

2 | Langetermijnwaardecreatie vanuit het perspectief van institutionele beleggers

Rients Abma

1. Inleiding

De in 2016 herziene Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: herziene code) stelt langetermijnwaardecreatie centraal. De herziene code bepaalt dat het bestuur zich richt op langetermijnwaardecreatie en dat het daartoe de in aanmerking komende belangen van stakeholders weegt. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de commissie) heeft zich niet gewaagd aan het geven van een heldere definitie van dit begrip. Dat is ook niet zo vreemd, omdat de commissie met haar nadruk op het neutrale begrip ‘langetermijnwaardecreatie’ in mijn ogen vooral voor een mentaliteitsverandering onder bestuurders en commissarissen heeft willen zorgen met nadrukkelijk minder focus op het aandeelhoudersbelang.

Daar waar de 2003- en 2008-versie van de code nog vermeldde dat het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn de ultieme doelstelling van een beursonderneming was, heeft dit nu plaats gemaakt voor de creatie van ‘langetermijnwaarde’ waarbij de in aanmerking komende belangen van alle stakeholders moeten worden gewogen. Het aandeelhoudersbelang wordt dus niet meer expliciet genoemd, waardoor niet meer de perceptie bestaat dat dit belang zwaarder zou wegen dan de belangen van andere stakeholders.

De commissie geeft in de herziene code, de toelichting daarop en in haar slotdocument wel een aantal handvatten voor wat zij onder het begrip langetermijnwaardecreatie verstaat. Zo schrijft de commissie dat het onder meer gaat om het centraal stellen van de houdbaarheid van de strategie, duurzaam handelen, het vormgeven van een cultuur die is gericht op langetermijnwaardecreatie, het oog hebben voor nieuwe technologieën en veranderingen in business modellen, het rekening houden met stakeholders en het nemen van verantwoordelijkheid voor de omgeving waarin de vennootschap opereert. De commissie benadrukt dat het begrip ‘waarde’ niet enkel ziet op winst of op direct in geld uit te drukken grootheden, maar dat het ook andere facetten kent, zoals een bijdrage leveren aan de verbetering van mensenrechten en het verminderen van schadelijke invloeden op milieu.

De commissie maakt verder duidelijk dat een beursonderneming dient te zorgen voor een goede performance op de lange termijn zonder daarbij de korte termijn uit het oog te verliezen. Daarbij is het van groot belang dat ondernemingen draagvlak

verkrijgen voor hun strategie, deze strategie up to date houden en waar nodig bijstellen en daarover open en transparant communiceren. Een goede dialoog tussen de onderneming en haar aandeelhouders is dan ook onmisbaar, volgens de commissie. Tegelijkertijd vraagt de realisatie van langetermijnwaardecreeatie wel om “geduldig kapitaal”, zo benadrukt de commissie.

In deze bijdrage wordt uiteengezet hoe institutionele beleggers, als belangrijkste groep kapitaalverschaffers van beursondernemingen, het begrip ‘langetermijnwaardecreeatie’ invullen. Daarnaast wordt geanalyseerd in hoeverre de invulling van dit begrip door deze beleggers aansluit bij de invulling daarvan door de Nederlandse beursondernemingen. Het hoofdstuk sluit af met een aantal aanbevelingen.

2. Invulling van het begrip langetermijnwaardecreeatie door institutionele beleggers

Een institutionele belegger heeft primair een verantwoordelijkheid jegens zijn achterliggende begunstigen, zoals pensioengerechtigden en werknemers die pensioenpremie betalen (pensioenfondsen), participanten in beleggingsfondsen (beleggingstellingen) en cliënten (vermogensbeheerders die bijvoorbeeld voor pensioenfondsen en verzekeraars beleggen). Een institutionele belegger belegt direct dan wel indirect voor rekening en risico van de achterliggende begunstigen of cliënten. Een institutionele belegger stelt zich daarom vanouds ten doel om op zijn beleggingen een goed financieel rendement te behalen tegen een verantwoord risico. Hieraan is mede door het toenemende belang dat achterliggende begunstigen, cliënten en de samenleving als geheel aan verantwoord en duurzaam beleggen hechten door steeds meer institutionele beleggers een ander criterium toegevoegd: ondernemingen dienen ten minste aan de eigen gestelde minimumeisen op het gebied van milieu, sociaal beleid en governance (‘ESG’) te voldoen.¹ In aanvulling op het wettelijke verbod om te beleggen in clustercommunityfabrikanten hebben individuele institutionele beleggers vaak een verdergaand ‘uitsluitingsbeleid’, waarin is bepaald dat bijvoorbeeld niet wordt belegd in de tabaksindustrie, fabrikanten van controversiële wapens en/of steenkoolbedrijven. Daarnaast beleggen steeds meer institutionele beleggers alleen nog in die ondernemingen die voldoende duurzaam en verantwoord te werk gaan.² In sommige gevallen wordt een deel van de totale beleggingsportefeuille bestemd voor die ondernemingen die een reële bijdrage leveren aan de realisatie van de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties (Sustainable Development Goals; SDG’s).³ Deze doelen

1 Zie over deze ontwikkeling ook R. Munsters en R. Abma, ‘Financiën en financiering: veranderingen in de rol en positie van de aandeelhouder’, in: S. Peij (red.), *Handboek Corporate Governance*, zesde editie, Deventer: Vakmedianet 2018, p. 129-158.

2 Volgens de mondiale koepelorganisatie van duurzame beleggingsverenigingen GSIA is de hoeveelheid wereldwijd beheerd vermogen die rekening houdt met ESG-factoren tussen 2012 en 2018 meer dan verdubbeld: van \$ 13,3 biljoen naar \$ 30,7 biljoen (zie Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review*, 2012/2018). Het totale vermogen van alle Europese en Amerikaanse duurzame beleggingsfondsen is tussen 2013 en 2019 met meer dan 67% toegenomen tot \$ 760 miljard (zie BlackRock, *Sustainability: The future of investing*, februari 2019).

3 Zie bijvoorbeeld ABP, *Duurzaam en Verantwoord beleggen 2018*, 2019.

moeten leiden tot een meer duurzame wereld, zoals het beëindigen van armoede, het terugdringen van ongelijkheid en het beschermen van het milieu. Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders hebben zich in juli 2019 bovendien gecommitteerd aan het leveren van een bijdrage aan de uitvoering van het Klimaatakkoord van Parijs en van het Nederlandse Klimaatakkoord. Uiterlijk in 2022 zullen deze institutionele beleggers voor al hun relevante beleggingen CO₂-reductiedoelstellingen voor 2030 bekend maken. De ‘voorfase’ van het beleggen, dat wil zeggen het selecteren van de beursondernemingen die voldoen aan de minimumeisen van financieel rendement, risico en ESG, wordt door al deze ontwikkelingen alleen maar belangrijker.⁴ Inmiddels kan worden gesteld dat hoe duurzamer de onderneming is, des te geïnteresseerder zullen institutionele beleggers zijn om aandelen van die onderneming in de beleggingsportefeuille op te nemen.⁵

Nadat het ‘beleggingsuniversum’ is vastgesteld, komt de waardering van de ondernemingen aan de orde en de vraag of de ondernemingen ook op de lange termijn in staat zijn om waarde te creëren. Vrijwel alle institutionele beleggers zullen onderschrijven dat het (langetermijn)waardcreatieproces van een beursonderneming een continu en dynamisch bedrijfsproces is. Een proces waarin de ondernemingsleiding inspeelt op de wensen en behoeftes van de klanten van de onderneming en door vroegtijdig kansen en risico’s te onderkennen die onder meer gedreven zijn door economische, geopolitieke, ecologische, duurzame, sociaal-maatschappelijke en technologische trends en ontwikkelingen. Ondernemerschap en talentontwikkeling van medewerkers zijn belangrijke thema’s om de (langetermijn) waardcreatie continu te kunnen blijven realiseren.

De meeste institutionele beleggers zullen het erover eens zijn dat voor de realisatie van ondernemingswaarde (zowel op de korte als op de lange termijn) niet alleen het door de beleggers beschikbaar gestelde ‘financiële kapitaal’ van belang is, maar doorgaans ook het menselijk, intellectueel, sociaal & relationeel, natuurlijk en productiekapitaal; de zogenoemde zes ‘kapitalen’ van de International Integrated Reporting Council (IIRC).⁶

Het is binnen de beleggingswereld nog steeds gemeengoed om een onderneming te waarderen aan de hand van de gangbare, klassieke financiële waarderingstheorie.⁷ Deze theorie stelt dat van waardecreatie alleen sprake is als de onderneming met behulp van het beschikbaar gestelde kapitaal (eventueel breed gedefinieerd, zoals door de IIRC) toekomstige kasstromen weet te genereren die hoger liggen dan de

4 Ook de tenuitvoerlegging van het in 2018 door de Europese Commissie gepresenteerde Actieplan betreffende de verduurzaming van de financiële sector zorgt voor een katalyserende werking. Zie voor een overzicht van de inhoud van dit actieplan J.B.S. Hijink, S. Rietveld en L. in 't Veld, ‘Duurzaamheidsverslaggeving: van lappendeken naar een geüniformeerd stelsel’, *Tijdschrift Financieel Recht in de Praktijk*, 2019/369, p. 32-39.

5 Zo schrijft DSM in haar 2018-jaarverslag: “Shareholders prefer to invest in companies that demonstrate beneficial social and/or environmental impact alongside a solid financial return”.

6 International Integrated Reporting Council, *The International Integrated Reporting Framework*, 2013.

7 Standaardwerk is T. Koller, R. Dobbs en B. Huyett, *Valuation: The Four Cornerstones of Corporate Finance*, Hoboken: John Wiley & Sons 2011.

kosten van het financiële kapitaal. Ondernemingsgroei en rendement op het geïnvesteerde kapitaal zijn de drijvende krachten achter de generatie van toekomstige kasstromen. De kosten van het financiële kapitaal zijn het gewogen gemiddelde van de kosten van het eigen en vreemd vermogen waarmee de onderneming is gefinancierd. De hoogte van de kosten van het financiële kapitaal wordt bepaald door het risicoprofiel van de onderneming. Het is belangrijk om te realiseren dat de waarde van de beursonderneming, zoals door een belegger berekend op basis van de hiervoor genoemde waarderingstheorie, (sterk) kan afwijken van de beurswaarde van de onderneming (aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers).

In deze beleggersbenadering van waardecreatie zitten alle door de commissie genoemde factoren die van belang zijn voor het creëren van langetermijnwaarde. Immers: de toekomstige kasstromen zijn afhankelijk van de houdbaarheid van de strategie, het oog hebben voor nieuwe technologieën en veranderingen in business modellen en een integere en een op lange termijn prestaties gerichte interne cultuur. Bovendien kunnen (snel) veranderende maatschappelijke opvattingen over bijvoorbeeld belastingontwijking of financiële criminaliteit direct gevolgen hebben voor de toekomstige kasstromen (via bijvoorbeeld een consumentenboycot, torenhoge boetes van autoriteiten, wetgeving die bepaalde producten tarifeert of verbiedt of een algeheel verbod op het zakendoen met de desbetreffende onderneming⁸). Een goed duurzaamheidsbeleid van de onderneming, waarin aandacht is voor duurzaam handelen, een goede behandeling van alle stakeholders en het nemen van verantwoordelijkheid voor de omgeving waarin de onderneming opereert, vermindert het risico op onverwachte negatieve resultaten. Hierdoor zullen beleggers genoeg nemen met een lager vereist financieel rendement en dus bereid zijn een hogere prijs te betalen voor het aandeel. De onderneming profiteert hiervan doordat de kosten van eigen en vreemd vermogen dalen. Hierdoor neemt de waarde van de onderneming navenant toe. Dit nog los van het gegeven dat een goed duurzaamheidsbeleid kan leiden tot een (energie-)efficiënter productieproces, waardoor via die weg ook de toekomstige kasstromen kunnen stijgen. Mede gelet op de veranderende maatschappelijke opvattingen over (het beleid van) beursondernemingen en het belang dat cliënten en achterliggende begunstigen aan ESG hechten, zouden de meer klassiek ingestelde beleggers hun werk niet goed doen als zij materiële ESG-factoren niet zouden integreren in hun waarderingsmodellen c.q. in hun beleggingsbeslissingen. Hierbij is van groot belang dat ondernemingen relevante, betrouwbare en consistente informatie over de hiervoor genoemde onderwerpen verschaffen. Momenteel schort het hier nog aan, zoals zal blijken uit de volgende paragraaf.

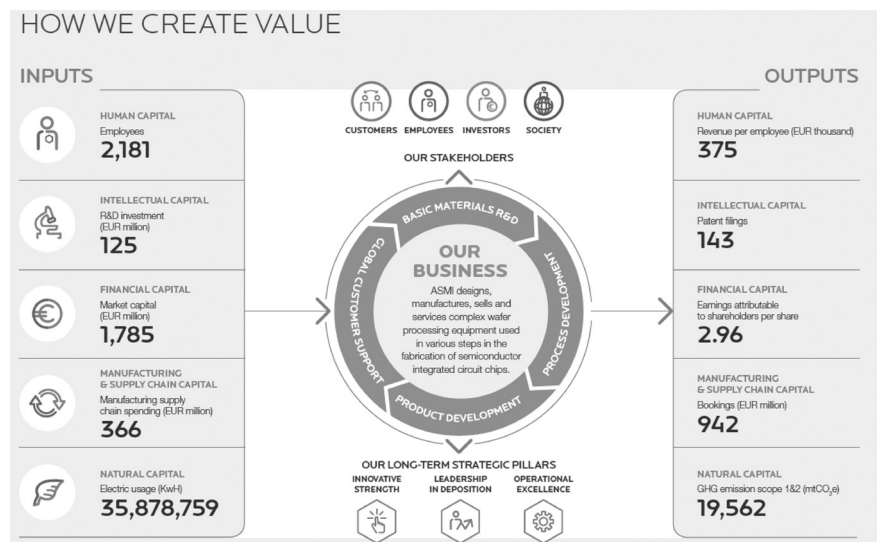
8 Zo werd SBM Offshore vanwege corruptie jarenlang uitgesloten op de Braziliaanse markt en mag ING nog steeds geen nieuwe klanten in Italië aannemen vanwege tekortkomingen in de interne risicobeheersings- en controlesystemen om witwaspraktijken te voorkomen.

3. **Huidige informatieverschaffing over waardecreatie en waardedrijvende factoren door beursondernemingen**

Mede onder invloed van de herziene code en het IIRC-raamwerk voor geïntegreerde verslaggeving is het nu gemeengoed dat beursondernemingen hun visie geven op langetermijnwaardcreatie, op de strategie ter realisatie daarvan en op de wijze waarop in het voorgaande boekjaar daaraan is bijgedragen.⁹ Dit gebeurt in de regel volgens het volgende stramien: input (aan de hand van de 'IIRC-kapitalen') → het waardecreatieproces (veelal aan de hand van de beschrijving van een aantal trends en van de waardecreatiedrijvers alsmede van de missie en de waarden van de onderneming) → output (aan de hand van de 'IIRC-kapitalen'). Op die manier kan inzichtelijk worden gemaakt welke waarde door de onderneming voor elk soort kapitaal is gecreëerd. Dat kan zowel 'positieve waardecreatie' zijn (bijvoorbeeld salarissen voor het personeel, uitgaven aan trainingen en opleidingen voor medewerkers, hoogte van de investeringen in onderzoek en ontwikkeling, het aantal nieuwe patenten, de omzet gegenereerd met nieuwe producten), maar ook 'negatieve output' (bijvoorbeeld de hoeveelheid uitstoot aan broeikasgassen, de hoeveelheid afval, het beslag op grondstoffen, ziekteverzuim en het aantal bedrijfsongevallen).

Eigen onderzoek naar de jaarverslagen van de 75 grootste Nederlandse beursondernemingen over boekjaar 2018 leert dat de ondernemingen het IIRC-verslaggevingsraamwerk nogal verschillend toepassen. Sommige ondernemingen geven alleen een kwalitatieve beschrijving van de input en output. Anderen kwantificeren wel de output, maar doen dit alleen op een 'positieve' manier en geven bijvoorbeeld alleen de energiebesparende maatregelen weer. Sommige ondernemingen hebben de output per kapitaal gemonetariseerd, anderen geven alleen de uitkomsten van een aantal belangrijke prestatie-indicatoren. Exemplarisch hiervoor is het voorbeeld van ASM International (ASMI; zie figuur 1).

⁹ Zie ook A. Brouwer, J. Janssen en J. Scheffé, 'De nieuwe Corporate Governance Code en vereisten voor niet-financiële informatie', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2018/11-12, p. 345-359.

Figuur 1: het waardecreatieproces van ASMI

Bron: ASMI-jaarverslag 2018.

Sommige ondernemingen hebben een nog inzichtelijkere aanpak waarbij per stakeholdersgroep de impact op de 'kapitalen' wordt weergegeven. Wat alle ondernemingen gemeen hebben is dat ze alleen de gerealiseerde output van het verslagjaar laten zien. Een overzicht zoals hierboven van ASMI zegt al met al weinig over de gerealiseerde en de nog verwachte, te realiseren waarde over de langere termijn. Wel geven de gekozen financiële en niet-financiële prestatie-indicatoren in het overzicht een indicatie van waar de onderneming op stuurde. In zoverre heeft deze informatie voor beleggers wel enige relevantie voor de waardering van de desbetreffende onderneming. Maar lang niet alle beursondernemingen verschaffen informatie over de behaalde resultaten ten aanzien van alle materiële niet-financiële prestatie-indicatoren, laat staan over de langtermijndoelstellingen die de onderneming ten aanzien van deze indicatoren zelf heeft gesteld.¹⁰

Zoals in paragraaf 2 is beschreven, alloceren sommige institutionele beleggers een bepaald deel van de beleggingsportefeuille aan ondernemingen die kunnen aantonen dat zij een positieve bijdrage leveren aan de samenleving. Veel van deze beleggers sturen daarbij op de SDG's. Het is dan ook niet vreemd dat steeds meer

¹⁰ Zie ook Rijksuniversiteit Groningen, *Transparant over klimaatimpact*, 2019.

beursondernemingen het stramen input → waardecreatieproces → output uitbreiden met de ‘impact’ van hun activiteiten en dit koppelen aan het bewerkstelligen van één of meer SDG’s. Onder de Nederlandse ondernemingen blijken SDG 8 (‘Fatsoenlijk werk en economische groei’), SDG 12 (‘Verantwoorde consumptie en productie’) en SDG 13 (‘Klimaatactie’) het populairst.¹¹ Veelal geven beursondernemingen dan aan welke acties zij hebben ondernomen om een bijdrage te leveren aan de realisatie van de desbetreffende SDG(’s) en wat die acties in het verslagjaar hebben opgeleverd. Sommige ondernemingen hebben eigen middellange- tot langetermijndoelstellingen voor de eigen bijdrage aan de realisatie van de SDG’s. Arcadis heeft zelfs als een van de eerste ondernemingen ter wereld in het jaarverslag over boekjaar 2018 vermeld welk percentage van de gehele omzet bijdraagt aan de voor deze onderneming relevante SDG’s (in het geval van Arcadis 80%). Arcadis is, tezamen met KPN en Wessanen, ook een van de weinige beursondernemingen die in een zogenoemde connectiviteitsmatrix duidelijk maakt op welke wijze de bedrijfsstrategie, materiële thema’s, resultaten, doelstellingen, risico’s en SDG’s met elkaar samenhangen. Kritisch punt bij de koppeling van maatschappelijke impact aan de SDG’s is dat de neiging bij ondernemingen kan bestaan om zich te richten op die SDG’s waarop zij relatief eenvoudig een positieve impact kunnen hebben, terwijl de mogelijke negatieve impact van het bedrijfsmodel en de strategie op andere SDG’s niet zichtbaar wordt gemaakt of niet worden benadrukt.¹²

ABN AMRO is daarom nog een stap verder gegaan. Zij biedt als eerste Nederlandse beursonderneming inzicht in de volledige maatschappelijke impact. Haar in 2019 gepubliceerde Impact Report 2018 laat naast de winst die voor aandeelhouders is gerealiseerd, ook de winst- en verliescijfers zien voor haar klanten, haar medewerkers en de gemeenschap waarin ze actief is. Per stakeholdersgroep wordt dit ook zo goed en zo kwaad als dit kan gemonetariseerd. Dit gebeurde aan de hand een ‘geïntegreerde’ winst- en verliesrekening (zie figuur 2).

11 Global Compact Netwerk Nederland, *Bedrijven op weg naar 2030; SDG voorgangsrapportage*, november 2018.

12 Zo rapporteert geen enkele Nederlandse beursonderneming over de impact van haar beloningsbeleid voor het bestuur op SDG 10 (‘Verminderde ongelijkheid’).

Figuur 2: geïntegreerde winst- en verliesrekening van ABN AMRO en de nettowaardecreatie per stakeholdersgroep



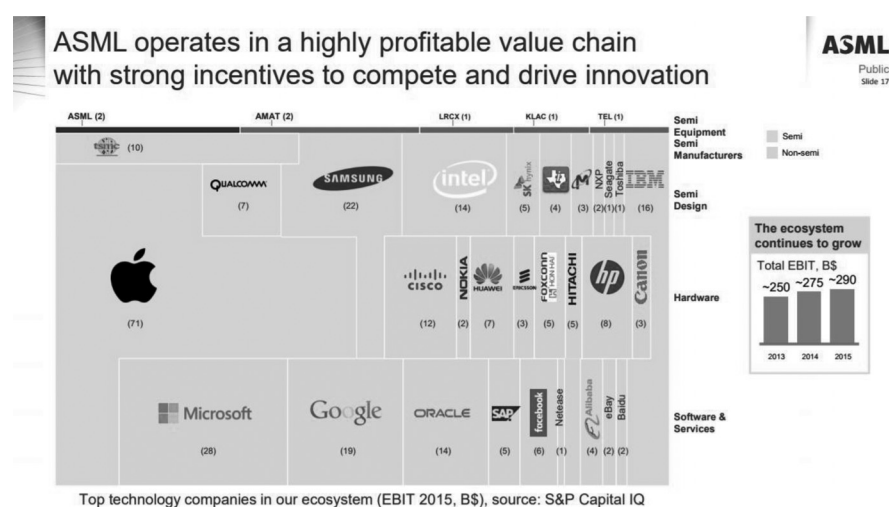
Bron: ABN AMRO Impact Report 2018. De gerapporteerde cijfers zijn in miljoenen euro's.

Vanuit het perspectief van een institutionele belegger valt de stap van ABN AMRO toe te juichen. Sociale- en milieukosten zijn momenteel namelijk nog onvoldoende ingeprijsd in de markt.¹³ Deze zogenoemde externaliteiten worden deels afgewenteld op de samenleving en/of op toekomstige generaties. Zoals in paragraaf 2 is beschreven, betrekken steeds meer institutionele beleggers deze factoren bij het afbakenen van hun beleggingsuniversum en bij het inschatten van de toekomstige risico's. Het helpt daarbij als de onderneming deze externaliteiten zelf ook erkent en deze inzichtelijk maakt. Wel is het de vraag of het in alle gevallen wenselijk en mogelijk is om de externaliteiten te moneteriseren. Hoe moeten bijvoorbeeld de maatschappelijke kosten worden gemeten van bedrijfsongevallen in de verschillende landen waar een onderneming activiteiten heeft? Is het sociaal wenselijk en acceptabel om een ongeval in het ene land anders te waarderen dan in een ander land? Wat zijn de gevolgen als niet alle externaliteiten correct in de waardering zijn meegenomen? Hoe worden de (positieve) niet-financiële welzijnseffecten van werk gewaardeerd? Een objectieve, coherente en betrouwbare waarderings- en verslaggevingsmethodiek ontbreekt met andere woorden. De inschattingen van de externaliteiten door de ondernemingen zullen zeer subjectief zijn. Institutionele beleggers kunnen tot eigen, andere inschattingen komen. In veel gevallen zullen beleggers eerder behoefte hebben aan betrouwbare en consistente rapportages over de realisatie van de materiële niet-financiële prestatie-indicatoren. Hieraan kunnen de beleggers vervolgens zelf een waardering 'hangen'.

¹³ In een brede studie uit 2012 schatte KPMG bijvoorbeeld in dat geëxternaliseerde milieukosten maar liefst 41 dollarcent op elke verdiende dollar vertegenwoordigen in elf belangrijke industrietakken (KPMG, *Expect the unexpected: building business value in a changing world*, 2012). Sociale externaliteiten zijn nog lastiger meetbaar en zeer context-specifiek. Zie hierover L. Peppelenbos, 'Verantwoord beleggen: welbegrepen eigenbelang', *Pensioen Doc* 2017/2, p. 34-39.

ASML hanteerde weer een andere manier om haar maatschappelijke waardecreatie te duiden. ASML maakt als een van de weinige ondernemingen ter wereld geavanceerde machines waarmee chips kunnen worden gemaakt. Deze chips zijn noodzakelijke bestanddelen voor onder meer laptops, smartphones, auto's, wasmachines en kunstmatige intelligentie. ASML heeft haar maatschappelijke waarde geïndiceerd door een overzicht te geven van de totale toegevoegde waarde die met behulp van de machines van ASML is gerealiseerd (figuur 3).

Figuur 3: Maatschappelijke waardecreatie door ASML



Bron: ASML-presentatie voor de 2016 Investor Day, 31 oktober 2016 (beschikbaar op www.asml.com)

Opgemerkt zij dat deze maatschappelijke waardeberekening in het geheel is gebaseerd op de winstcijfers van de (eind)klanten van ASML. Hierbij is geen rekening gehouden met de sociale- en milieukosten van de ASML-machines, zoals het energieverbruik en het werkgelegenheidsverlies door de toepassing van kunstmatige intelligentie. In zoverre is de berekening van de maatschappelijke waarde van ASML (veel) beperkter van opzet dan die van ABN AMRO, maar zij is wel relevant voor beleggers. De vraag kan immers worden opgeworpen of ASML, gegeven de centrale positie van ASML in de gehele waardeketen van de technologische industrie, wel haar redelijke aandeel van de door haar klanten gerealiseerde toegevoegde waarde ontvangt. Dit mede gezien de zeer grote investeringen in onderzoek en ontwikkeling die de onderneming moet doen om op lange termijn succesvol te blijven.

Uit de bovenstaande beschrijving van de huidige verslaggeving van beursondernemingen over het waardecreatieproces en de gerealiseerde waardecreatie voor de relevante stakeholders en de samenleving, blijkt een grote diversiteit aan verslag-

geving. Dit komt mede doordat er voor dit soort verslaggeving geen uniform stelsel van voorschriften bestaat en er op dit terrein ook nauwelijks wettelijke bepalingen gelden.¹⁴ Bijkomend probleem is dat in veel gevallen er geen onafhankelijke controle van de verslaggeving, inclusief van de gepresenteerde cijfers, plaatsvindt. Door dit alles zijn niet alleen de verslaggeving en de gepresenteerde uitkomsten van de door de ondernemingen gebruikte niet-financiële prestatie-indicatoren voor beleggers moeilijk vergelijkbaar¹⁵, de betrouwbaarheid ervan is ook nog eens kwetsbaar. Beleggers zullen daarom terughoudend zijn om de gepresenteerde cijfers integraal in hun waarderingsmodellen op te nemen. Als zij de cijfers al gebruiken, zullen zij in de regel hierop zelf of met behulp van externe bureaus correcties (moeten) toepassen.

4. Afsluiting en aanbevelingen

De mogelijkheid voor een onderneming om op lange termijn waarde te kunnen blijven creëren draait in wezen om de kunst van het juist kunnen managen van alle materiële kansen en risico's voor de onderneming, inclusief niet-financiële kansen en risico's, waaronder uitdrukkelijk ook stakeholdermanagement. Dit concept sluit goed aan bij de invulling van langetermijnwaardecreatie door institutionele beleggers.

Om verschillende redenen hebben institutionele beleggers een toenemende behoefte aan data over de maatschappelijke impact en over het ESG-beleid van de ondernemingen waarin zij beleggen. ESG-factoren en de maatschappelijke impact zijn, naast de traditionele factoren (financieel) rendement en risico, in toenemende mate de elementen op basis waarvan het beleggingsuniversum wordt afgebakend. ESG-informatie wordt daarnaast steeds belangrijker bij de bepaling van de waarde van beursondernemingen. Bij de waardebepaling wordt ESG-informatie zowel gebruikt voor het inschatten van de toekomstige kasstromen van een onderneming als voor het bepalen van het risicoprofiel van de onderneming dat op zijn beurt bepalend is voor de hoogte van de kapitaalkosten van de onderneming.

Aan de kwaliteit, relevantie, consistentie, vergelijkbaarheid en betrouwbaarheid van deze data schort het nogal eens. Voor het goed kunnen bepalen van de huidige waarde van de onderneming en het waardecreërende vermogen van de onderneming op de langere termijn is het van belang:

- a. Dat de onderneming beter toelicht wat haar visie is op het langetermijnwaardecreatieproces van de onderneming en haar strategie om die waarde op lange termijn te realiseren. De toelichting zou in ieder geval een beschrijving moeten

14 Zie voor een overzicht van de wettelijke ontwikkelingen op het terrein van duurzaamheidsverslaggeving: J.B.S. Hijink, S. Rietveld en L. in 't Veld, 'Duurzaamheidsverslaggeving: van lappendeken naar een geüniformeerd stelsel', *Tijdschrift Financieel Recht in de Praktijk*, 2019/369, p. 32-39.

15 Zo presenteren de drie beursgenoteerde verzekeraars Aegon, ASR Nederland en NN Group allemaal een *net promoter score* (een maatstaf om klanttevredenheid en -trouwheid te meten) in hun 2018-jaarverslag, maar hanteren zij alle drie een verschillende definitie voor deze maatstaf.

- bevatten van het huidige verdienmodel in samenhang met de concurrentiepositie van de onderneming op de relevante markt(en), de trends die de waardecreatie kunnen beïnvloeden en de drijvende factoren achter de waardecreatie, de materiële risico's en de missie en waarden van de onderneming.
- b. Dat de onderneming jaarlijks of tweejaarlijks onderzoekt welke onderwerpen haar relevante stakeholders belangrijk vinden en dat deze worden afgezet tegen de onderwerpen die volgens het bestuur het belangrijkste zijn voor de onderneming. Beleggers stellen publicatie van deze zogenoemde materialiteitsmatrix op prijs, waarbij ook wordt aangegeven op welke wijze de uitkomsten van het stakeholdersonderzoek door het bestuur zijn geïncorporeerd in de visie op het waardecreatieproces en de daarop aansluitende strategie van de onderneming. Op deze wijze laat de onderneming zien dat zij een actieve stakeholdersdialoog voert, zodat zij in een vroege fase eventuele opdoemende nieuwe met maatschappelijke veranderingen samenhangende materiële risico's kan signaleren en daarop actie kan ondernemen.
 - c. Dat de onderneming een zogenoemde connectiviteitstabel of –matrix publiceert, waarin de materiële onderwerpen en hun belangrijkste prestatie-indicatoren zijn gekoppeld aan de strategische prioriteiten, de bijbehorende risico's en doelstellingen en de werkelijke resultaten.
 - d. Dat er – op ten minste – Europees niveau een eenduidig, coherent, betrouwbaar en bindend verslaggevingsraamwerk wordt ontwikkeld, zodat alle beursondernemingen op een consistente wijze kunnen rapporteren over de uitkomsten van een aantal voor alle ondernemingen belangrijke niet-financiële prestatie-indicatoren die een link hebben met langetermijnwaardcreatie, zoals CO₂-uitstoot (scope 1, 2 en 3), de energie-intensiteit van producten, het waterverbruik, het 'vrijwillige' personeelsverloop, diversiteit binnen zowel het personeelsbestand als de 'top', talentontwikkeling, werknemerstevredenheid, ziekteverzuim, klanttevredenheid en -trouwheid, de interne beloningsverhoudingen en de interne cultuur.¹⁶ In aanvulling hierop kunnen sectorspecifieke niet-financiële prestatie-indicatoren worden opgesteld. Zodra eenmaal een uniforme methodologie voor deze prestatie-indicatoren is ontwikkeld, kunnen de uitkomsten van de prestatie-indicatoren ook gemakkelijker worden geverifieerd door een onafhankelijke derde (bijvoorbeeld de accountant of een onafhankelijk verificatiebureau).
 - e. De universele en sectorspecifieke niet-financiële prestatie-indicatoren kunnen worden aangevuld met een aantal ondernemingspecifieke prestatie-indicatoren. De onderneming zou wel moeten aangeven waarom deze prestatie-indicatoren relevant zijn in het licht van het waardecreatieproces en de strategie en zou moeten aangeven op welke wijze deze worden gemeten. De accountant of een onafhankelijk verificatiebureau kan dan beoordelen of de gerapporteerde uitkomsten op basis van de door de onderneming gekozen methodologie tot stand zijn gekomen.

¹⁶ Zie in dezelfde zin Coalition for Inclusive Capitalism, *Embankment Project for Inclusive Capitalism*, 2018, M. Singh en S. Peters, *The Case for Quarterly and Environmental, Social and Governance Reporting*, New York: CFA Institute 2019 en S. Bernow, J. Godsall, B. Klempner en C. Merten, *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*, Stockholm: McKinsey & Company 2019.

- f. Dat de onderneming inventariseert op welke SDG's zij de grootste impact heeft, zowel positief als negatief, zodat zij hieraan direct haar bijdrage kan leveren. Van de onderneming wordt vervolgens verwacht dat zij een eigen middellange tot lange termijn doelstelling op het desbetreffende onderwerp stelt en jaarlijks rapporteert over de voortgang van de realisatie van die doelstelling.

Bovengenoemde zaken zouden niet alleen aan bod moeten komen in het jaarverslag, maar ook in het voor (sommige) beleggers belangrijke persbericht waarin de financiële jaarcijfers worden gepresenteerd. Aan deze zaken zou ook in het halfjaarbericht aandacht moeten worden besteed. Op die wijze maakt de onderneming duidelijk dat zij een geïntegreerde visie heeft op langetermijnwaardcreatie en dat de onderneming niet alleen stuurt op financiële, maar ook op niet-financiële indicatoren. Bovendien bedient de onderneming dan de steeds groter wordende hoeveelheid kapitaal die niet-financiële informatie meeweegt bij het waarderen van de onderneming.