is als het jaar daarvoor. Je moet zoeken

welk woordje is weggelaten, want staat er het ene jaar “goed” en het volgende “voldoende”, dan zit daar de informatie-waarde.’

**Er zijn bedrijven die wel werken met het waardecreatiemodel, maar daar geen getallen aan hangen. Een bedrijf zou het toch ook voor zichzelf moeten willen weten?**

‘Als je het belangrijk vindt, moet het in de KPI's zitten. Je hoeft het niet per se te kwantificeren, maar wel meetbaar maken en laten zien of je het doel gehaald hebt. Hoe je het intern vertelt is net zo belangrijk als extern. Het komt overal in terug, in de koppeling met

risico's, beloning, HR-beleid. Daarom vind ik langetermijnwaardecreatie een mooie term. Ik ben er een grote fan van. Mijn pleidooi is: probeer het te concretiseren. Dat geldt ook voor de RVC's: aan de gesprekken in de raden waarin ik zit, merk ik dat we verschillend denken over wat het precies is en ik denk dat dat goed is, want daardoor heb je een echt gesprek met elkaar.’

**In het FD-artikel stel je voor dat commissarissen en bestuurders eerst die matrix voor zichzelf invullen. Staan ze daarvoor open?**

‘Dat vraagt wel wat. In Nederland wordt vaak besloten op basis van consensus. In de boardroom leeft vaak de gedachte dat onze perspectieven om tot die consensus te komen hetzelfde zijn, terwijl dat niet zo is. Het streven naar consensus moeten we niet weggooien, maar we zouden de verschillende perspectieven meer moeten concretiseren. De tussenstap is het invullen van de matrix. Of ze ervoor openstaan weet ik niet, want daarmee blijken de

verschillen. En daar haal je iets mee overhoop.’

**Kan het veranderen met meer vrouwen in de raden?**

‘Diversiteit in brede zin helpt wel. Meer verschillende competenties. Tien jaar geleden werd de boardroom vooral gedomineerd door harde financiële kennis. Daardoor blijf je in dat interne economische kwadrant zitten. Hoe meer perspectieven, hoe meer kans dat de andere kwadranten in beeld komen. Met iemand vanuit private equity en iemand met een FNV-achtergrond kun je tóch tot consensus komen, kijk maar naar ING, waar vakbondsmensen zitten. Ik mag dan aannemen dat daar op een andere manier gesproken is.’

**Hoe lang is een lange termijn?**

‘Dat wordt steeds korter. Lange tijd was dat vijf tot tien jaar, nu gaan we naar twee tot drie. De wereld verandert snel, veel bedrijven heroriënteren zich nog. De vraag is of ze snel genoeg zijn. Het zijn strategische vraagstukken, geen



19



## De zittingstermijn voor commissarissen bijvoorbeeld, is teruggebracht van twaalf naar acht jaar, met twee keer de mogelijkheid om twee jaar te verlengen

operationele. De aard van het bedrijf speelt daarbij mee. Ik zit bijvoorbeeld in de RvC van KNGF Geleidehonden, en er komt misschien een moment dat technologie veel meer kan dan een hond. Maar gelukkig zijn we dan vanwege de sociale en emotionele component van een geleidehond wel een flink aantal jaren verder en dan is het nog maar de vraag wat beter is. Maar je moet er wel over nadenken.'

### **Kan het jaarverslag hierachter een motor zijn?**

'Ja. Mijn oratie voor Tilburg University/TIAS had als titel: Bouwstenen voor High Performing Boards. Dat zijn er

negen. Het is intern gericht: wat zijn de teamrollen en de taken, hoe kijk je terug en vooruit. Een van de bouwstenen is verantwoording afleggen aan je relevante stakeholders. Dat gebeurt nog niet goed. Als je dat betekenis geeft, moet je vertellen hoe je langetermijnwaardecreatie definieert en hoe dat doorsijpelt naar alle processen. Je moet de concrete stappen in de rest van het verslag terug kunnen zien.

Wat helpt is een kostenplaatje voor waardevernietiging, dus de vervuiler betaalt, zeg maar. Dan zit het rechtstreeks in je financiële resultaat in plaats van dat je het op anderen afwentelt. Het zou jammer zijn als we zo ver moeten komen.'

### **Zit commissaris en hoogleraar zijn elkaar soms in de weg?**

'Soms wel. Niet voor mezelf, maar er zitten aspecten aan waarvan ik me afvraag of ze op mij persoonlijk van toepassing zijn of dat ik ze bekijk als onderzoeker en wetenschapper met een onafhankelijke blik. Ik ben me





“

**Als je daar alles acht keer hebt gezien, en er is teveel herkenbaarheid, is het tijd om weg te gaan**

daarvan bewust. Dat benoem ik ook. De zittingstermijn voor commissarissen bijvoorbeeld, is teruggebracht van twaalf naar acht jaar, met twee keer de mogelijkheid om twee jaar te verlengen. Ik denk dat de commissie te kort door de bocht is gegaan. Dat acht beter is dan twaalf wordt nergens onderbouwd. We weten dat de effectiviteit van een commissaris een omgekeerde U is: die neemt in de eerste jaren toe, is dan stabiel en neemt na verloop van tijd weer af. Maar waar ligt dat moment dat je minder effectief wordt? Ik denk dat grotere, complexe bedrijven daar enorm door geraakt worden. In een groot bedrijf word je na zes jaar voorzitter, dan zou je na twee jaar alweer weg moeten. Het is schadelijk voor de continuïteit. Die twee keer twee erbij zat niet in het eerste voorstel, goed dat dat erdoor is gekomen. Ik zit nu in mijn derde termijn bij Achmea. Ik heb wel gedacht: praat ik nu voor eigen parochie als ik vind dat het twaalf jaar moet blijven? Maar het gemak waarmee het naar acht teruggebracht werd stoorde me. Ik vind

overigens wel dat herbenoeming geen automatisme moet worden, er moet goed over nagedacht worden.'

**Is een kortere termijn ook niet een kans om meer diversiteit in de raad te brengen?**

'Ja, maar je moet ook kijken naar wat je weggooit en welk probleem je oplost. Bij veel bedrijven is acht jaar genoeg. Als je daar alles acht keer hebt gezien, en er is teveel herkenbaarheid, is het tijd om weg te gaan. En hoe langer je ergens zit, hoe meer je bij besluiten betrokken bent en hoe minder objectief je wordt. Het raakt je onafhankelijke blik. Maar nu die mogelijkheid van twee keer twee jaar extra er is, moet je het niet zien als diskwalificatie als commissarissen daar gebruik van maken.'

**Prof. dr. Mijntje Lückcrath-Rovers**

Na haar studie Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam startte Mijntje Lückcrath-Rovers in 1994 als Management Trainee bij Rabobank International, waar ze uiteindelijk tot 2001 Vice-President Project Finance was. Vanaf 2001 werkte ze als universitair (hoofd-)docent Financiële Markten en Toezicht in de Master Financieel Recht aan de Erasmus Universiteit. In 2007 promoveerde ze op een proefschrift over operationele



leases. Daarna richtte ze haar focus op het multidisciplinaire onderwerp Corporate Governance, zowel in onderzoek als onderwijs. Van 2010 tot 2013 was dit haar vakgebied tijdens haar hoogleraarschap aan de Nyenrode Business Universiteit. Sindsdien vervult ze deze functie aan Tilburg University, TIAS School for Business and Society, ook met Corporate Governance als onderwerp. Ze richt zich vooral op voorwaarden voor boards om effectief te opereren, zoals onafhankelijkheid, diversiteit, transparantie en integriteit. Ze bekleedt verschillende commissariaten en van haar hand verschijnen met regelmaat publicaties.

