

1 | Op weg naar het effectief meten van langetermijnwaardecreatie¹

Barend van Bergen, Martijn de Jong en Erik Thijs Wedershoven

1. Inleiding

Dit artikel bevat een beschrijving van het Embankment Project for Inclusive Capitalism (EPIC), waarin een begin is gemaakt met het effectief meten en communiceren van factoren die van belang zijn voor langetermijnwaardecreatie. Tevens wordt de kern van het Long Term Value Framework uitgewerkt.

Langetermijnwaardecreatie vormt inmiddels een rode draad in corporate governance codes, onder andere in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Zelfs in de op aandeelhouders geïntereerde Verenigde Staten dringt nu het besef door dat een eenzijdige focus op kortetermijnwinstdoelstellingen misschien best goed uitpakt voor investeerders en bestuurders, maar per saldo economische groei en banen kost. Zo pleitten superbelegger Warren Buffett en CEO Jamie Dimon van JPMorgan Chase onlangs voor het afschaffen van de rapportage van resultaatverwachtingen per kwartaal (*quarterly guidance*), omdat het tot te veel kortetermijngedrag zou aanzetten. Bestuurders, toezichthouders en investeerders spreken zich dus steeds nadrukkelijker uit over het nut en de noodzaak van een betere balans tussen de korte en lange termijn. Maar langetermijnwaardecreatie wordt nog te veel als een conceptueel en vaag begrip gezien. Er bestaat grote behoefte aan betere en ondernemings specifieke uitwerking. Het *Embankment Project for Inclusive Capitalism* (EPIC) biedt daarvoor een breed geschraagde sterke basis, bestaande uit een raamwerk en indicatoren waarmee langetermijnwaardecreatie kan worden gemeten en gecommuniceerd.

Meer balans nodig tussen korte en lange termijn

Steeds meer partijen zien het nut en de noodzaak van een betere balans tussen de korte en lange termijn in politiek, media en bedrijfsleven. Het huidige economische systeem heeft veel goeds gebracht, maar het heeft ook geleid tot sociale en economische ongelijkheid en een te groot beslag op het milieu. Onderzoek toont bovendien aan dat het inmiddels leidt tot economische schade. Zo leidt welvaart die is geconcentreerd bij een kleine groep tot minder economische groei. Waren deze overwegingen voorheen vaak een academische exercitie, nu spreken ook steeds meer marktpartijen zich uit over het belang van de lange termijn. De lange termijn

¹ Dit hoofdstuk is mede gebaseerd op het EPIC-rapport (beschikbaar op www.epic-value.com) en bevat onderdelen uit een eerder artikel in EY Zicht op Toezicht (voorjaar 2019).

krijgt dus meer nadruk. Maar hoe maak je het concept van langetermijnwaardecreatie concreet? Een cruciaal handvat hierbij is natuurlijk het meetbaar maken van factoren die waarde op de lange termijn creëren.

Vier uitdagingen

Tegen de achtergrond van de grotere aandacht voor de lange termijn zien organisaties zich geconfronteerd met vier belangrijke uitdagingen. Allereerst is het maatschappelijke vertrouwen in instituties (inclusief ondernemingen) gedaald tot een dieptepunt. Dat is een kwestie die bedrijven actief moeten adresseren. Daarvoor moeten zij in staat zijn om hun waarde in meer dan alleen financiële termen uit te drukken. Wat is hun bijdrage aan de economie en aan de bredere maatschappij, nu en op de langere termijn?

Een tweede uitdaging is de toenemende hoeveelheid beschikbare data. 90 procent van alle data op aarde is in de afgelopen twee jaar ontstaan. Organisaties kunnen hierdoor zaken meten die voorheen onmeetbaar waren. Organisaties zullen wel moeten zorgen voor het goed en duidelijk vertellen van hun eigen verhaal. Anders zullen andere partijen dat doen op basis van hun eigen interpretatie van beschikbare data.

De derde uitdaging is de groeiende immateriële component in de waarde van een onderneming. Vroeger was 80 procent van de marktwaarde van een onderneming af te lezen uit de balans. Tegenwoordig staat gemiddeld nog maar 48 procent op de balans. En bij bedrijven in Silicon Valley staat gemiddeld nog maar 10 procent van de waarde op de balans. Bedrijven hebben dus grote behoefte aan het beter kunnen uitdrukken van hun immateriële waarde en hoe deze bijdraagt aan langetermijnwaardecreatie

De vierde uitdaging zijn belangenconflicten of dilemma's in de investeringsketen. Pensioenfondsen, bijvoorbeeld, beweren frequent dat ze op de lange termijn bezig zijn, maar in de praktijk geven ze nog te vaak mandaten af aan beleggers en beoordelen ze die beleggers nog te veel op basis van kortetermijnmaatstaven. Ze sturen nog te veel op de korte termijn. Dat komt onder andere doordat ze onvoldoende weten hoe ze langetermijnwaardecreatie moeten meten. De vocabulaire ontbreekt en dan valt men al gauw terug op traditionele financiële indicatoren. Ook zijn beleggers primair gericht op het behalen van financiële doelstellingen en veel minder op maatschappelijke langetermijnwaardecreatie. Er zitten dus tal van dilemma's in de investeringsketen.

Gelukkig weten veel marktpartijen en organisaties inmiddels hoe belangrijk langetermijnwaardecreatie is. Er wordt druk gewerkt aan het verruimen van het perspectief op de waarde van ondernemingen. Uit EY-onderzoek blijkt dat inmiddels meer dan 50 initiatieven worden ontplooid om deze discussie verder te brengen. Die initiatieven variëren van bijeenkomsten met cruciale spelers tot het bevorderen van specifieke beleidshervormingen. Dat verklaart waarom meer en meer bedrijven beginnen te experimenteren met andere dan de algemeen aanvaarde

boekhoudbeginselen, in aanvulling op hun traditionele financiële verslaglegging. Dat is positief.

Helaas bestaat er nog een gebrek aan consensus over welke immateriële activa en *stakeholder values* moeten worden gemeten, en hoe die moeten worden gemeten. Zonder gestandaardiseerde en verifieerbare cijfers waarop beleggers kunnen vertrouwen, blijft het voor veel bedrijven moeilijk om aan te tonen hoe zij langetermijnwaarde creëren. Om dit probleem aan te pakken, lanceerde de *Coalition for Inclusive Capitalism* in 2017 het *Embankment Project for Inclusive Capitalism* (EPIC). De basisgedachte van het project is dat we op lange termijn meer duurzame waarde kunnen creëren en stimuleren als er meer inzicht bestaat in de acties op basis waarvan die waarde tot stand komt. De *Coalition for Inclusive Capitalism*, EY en 30 bedrijven (vermogensbeheerders en vermogensbezitters, met circa 30 biljoen dollar aan beheerd vermogen en 2 miljoen medewerkers) hebben hun krachten gebundeld met het oog op een enkel doel: het ontwikkelen van een nieuwe methodiek waarmee bedrijven hun langetermijnwaarde kunnen meten en aantonen op de financiële markten.

De afgelopen twee jaar is hiervoor een reeks workshops georganiseerd waarbij al deze cruciale spelers uit de hele beleggingsketen steeds in één zaal bijeen werden gebracht. Ze hebben zo gestreefd naar een consensus over de manier waarop bedrijven nu echt waarde creëren en over hoe die waarde kan worden gemeten op een manier die voor zowel bedrijven als beleggers zinvol is.

Als ondernemers beschikken over een verifieerbare manier om langetermijnwaarde te meten, zullen zij stakeholders beter kunnen overtuigen van hun strategie om het succes van de onderneming op de langere termijn te waarborgen. Dat helpt dus niet alleen de bedrijven zelf, maar ook hun stakeholders, beleggers, de wereldwijde economie en de samenleving als geheel.

In het vervolg van dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de stappen die inmiddels zijn gezet op weg naar het effectief meten van langetermijnwaardecreatie. Allereerst wordt ingegaan op de totstandkoming en de resultaten van het EPIC-project. Daarna volgt een uiteenzetting van het Long Term Value framework en de samenhang ervan met EPIC. Daarna gaan we in op de vervolgstappen die nodig zijn om deze initiatieven verder uit te werken.

2. De belangrijke eerste stap op weg naar het meten van langetermijnwaardecreatie: EPIC

Voor een gezonde economie en samenleving is het noodzakelijk dat bedrijven zich niet alleen op de korte, maar ook op de lange termijn richten. Dat is ook de kerngedachte achter het Embankment Project for Inclusive Capitalism (EPIC). Bedrijven en beleggers zien weliswaar het belang van langetermijnwaarde, maar

zolang ze het niet eens zijn over de manier waarop die waarde moet worden gemeten, meten ze de mate van succes toch meestal aan de hand van kortetermijncijfers.

Dit probleem wordt inmiddels in tal van initiatieven onderkend, maar er zijn vooralsnog weinig consistente en vergelijkbare instrumenten waarmee we de acties van bedrijven om hun langetermijnwaarde te verhogen, kunnen evalueren. Er moet dan ook een nieuw en passend evenwicht in de verslaglegging worden gevonden tussen prestatiecriteria voor de korte en voor de lange termijn.

In onderstaande secties wordt het EPIC-project samengevat. Eerst bespreken we het proces dat ten grondslag ligt aan EPIC. Vervolgens gaan we in op de vier belangrijkste gebieden waar EPIC zich op heeft gericht. Daarna volgt een gestandaardiseerde benadering voor het evalueren en vergelijken van bedrijven. Tenslotte bespreken we in deze sectie hoe EPIC heeft geleid tot een kader voor het voortzetten van de productieve inspanningen.

2.1 *Bedrijven, vermogensbeheerders en vermogensbezitters bij elkaar brengen*

De grote bijdrage van EPIC is de creatie van een uniek forum waarin alle partijen uit de beleggingsketen openhartig van gedachten kunnen wisselen over de beste manier om langetermijnwaarde te meten. Initiatieven van dit kaliber, door en voor de spelers in de praktijk, zijn van cruciaal belang. Helaas zijn ze nog zeldzaam.

Het hele EPIC-proces heeft meer dan twee jaar geduurd. De deelnemers hebben tijd en middelen geïnvesteerd voor een ambitieus doel: het bereiken van consensus over het meten van waarde die de financiële dimensie overstijgt, waarmee de communicatie binnen de beleggingsketen wordt verbeterd en waarmee tevens het langetermijnperspectief wordt bevorderd. Dat komt zowel de bedrijven, belanghebbenden als de gehele economie ten goede.

De inspanningen hebben geleid tot een tastbare en praktische stap voorwaarts, in de vorm van een kader en een eerste set indicatoren voor het meten van waarde op de lange termijn.² Deze indicatoren zijn geen wondermiddel die per definitie een einde maken aan de neiging tot kortetermijndenken in de beleggingsketen. Het hebben van een set indicatoren waarover consensus bestaat wordt echter wel gezien als een cruciale positieve eerste stap.

2.2 *Consensus over de voornaamste gegevens die moeten worden gemeten*

De gevarieerde groep van bedrijven, vermogensbeheerders en vermogensbezitters die meewerkten aan EPIC vertoonde een opvallende eensgezindheid over de

² Details zijn te vinden in het EPIC-rapport (zie www.epic-value.com).

factoren die zij cruciaal achten voor waarde op lange termijn: van een productief, creatief en kostenefficiënt personeelsbestand tot een slagvaardige directie. De deelnemers richtten zich hierbij op vier belangrijke gebieden:

- talent;
- innovatie en consumententrends;
- milieu en maatschappij; en
- governance.

Volgens veel deelnemers zijn deze vier gebieden tot dusver te abstract gebleken om te kunnen worden gemeten, laat staan dat ze informatief zouden zijn bij bedrijfsbeslissingen. Er zijn wel enkele toonaangevende bedrijven die hierover rapporteren, maar daarbij klagen de beleggers dat de gegevens eigenlijk weinig zeggen of niet goed vergelijkbaar zijn tussen bedrijven onderling. De indicatoren die EPIC heeft opgeleverd vormen een eerste aanzet om dat probleem te verhelpen. EPIC biedt een aantal grondig onderzochte, maar ook praktische, manieren voor het meten van factoren die volgens de deelnemers bijdragen aan de langetermijnwaarde van een bedrijf.

2.3 Een gestandaardiseerde benadering voor het evalueren en vergelijken van bedrijven

De deelnemers hebben in werkgroepen consistente en gestandaardiseerde indicatoren geïdentificeerd voor de vier genoemde gebieden. Deze indicatoren kunnen door uiteenlopende bedrijven worden gebruikt om hun activiteiten op de cruciale gebieden te meten en daarover te rapporteren.

Voor ieder van de vier deelgebieden (talent, innovatie en consumententrends, milieu en maatschappij en governance) wordt hieronder ingegaan op de gestandaardiseerde indicatoren die zijn geïdentificeerd.

A. Talent: De EPIC-deelnemers waren het erover eens dat medewerkers van grote betekenis zijn voor het vermogen van een bedrijf om langetermijnwaarde te creëren. Optimaal functionerende medewerkers waarborgen immers dat de bedrijfsstrategie in de praktijk wordt gebracht, dat het bedrijf effectief kan inspelen op ingrijpende veranderingen in de omgeving en dat het bedrijf voortdurend van frisse ideeën wordt voorzien. De projectdeelnemers kwamen tot de conclusie dat er op de volgende drie cruciale aspecten van talent, waarmee een bedrijf zijn vooruitzichten voor de lange termijn zelf kan beïnvloeden, behoefte was aan indicatoren:

1. **Inzet van menselijk kapitaal:** Deze werkgroep presenteerde een reeks indicatoren, in vijf verschillende categorieën, waarmee bedrijven kunnen rapporteren om duidelijker te laten zien hoe doelmatig zij hun menselijke kapitaal inzetten en beheren. Bijvoorbeeld: wat is het natuurlijk (vrijwillig) verloop in een bepaald bedrijf vergeleken met het totale verloop? Hoe staat het met de diversiteit binnen de verschillende niveaus van het bedrijf?

2. **Organisatiecultuur:** Het is lastig om ‘harde’ cijfers te verkrijgen over de organisatiecultuur. De werkgroep heeft daarom een gestandaardiseerde vragenlijst ontwikkeld waarmee bedrijven hun medewerkers om feedback kunnen vragen over cultuuraspecten.
3. **Gezondheid van medewerkers:** Het gezondheidsaspect wordt vaak onderschat, maar is voor het bedrijf als geheel van groot belang. De werkgroep heeft daarom indicatoren voorgesteld die beleggers inzicht bieden in de manier waarop bedrijven hun medewerkers stimuleren om gezond te blijven. Bijvoorbeeld: welk percentage van de medewerkers neemt deel aan gezondheids- en welzijnsprogramma’s die verzuim terugdringen en de productiviteit verhogen?

B. Innovatie en trends onder consumenten: Voor ieder bedrijf geldt in de kern een eenvoudige regel: als niemand zijn producten of diensten wil kopen, gaat het bedrijf ten onder. Het is dus van wezenlijk belang om aspecten te meten die bepalend zijn voor de mate waarin consumenten en andere stakeholders met een bedrijf in zee willen gaan. Gaat het bedrijf innovatief genoeg te werk om ontwikkelingen in de vraag te kunnen bijhouden? Geniet het bedrijf vertrouwen onder consumenten? Zijn de producten en diensten die het verkoopt van invloed op de gezondheid van mensen? Met informatie over dit soort factoren kan beter worden ingeschat of het bedrijf voldoende potentieel heeft om op de langere termijn relevant te blijven. Hiervoor zijn de volgende (groepen) indicatoren geïdentificeerd:

1. **Innovatie:** De werkgroep heeft een benaderingswijze ontwikkeld die bedrijven beter in staat stelt om verslag uit te brengen over hun prestaties in de verschillende fasen van het innovatieproces. In die benadering worden een verhalende beschrijving van de innovatiestrategie en de belangrijkste mijlpalen – van gedachtevorming, ontwikkeling en lancering tot volwassen dienst of product – gecombineerd met de prestatiecijfers voor die strategie. Bijvoorbeeld: hoe groot is het budget voor strategische R&D als percentage van de omzet? Hoeveel gaan die nieuwe producten of diensten volgens de prognoses opleveren, als percentage van de totale omzet?
2. **Consumentenvertrouwen:** De werkgroep heeft een nieuwe indicator, de zogenaamde *net trust score*, getest op een representatieve steekproef van 20 ondernemingen uit de Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100. Er bleek een positieve correlatie te bestaan tussen deze trust score en de financiële prestaties in de voorafgaande 12 maanden. Bedrijven kunnen aan de hand van deze methodiek ook een net trust score voor zichzelf genereren en zo hun eigen prestaties op dit terrein voor het voetlicht brengen, aangevuld met beschrijvende details voor de benodigde context.
3. **Gezondheid van de consument:** Voor consumentengezondheid heeft de werkgroep twee indicatoren ontwikkeld die inzicht geven in het effect van de producten en diensten van een bedrijf op de gezondheid van consumenten. Met de eerste indicator wordt het aantal mensen bijgehouden die positieve of negatieve gezondheidseffecten ondervinden. Met de tweede, meer ambitieuze

indicator wordt gemeten hoe sterk het product of de dienst bijdraagt, of afbreuk doet, aan de kwaliteit van leven.

C. Milieu en maatschappij: Om op de lange termijn succesvol te blijven, moeten bedrijven steeds nadrukkelijker zorgen voor een *licence to operate*: een maatschappelijke rechtvaardiging voor hun activiteiten. Toch blijft het discours omtrent maatschappelijke waarde relatief abstract. Het is voor bedrijven nog altijd moeilijk om de maatschappelijke waarde die zij genereren in cijfers uit te drukken. De werkgroep die deze uitdaging aanging, deed dat op basis van de doelstellingen voor duurzame ontwikkeling (*Sustainable Development Goals*: SDG's) van de Verenigde Naties.

Er zijn weliswaar veel bedrijven die de SDG's ook nu al gebruiken als kader voor hun milieu- en duurzaamheidsrapportage (deels omdat de vermogensbezitters dat verlangen), maar tijdens het onderzoek van deze werkgroep werd duidelijk dat beleggers voor hun besluitvorming behoefte hebben aan betere informatievoorziening. Momenteel maken bedrijven nog onvoldoende duidelijk hoe hun strategie bijdraagt aan de SDG's, en hoe die bijdrage ook ten goede komt aan hun eigen langetermijnwaarde. De werkgroep heeft naar manieren gezocht om dit probleem aan te pakken en indicatoren geïdentificeerd die hierbij kunnen helpen.

D. Corporate governance: Er wordt al heel wat informatie over bestuursaangelegenheden verstrekt door bedrijven. Naarmate het bestuur echter nauwer betrokken raakt bij de strategische planning, geven beleggers aan dat ze uit die informatie nauwelijks kunnen opmaken of het bestuur voldoende is toegerust om bij te dragen aan de strategie en waarde van het bedrijf op de lange termijn. De werkgroep heeft een duidelijkere en breder uitvoerbare benadering voorgesteld om de huidige informatievoorziening uit te bouwen. Die benadering bestaat uit een reeks gestandaardiseerde indicatoren waaruit blijkt hoe de governance en de kwaliteit van de directie van invloed zijn op het langetermijnsucces van de onderneming. Bijvoorbeeld: welke verschillende vaardigheden zijn binnen de directie aanwezig? Welke strategische mijlpalen heeft het bedrijf in het vorige boekjaar bereikt?

2.4 *Een kader voor de voortzetting van de gedane inspanningen*

Voor elk van de cruciale domeinen (talent; innovatie en consumententrends; milieu en maatschappij; en governance) hebben de EPIC-werkgroepen indicatoren voorgesteld om het effect van de bedrijfsactiviteiten te meten. Enkele van die indicatoren zijn inmiddels geïntegreerd in de rapportage van toonaangevende bedrijven. Andere spelers kunnen hun voorbeeld volgen. De discussie op dit front verschuift dan ook van ambitie naar realiteit, en van brede concepten naar toetsbare indicatoren.

Dat is een belangrijke stap voorwaarts. Er moet echter nog heel wat gebeuren om de indicatoren verder te onderzoeken, te toetsen, toe te passen en uit te bouwen. Zeker

ook omdat de genoemde vier cruciale domeinen bovendien in drie bredere categorieën van waarde die bedrijven genereren buiten financiële waarde: menselijke waarde, waarde voor de consument en maatschappelijke waarde.

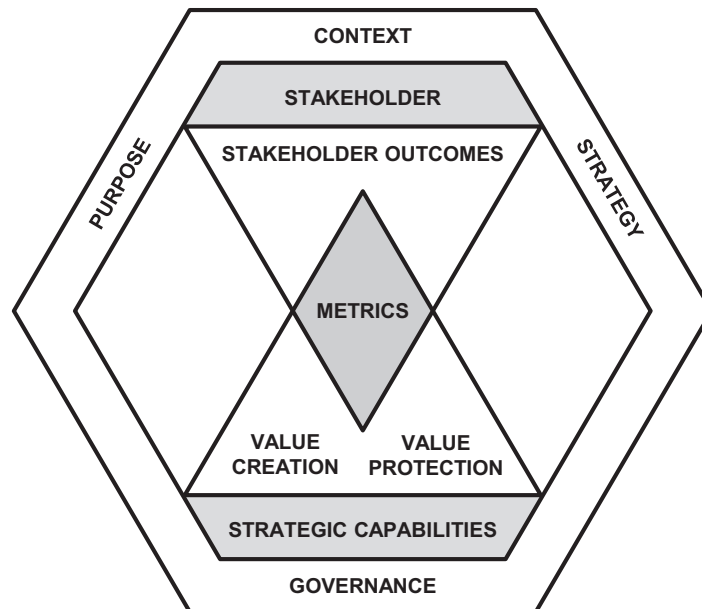
Met de indicatoren die EPIC heeft getoetst kan een heel scala van ondernemingen de factoren in kaart brengen die bepalend zijn voor hun langetermijnwaarde.

3. Een breder perspectief op waarde met het *Long Term Value Framework*

EPIC bouwt voort op de initiatieven die de deelnemers de afgelopen jaren al hebben ontplooid. Zo heeft EY in 2015, samen met de universiteit van Cambridge een onderzoek gedaan naar de wijze waarop verantwoording en verslaglegging zich in de 21e eeuw zouden kunnen ontwikkelen. Het onderzoek leidde tot een white paper van EY uit 2016 met de titel *Accounting and Reporting for Long-Term Value*. Die white paper is door de EPIC-deelnemers verder ontwikkeld tot het *Long Term Value Framework*.

Het Long Term Value Framework bestaat uit een proces van logische stappen voor een systematische en consistente inventarisatie van de aspecten die voor een bedrijf over de lange termijn van belang zijn.

Figuur 1: Long Term Value framework



Het Long Term Value Framework: stap voor stap³

Hierna volgt een overzicht van de aanbevolen stappen bij de toepassing van het Framework. Het begint met een analyse van de context van het bedrijf, en vervolgens van de *purpose*, de strategie en de governance, om vast te stellen welke prestaties het bedrijf moet leveren voor elk van de belangrijkste stakeholders. Daarna moet het bedrijf nagaan welke middelen en vermogens het nodig heeft om die prestaties te kunnen verwezenlijken, met oog voor de houdbaarheid van zijn bedrijfsmodel op de lange termijn. Die middelen worden “strategische vermogens” genoemd. Het bedrijf moet de bestaande strategische vermogens behouden om waarde te kunnen blijven creëren en beschermen, maar moet ook investeren in nieuwe strategische vermogens. Context, *purpose*, strategie en governance van de onderneming zullen in de loop van de tijd immers evolueren.

A. Het analyseren van de context

Het is belangrijk om de externe omgeving waarin het bedrijf actief is goed te begrijpen, met inbegrip van factoren als macro-economische en maatschappelijke omstandigheden, technologie, politieke ontwikkelingen en markttrends. Daarmee kan het bedrijf cruciale actuele en toekomstige trends in kaart brengen. Die kunnen van invloed zijn op de bedrijfsactiviteiten en/of op de belangrijke stakeholders en de resultaten die zij wensen. Dit is een dynamische analyse, omdat de context voortdurend evolueert.

B. Het onderzoeken van de *purpose* van het bedrijf binnen de context waarin het bedrijf actief is

De *purpose* van een onderneming is datgene wat haar in staat stelt het succes bij het bewijzen van haar bestaansrecht in te kaderen en te communiceren. Dit is meer dan een inspirerende verklaring ‘voor de bühne’. Het gaat om een heldere uitleg van de relevantie van de onderneming voor haar stakeholders, en van de partijen die voor de realisatie van de *purpose* onmisbaar zijn (zoals leveranciers, medewerkers of wetgevers).

C. Het evalueren van de strategie en governance van het bedrijf

Hoe werkt een bedrijf en welke structuren maken het mogelijk om gestelde doelen te bereiken? In die structuren ligt de kern van het bedrijf besloten. De strategie biedt de beste indicatie van de toekomstige koers van het bedrijf. De governance draagt bij aan het vertrouwen van beleggers en andere stakeholders dat die strategie op effectieve wijze wordt uitgestippeld en gevolgd.

³ In het officiële EPIC-rapport (te vinden op: www.ey.com/longtermvalue) dat eind 2018 is gepubliceerd, is een gedetailleerde handleiding opgenomen van het Long Term Value Framework, met begeleidende stapsgewijze richtlijnen voor praktijkbeoefenaars. In dit artikel wordt slechts een beknopte weergave van het Framework gegeven.

D. Het beoordelen in hoeverre een bedrijf over de mensen en middelen beschikt om de doelen te bereiken

Hoe waarschijnlijk is het dat het bedrijf de belangrijkste resultaten voor de stakeholders kan verwezenlijken? Sommige stakeholders zijn belangrijker dan andere voor het bedrijfsmodel (denk bijvoorbeeld aan toezichhouders) en ze kunnen in algemene zin worden gegroepeerd aan de hand van een aantal gedeelde perspectieven. Het is simpelweg een kwestie van erkennen dat waarde voor iedereen anders is en daarom per definitie subjectief is.

E. Resultaten voor stakeholders structureren naar waardecategorieën, en de instrumenten voor waardecreatie nader onderzoeken

In het framework wordt onderkend dat bedrijven moeten nadenken over het creëren en waarborgen van waarden, buiten de louter financiële maatstaven. De volgende drie aanvullende waardecategorieën bieden een perspectief op de creatie van niet (puur) financiële waarde:

- **Menselijke waarde:** De waarde die een bedrijf genereert door mensen in dienst te nemen en de kans te bieden om zich te ontwikkelen. Maar ook waarde in de zin van cultuur, betrokkenheid, leiderschap, knowhow en vaardigheden.
- **Waarde voor de consument:** De functionele en emotionele waarde die een bedrijf genereert door middel van zijn producten of diensten die in de behoeften van klanten voorzien, met inbegrip van innovatie (bijvoorbeeld via product-kwaliteit en merk).
- **Maatschappelijke waarde:** De waarde die tot stand komt via de betrekkingen tussen een bedrijf en de externe stakeholders, met inbegrip van milieueffecten en sociaaleconomische effecten in de gehele waardeketen (bijvoorbeeld het efficiënt gebruik van grondstoffen, gezondheid en welzijn en werkgelegenheid).

Binnen elk van deze waardecategorieën beschikken bedrijven over instrumenten voor waardecreatie waarmee ze de belangrijkste prestaties voor hun stakeholders kunnen leveren. Door die instrumenten zorgvuldig te evalueren, onder meer vanuit risico-oogpunt, krijgen bedrijven meer inzicht in hun vermogen om hun doelen te bereiken en langetermijnwaarde te creëren. In het EPIC-rapport is een gedetailleerde handleiding te vinden waarin uitvoerig wordt beschreven hoe deze categorieën tot stand zijn gekomen en hoe zij zich verhouden tot andere, wellicht meer vertrouwde kaders.⁴

F. De strategische vermogens analyseren aan de hand van de waarde-instrumenten

De analyse van de waarde-instrumenten helpt bedrijven de strategische vermogens in kaart te brengen die ze nodig hebben om resultaten voor hun stakeholders te leveren.⁵ Deze strategische vermogens zijn voor een bedrijf de meest waardevolle, onnavolgbaar eigen en onvervangbare middelen waarover het beschikt om

⁴ Zie: <https://www.epic-value.com/#report>.

⁵ Zie voor meer informatie over het concept strategische vermogens (*strategic capabilities*): Lev, B. en Gu, F. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

concurrentievoordeel te behalen. Denk bijvoorbeeld aan de relaties met klanten en de pijplijn van nieuwe producten.

G. Bepalen welke indicatoren relevant zijn voor langetermijnwaarde

De indicatoren voor langetermijnwaarde vormen het hart van het raamwerk. Ze geven een consistente en transparante maat voor zowel het vermogen van het bedrijf om resultaten voor de stakeholders te leveren als voor de daaraan verbonden strategische vermogens. Met een methodiek om te meten hoe ‘gezond’ de belangrijkste strategische vermogens zijn, kan een bedrijf beoordelen in welke vermogens het moet investeren om te waarborgen dat het resultaten blijft leveren voor de stakeholders én op de lange termijn ook financieel goed blijft presteren. De indicatoren die via het Framework worden geïdentificeerd en beoordeeld, zijn in te delen in de volgende categorieën:

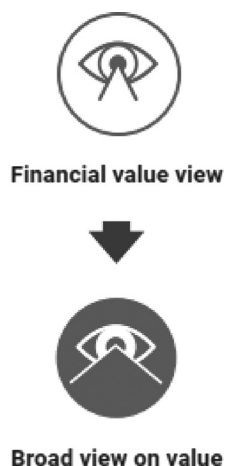
- **Algemene indicatoren**, die de langetermijnwaarde van bedrijven in uiteenlopende sectoren beïnvloeden. Het gaat om universele en breed toepasbare indicatoren. De meeste traditionele financiële indicatoren vallen onder deze categorie. Een voorbeeld is het personeelsverloop, waaraan je een en ander kunt aflezen over de manier waarop een bedrijf, ongeacht de sector, omgaat met zijn menselijk kapitaal. In de meeste gevallen zal omwille van de vergelijkbaarheid een sector- of functiespecifieke focus nodig zijn, maar het concept *an sich* staat los van de sector.
- **Sectorspecifieke indicatoren**, die vergelijking binnen een sector mogelijk maken. Deze indicatoren behoren meer specifiek tot een bepaalde bedrijfstak. Bij een bedrijf dat consumptiegoederen verkoopt, zijn in dit verband bijvoorbeeld gegevens over herhalingsaankopen relevant, die aangeven hoe vaak klanten terugkeren om iets te kopen.
- **Bedrijfsspecifieke indicatoren** geven voor een afzonderlijk bedrijf een beeld van de manier waarop het langetermijnwaarde wil creëren, uitgaande van zijn specifieke *purpose* en intenties. Bedrijfsspecifieke indicatoren maken weliswaar geen deel uit van EPIC, maar kunnen samen met het bijbehorende verhaal wel gegenereerd worden met behulp van het Framework. Dat kan in ieder geval interne besluitvorming informeren en wellicht ook worden gecommuniceerd naar buiten toe.

Het Framework en de indicatoren maken het mogelijk om de volgende drie doelstellingen gezamenlijk te bewerkstelligen: (1) het meten van resultaten en capaciteiten van niet-financiële aard; (2) het kwantificeren van stakeholderwaarde; en (3) het geven van een duidelijkere indicatie van toekomstige financiële prestaties. Deze drie doelstellingen worden hieronder uitgewerkt.

1. Resultaten en capaciteiten van niet-financiële aard te meten

De eerste voorbeelden van alternatieve meetkaders voor de waardering van immateriële activa, externaliteiten en andere niet-financiële aspecten verschenen al in de jaren vijftig van de vorige eeuw, of zelfs nog eerder. Zoals beschreven in de eerdergenoemde white paper van EY uit 2016, is er sindsdien ook gepleit voor

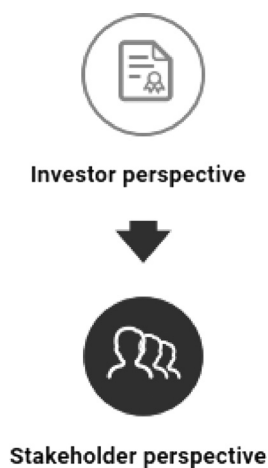
verslaggeving omtrent immateriële activa en verdere ontwikkeling van de boekhoudnormen.⁶ De meeste van die alternatieve meetkaders dekken echter slechts een specifiek aspect af van waardecreatie, zoals natuurlijk kapitaal of intellectueel eigendom. In andere domeinen, zoals menselijk kapitaal, is de methodologie wellicht verder volgroeid, maar daar is het verband met financiële verantwoording nog niet helemaal duidelijk of wordt dat niet op consistente meegenomen in de besluitvorming binnen de beleggingsketen.



2. Stakeholderwaarde kwantificeren

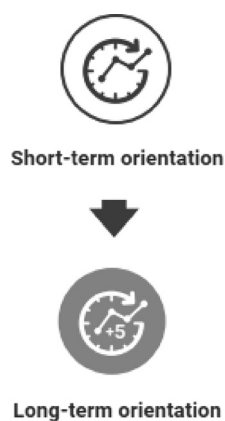
Voor een perspectief op waardecreatie dat verder reikt dan het puur financiële aspect is het belangrijk om van alle materiële stakeholders te weten hoe zij de prestaties van het bedrijf beoordelen, aangezien dat hoogstwaarschijnlijk ook financiële gevolgen zal hebben. Als bijvoorbeeld de kwartaalcijfers goed zijn kan dat de aandeelhouders tevredenstellen, maar als die hoge cijfers ten koste gaan van andere belangrijke stakeholders dan kunnen de bedrijfsprestaties op de lange termijn er minder rooskleurig uitzien. Anders gezegd: we moeten een betere methode vinden waarmee bedrijven kunnen beoordelen en aangeven hoe de wensen van de verschillende stakeholders voor de korte termijn van invloed zijn op de vooruitzichten voor de lange termijn, en vice versa. Dit vergroot binnen de beleggingsketen het begrip voor de afwegingen die gemaakt moeten worden en dat zorgt voor de nodige balans tussen korte- en langetermijnresultaten.

⁶ Bron: EY (2016). Accounting and Reporting for Long-Term Value. [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Long_term_value_white_paper_December_2016/\\$File/EY-LTV-white-paper-v14.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Long_term_value_white_paper_December_2016/$File/EY-LTV-white-paper-v14.pdf).



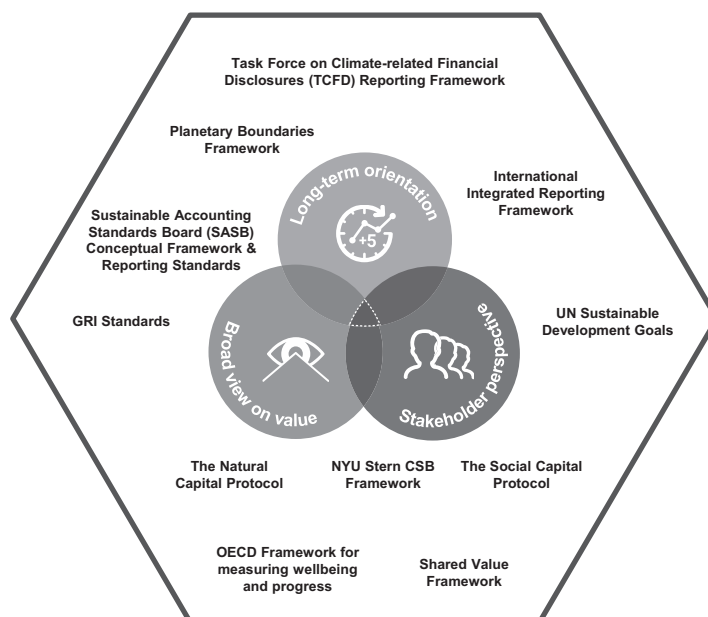
3. Een duidelijkere indicatie geven van toekomstige financiële prestaties

Er mogen dan meerdere initiatieven zijn ontplooid om het langetermijndenken te bevorderen, slechts weinige daarvan bieden houvast als het gaat om het bepalen van de belangrijkste maatstaven voor afzonderlijke bedrijven of sectoren. Het communiceren van bedrijfsprestaties op de lange termijn – in vergelijkende zin, aan de hand van waarde indicatoren én een ondersteunende beschrijving – is dan ook voor vrijwel alle partijen in de beleggingsketen nieuw.



Als bedrijven in staat willen zijn hun potentieel voor waardecreatie op de lange termijn effectief te meten en communiceren, is een methodologie nodig zoals het Long Term Value Framework die de drie hierboven genoemde doelstellingen verenigt: een breder perspectief op waardecreatie, een breder perspectief bij stakeholders en een langetermijnfocus. Veel bestaande initiatieven dekken weliswaar een of twee van die aspecten af binnen een bepaald terrein, zoals menselijk of natuurlijk kapitaal, maar alle partijen die hebben bijgedragen aan het Long Term

Value Framework waren het erover eens dat geen van de initiatieven voldoende omvattend was op dat moment. Dat neemt niet weg dat veel bestaande kaders binnen hun specifieke terrein waardevolle concepten en indicatoren bieden. De EPIC-deelnemers hebben deze initiatieven in kaart gebracht en gedurende het project nauw contact onderhouden met de strategisch best gepositioneerde daarvan. De figuur hieronder geeft een beknopt overzicht van een aantal van die kaders.



Het Long Term Value Framework geeft (door het doorlopen van stappen a tot en met g zoals hierboven beschreven) een structuur voor de verhalende beschrijving die nodig is om de (EPIC) indicatoren zoals bedrijven die meten en waarover zij rapporteren, in een zinvolle context te plaatsen. Zonder zo'n schriftelijke toelichting blijven die cijfers immers betekenisloos. Een set onsamenhangende indicatoren zonder een consistent en transparant kader voor het ontwikkelen, toetsen en interpreteren daarvan zal het vertrouwen niet vergroten. Het biedt de beleggers ook geen eenduidige basis voor het beoordelen van de financiële prestaties van een bedrijf op de lange termijn.

4. Vervolgstappen

Voortbouwend op bestaande initiatieven, wetenschappelijk werk en de aanbevelingen van een adviesraad hebben de EPIC-deelnemers een methodiek ontwikkeld waarmee bedrijven effectiever kunnen aangeven hoe zij waarde creëren voor hun beleggers en andere stakeholders. Het Long Term Value Framework, dat in de loop van EPIC werd

doorontwikkeld, biedt uitgangspunten, richtsnoeren en tools waarmee bedrijven hun prestaties op de lange termijn inzichtelijk kunnen maken. Ieder bedrijf kan inmiddels vrij gebruikmaken van het Framework, dat online beschikbaar is.

Voor een meer inclusieve economie zullen bedrijven zich meer moeten richten op het langetermijnperspectief, terwijl sommige aandeelhouders zich liever op de korte termijn willen blijven richten. Tegelijkertijd willen ook vermogensbezitters, zoals pensioenfondsen en institutionele beleggers, dat bedrijven op de lange termijn gestaag blijven groeien. Zo lijkt het alsof bedrijven en vermogensbezitters op één lijn zitten. Het ontbreekt bedrijven echter aan de instrumenten om langetermijnwaarde meten. Ze kunnen daarom niet goed duidelijk maken hoe hun strategie die langetermijnwaarde creëert. Dit heeft bij veel vermogensbezitters ertoe geleid om, ondanks hun interesse in waardecreatie op de lange termijn, toch vooral de nadruk te leggen op winstgevendheid op de korte termijn.

In de tussentijd wordt door de prestatiedruk op vermogensbeheerders de uitdaging alleen maar groter. Zolang er geen breed gedragen methodiek bestaat om de prestaties van een bedrijf te meten, wordt het overgrote deel van de vermogensbeheerders vooral afgerekend op de kortetermijnresultaten van de bedrijven in hun portefeuille. Ze ondervinden dan ook geen stimulans om te investeren in duurzame waarde op de langere termijn, hoe nadrukkelijk ze ook stellen dat wel te willen.

Dit alles heeft geresulteerd in een aanzienlijke discrepantie tussen dat wat de spelers in de beleggingsketen zeggen te willen doen en het gedrag dat zij feitelijk laten zien. Het is logisch dat deze spelers hier hulp bij nodig hebben. Uit EPIC zijn aanbevelingen voortgekomen die hieraan kunnen bijdragen en zijn voor elke groep spelers in de beleggingsketen kort hieronder samengevat.

Bedrijven kunnen...

- **... indicatoren kiezen en ontwikkelen die geschikt zijn voor hun activiteiten, met een bijbehorende verhalende beschrijving**
Als bedrijven het hebben over het creëren van waarde op de lange termijn, moeten ze het niet bij algemeenheden laten, maar concreet aangeven hoe ze waarde creëren op de terreinen die voor beleggers en andere stakeholders belangrijk zijn. Met behulp van het Long Term Value Framework kunnen bedrijven indicatoren vaststellen en ontwikkelen waarmee ze hun filosofie over langetermijnwaarde aan beleggers kunnen toelichten, en tegelijkertijd ook andere stakeholders duidelijk maken hoe ze waarde creëren.
- **... bestaande verslagleggingsmethodiek onder de loep nemen en aanpassen**
Er moet meer focus komen te liggen op het publiceren van relevantere en beter vergelijkbare informatie over zaken die er op de lange termijn echt toe doen. Dat kan bijvoorbeeld door een periodieke rapportage van consistente indicatoren en een ondersteunende verhalende beschrijving. Die indicatoren zijn alleen maar

zinnig voor beleggers als de informatie redelijkerwijs betrouwbaar kan worden geacht. Dankzij verdere verbetering van de datasets, methodologieën en technologieën zal de komende jaren ook het niveau van assurance over de desbetreffende verslagleggingsinformatie toenemen. Voor een omslag in de verslagleggingspraktijken in bredere zin moedigen we bedrijven in alle sectoren aan om passende EPIC-indicatoren over te nemen. Naar aanleiding van de projectresultaten tot dusver passen sommige van de deelnemende bedrijven in sectoren als gezondheidszorg, consumptiegoederen en industrie hun verslagleggingspraktijk inmiddels al aan. De cijfers die bedrijven zo genereren, stellen wetenschappers in staat onderzoek te doen naar de verbanden tussen financiële waarde en andere vormen van waarde.

Vermogensbeheerders kunnen...

- **... met een meer strategische invalshoek bedrijven benaderen**
Vermogensbeheerders spelen zowel afzonderlijk als collectief (via initiatieven zoals EPIC) een wezenlijke rol bij het aansporen van bedrijven om inzichtelijk te maken hoe zij op de lange termijn waarde creëren. Vermogensbeheerders zouden meer specifieke informatie-eisen kunnen stellen en vragen naar vergelijkbare en geverifieerde indicatoren. De vermogensbeheerders zouden graag zien dat bedrijven in de verschillende sectoren in hun rapportage uitgaan van meer gestandaardiseerde indicatoren. Dit zou de beheerders in ieder geval in staat stellen betere vragen te stellen en het management effectiever te benaderen. Dergelijke gestandaardiseerde indicatoren bieden ook een betere basis voor een zinvolle vergelijking van bedrijfsprestaties op de korte, middellange en lange termijn. Dankzij initiatieven van beleggers zijn er inmiddels tools waarmee vermogensbeheerders strategischer te werk kunnen gaan.
- **... het verband tussen immateriële en financiële waarde nader onderzoeken**
Er is inmiddels meer belangstelling voor, en ook meer inzicht in, het begrip immateriële waarde. We zijn echter nog lang niet zover dat we dit aspect van een bedrijf op ondubbelzinnig wijze kunnen koppelen aan de financiële prestaties op de lange termijn. Vermogensbeheerders kunnen bijdragen door de indicatoren te toetsen in verschillende categorieën van waarde en financiële langetermijnprestaties. Dit is onderwerp van wetenschappelijk onderzoek, maar ook het bedrijfsleven heeft hier een belangrijke rol.

Vermogensbezitters kunnen...

- **... een langduriger mandaat voor de vermogensbeheerder vaststellen**
Net als vermogensbeheerders vormen de vermogensbezitters geen homogene groep: ze bestaan onder meer uit pensioenfondsen en institutionele beleggers. Soms beheren ze een deel van hun vermogen intern en fungeren ze wat dat betreft dus zelf als vermogensbeheerders. Uiteindelijk spelen ze allemaal een belangrijke rol als het gaat om de toon van de discussie en het bevorderen van

langetermijndenken in de beleggingsketen. Ze kunnen dat langetermijnperspectief bij vermogensbeheerders bijvoorbeeld stimuleren via de duur van het mandaat. Dat mandaat is momenteel vaak van aanzienlijk kortere duur dan de verplichtingen van de beheerders op de lange termijn.

De rol van de academici

Tijdens EPIC werkten de werkgroepen, onder leiding van deelnemers, samen met verschillende universiteiten en andere kennisorganisaties. Uit alle feedback bleek dat ondersteuning door wetenschappers als erg zinvol wordt ervaren, gezien de schat aan kennis die zij inbrengen en hun solide analyses ter ondersteuning van de conclusies van de werkgroepen. Via samenwerking met vermogensbeheerders en andere partijen in de beleggingsketen kunnen wetenschappers helpen waarborgen dat toekomstige werkzaamheden wetenschappelijk verantwoord zijn, bijvoorbeeld door het toetsen van de correlaties en de causale verbanden tussen indicatoren voor langetermijnwaarde en financiële. Daarnaast is er uiteraard een rol voor de wetenschappers in het helpen zoeken/door ontwikkelen van goede indicatoren.

5. Tenslotte

De bevindingen van het EPIC-project en de uitwerking van het Long Term Value Framework vormen geen definitieve of alomvattende oplossing voor alle problemen die in de inleiding zijn benoemd. Wel hebben de deelnemers met de voorgestelde reële indicatoren, gestoeld op de praktijkervaringen van enkele van 's werelds meest vooraanstaande ondernemingen en beleggers, een belangrijke stap gezet naar zo'n oplossing. Die bijdrage helpt om het vertrouwen in de kapitaalmarkten te verbeteren en daarmee tot een meer inclusieve economie en samenleving te komen.

Toch staan we nog maar aan het begin van wat er allemaal nodig is. Dit project is niet meer dan een tussenstap op een veel langere reis naar werkelijke integratie van het langetermijnperspectief op waarde in het bedrijfsleven en de beleggingswereld.

Er zullen bijvoorbeeld meer sectorspecifieke indicatoren moeten komen. En meer bedrijven in de hele beleggingsketen moeten leren begrijpen waarom indicatoren zo belangrijk zijn. Vermogensbeheerders zullen de indicatoren nader moeten toetsen, ze gebruiken bij het beoordelen van bedrijven en hun informatievereisten op dit vlak duidelijk formuleren. En de vermogensbezitters kunnen het gebruik van die indicatoren onder hun beheerders bevorderen. Die betrokkenheid is nodig om het gebruik van dergelijke indicatoren te verspreiden.

De EPIC-deelnemers hebben laten weten tijdens het project veel profijt te hebben gehad van hun open dialoog. Bedrijven wilden bijvoorbeeld graag weten welke gegevens en indicatoren vermogensbeheerders eigenlijk gebruiken in het beleg-

gingsproces. Gezien het belang van deze dialoog is het zaak dat bedrijven investeren in een strategische relatie met hun belangrijkste beleggers, en vice versa.

Bestaande initiatieven op dit vlak kunnen profiteren van verdere convergentie en samenwerking, met het oog op een open forum waarbinnen het werk van EPIC kan worden voortgezet. Daar wordt op dit moment ook actief aan wordt gewerkt. Dat zal de permanente dialoog tussen bedrijven, vermogensbeheerders en vermogensbezitters bevorderen en ook andere deelnemers bij de discussie betrekken.

De eerste belangrijke stappen zijn gezet. Dat er nog vele mogen volgen!