

### 3 | Langetermijnwaardecreatie: veel letters, onduidelijke woordwaarde

*David Tomić en Geert Koster<sup>1</sup>*

#### 1. Inleiding

Langetermijnwaardecreatie; geen begrip heeft de laatste tijd zo snel terrein gewonnen in discussies over ondernemingen, ondernemingsmodellen, strategieën en zeggenschap.

Traditioneel valt van een veel gebezigd begrip te verwachten dat dit in afgekorte vorm wordt gebruikt om de snelheid van spreken te bevorderen. Een slechte verstaander zou dan ook kunnen vermoeden dat langetermijnwaardecreatie een taalkundig afgeknotte versie is van het begrip lange termijn aandeelhouderswaarde. Dit is echter beslist niet het geval. Het vervallen van het element “aandeelhouders” staat aan de basis van een verborgen paradigma-verschuiving die nog steeds – ook in deze bundel – veelvuldig besproken wordt.

Des te opvallender is het dat in de discussie rond langetermijnwaardecreatie niemand zich waagt aan het inkleuren van dit begrip. Wij menen dat de discussie in Nederland daarom dringend behoefte heeft aan een concrete invulling van het begrip langetermijnwaardecreatie, waarbij ook oog moet zijn voor een effectief instrumentarium ter beoordeling van dit fenomeen. Allereerst is het van belang de ontwikkelingen in duiding van langetermijnwaardecreatie tot nu toe te bezien.

#### 2. Voorgeschiedenis

Tot het verschijnen van de Nederlandse Corporate Governance Code (Code) 2016 was het begrip aandeelhouderswaarde op de lange termijn het richtsnoer voor beursgenoteerde ondernemingen.

In de preambules van de Code Tabaksblat (2003) en de Code Frijns (2008) stond in min of meer dezelfde bewoording dat het uitgangspunt is dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. *“De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die direct of indirect*

---

<sup>1</sup> De auteurs zijn beiden werkzaam bij de Vereniging van Effectenbezitters (VEB). Dit artikel betreft een uitgewerkte versie van hun opinieartikel ‘Zorg dat waarde voor lange termijn toetsbaar wordt’ in het Financieele Dagblad van 18 december 2018.

*het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.”*

Bij het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn wordt dus al tegemoetgekomen aan de belangen van overige stakeholders, zoals blijkt uit het bovenstaande citaat. Zowel het voldoen aan de heersende milieustandaarden, goed werkgeverschap en fatsoenlijk omgaan met toeleveranciers zijn essentieel voor het streven naar een economisch duurzaam rendement voor aandeelhouders. Dat laatste is echter volgens ons wel de essentie voor een onderneming die opereert op de internationale kapitaalmarkt. Het moet uiteindelijk duidelijk zijn of een onderneming erin slaagt aandeelhouderswaarde te creëren en de investering voor aandeelhouders dus lonend is.

Met het verschijnen van de Code 2016 is het begrip aandeelhouderswaarde op lange termijn ingeruild voor het wat diffusere begrip langetermijnwaardecreatie.

In de preambule van de Code 2016 staat daarover bijna dezelfde bewoording als in de vorige Codes; alleen de slotzin is anders: *“Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van waarde op de lange termijn.”* Voortaan dient dit in de bestuurskamer het leidmotief te zijn.<sup>2</sup> De Corporate Governance Commissie (Commissie) onder leiding van Jaap van Manen wilde naar eigen zeggen van het eerdere richtsnoer af na een aantal uitwassen bij ondernemingen zoals boekhoudfraudes, corruptie en kartelvorming.<sup>3</sup>

Uit de overwegingen van de Commissie, bijvoorbeeld in de preambule van de Code of het voorstel voor herziening van de Code zoals in februari 2016 gelanceerd, wordt echter niet duidelijk op welke vlakken de twee vormen van waardecreatie van elkaar zouden verschillen. Het feit dat de Commissie voor een ander adagium heeft gekozen en suggereert dat langetermijnwaardecreatie een betere benadering is voor het doel van de onderneming, had volgens ons ertoe moeten leiden dat zij dit begrip beter had gesubstantieerd. In de Code 2016 ontbreekt namelijk een concreet handvat voor wat precies met langetermijnwaardecreatie wordt bedoeld.

2 De Nederlandse Corporate Governance Code (december 2016), Principe 1.1: *‘Het bestuur richt zich op de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders. De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur terzake.’*

3 Zie *De Nederlandse Corporate Governance Code - voorstel voor herziening: een uitnodiging voor commentaar* d.d. 11 februari 2016. De Commissie motiveert het introduceren van ‘langetermijnwaardecreatie’ ten faveure van ‘creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn’ als volgt: *‘Recente misstanden bij vennootschappen, zoals boekhoudfraudes, corruptie en kartelvorming, zijn in veel gevallen terug te voeren op een business model dat te veel gericht was op het behalen van korte termijn winsten. De lange termijn doelstellingen van de vennootschap waren in die gevallen vaak uit het oog verloren.’*

Ook waagt de Commissie zich niet aan een nadere uitleg waarom de twee begrippen van waardecreatie zouden botsen. Er is immers goed te betogen dat het streven naar langetermijnwaardecreatie zich ook zal vertalen in aandeelhouderswaarde. Sterker nog, vanuit economisch perspectief is zeer goed vol te houden – en wij zullen dat hierna ook uitwerken – dat langetermijnwaardecreatie niet mogelijk is zonder dat dit op termijn ook leidt tot maximale stijging van de intrinsieke waarde van de onderneming.

De VEB heeft de Commissie gewezen op bovengenoemde lacunes in de consultatieronde die voorafging aan de nieuw gepresenteerde Code. In de door de Commissie gehanteerde definitie schuilt namelijk het risico van een te abstract, onvoldoende richtinggevend en onvoldoende meetbaar principe. Uit het begrip langetermijnwaardecreatie blijkt niet waar de prioriteit wordt gelegd. Dat maakt het moeilijker voor stakeholders, in het bijzonder voor aandeelhouders, om het gedrag van de ondernemingsleiding af te rekenen.

Door de wijziging van het richtsnoer dreigt de beoogde werking van de Code in het gedrang te komen. Zoals bekend is het doel van de Code het met of in relatie tot wet- en regelgeving bewerkstelligen van een deugdelijk en transparant stelsel van checks and balances binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en het daartoe reguleren van de verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders.

In dit artikel zal worden toegelicht dat door binnen het afgesproken kader bepaalde actoren meer bevoegdheden te geven, de bevoegdheden van andere actoren onder druk komen te staan. Hierdoor dreigen de door de Code beoogde checks and balances onder druk te komen staan. Het onderstaande voorbeeld zal dit nader inkleuren.

### **3.           Praktijk casus AkzoNobel<sup>4</sup>**

Zoals bekend had PPG in 2017 haar oog op AkzoNobel laten vallen. Dit kon op bijval rekenen van Elliott, een aandeelhouder met een aanmerkelijk belang in het verf- en chemieconcern die al (publiekelijk) twijfels had geuit over de onbevredigende financiële resultaten van AkzoNobel. AkzoNobel was niet voornemens het gesprek met PPG aan te gaan. Elliott verzocht de rechtbank Amsterdam daarom tot een machtiging voor het oproepen van een buitengewone vergadering met als enig agendapunt het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen. Op grond van de artikelen 2:110 en 2:111 BW heeft een aandeelhouder in beginsel het recht om een aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen.

AkzoNobel sloot in haar verweer aan bij het gewijzigde richtsnoer uit de Code en meende dat daardoor de aandeelhoudersrechten ingeperkt dienden te worden door deze te toetsen aan de maatstaven van de redelijkheid en billijkheid.

---

<sup>4</sup> De citaten in dit hoofdstuk zijn afkomstig uit de pleitnota van de zijde van AkzoNobel zoals gebruikt tijdens het pleidooi op 27 juli 2017.

AkzoNobel stelde zich te richten op langetermijnwaardecreatie in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden stakeholders. AkzoNobel stelde dat de vennootschap redelijkerwijs een overnamevoorstel kan en mag afwijzen, ook als de langetermijnwaarde van een zelfstandige strategie voor aandeelhouders minder zou opleveren dan de kortetermijnwaarde van het overnamevoorstel. Volgens AkzoNobel brengt dit met zich dat als aandeelhouders een aandeelhoudersvergadering willen uitschrijven, dit volledig moet worden getoetst aan de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Het debat over de redelijkheid van de uitoefening van de bevoegdheid tot het verzoeken om een machtiging kan volgens AkzoNobel niet worden verplaatst naar de algemene vergadering, omdat daarin niet alle betrokken belangen (lees: de andere stakeholders) zijn vertegenwoordigd<sup>5</sup>, maar slechts die van aandeelhouders. Volgens AkzoNobel kunnen aandeelhouders daarom belet worden gebruik te maken van hun bevoegdheid tot het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering.

AkzoNobel ging daarbij nog een stap verder door te stellen dat de aandeelhouders het de bestuurders en commissarissen niet mogen beletten de nieuwe brede verantwoordelijkheid (het nastreven van langetermijnwaardecreatie) in te nemen. Dus zouden de aandeelhouders daarom niet van hun aandeelhoudersrechten gebruik mogen maken. *“Beursgenoteerde ondernemingen in Nederland hebben, zoals gezegd, een breed scala van verplichtingen jegens een brede groep van belanghebbenden. Die verplichtingen zijn vastgelegd in de Nederlandse wet en de Code en hebben betrekking op langetermijnwaardecreatie in het belang van alle stakeholders van de onderneming, duurzaamheid, milieudoelstellingen, goede sociale verhoudingen en het waarborgen van mensenrechten. Bestuurders en commissarissen worden daarop aangesproken. Daartegenover staat dat aandeelhouders niet bestuurders en commissarissen kunnen beletten om die brede verantwoordelijkheid uit te oefenen. Daarin past naadloos dat een bava gericht op het oneigenlijk ontslag van een commissaris of bestuurder niet aanvaardbaar is. Dat omvat nadrukkelijk ook de door de voorzieningenrechter te maken belangenafweging bij de beoordeling van het onderhavige machtigingsverzoek.”*

De voorzieningenrechter wees het verzoek van Elliott uiteindelijk af om een andere reden. Het verzoek zou te prematuur zijn geweest omdat eerst de bava van 8 september 2017 afgewacht had moeten worden. Tijdens die bava zou verantwoording worden afgelegd. *“AkzoNobel en al haar stakeholders hebben groot belang bij een zorgvuldig en doordacht besluitvormingsproces. De conclusies die tijdens of na de vergadering zullen worden getrokken, zijn thans nog ongewis. Daarop dient niet vooruitgelopen te worden. Het verzoek is dus prematuur”*, aldus de voorzieningenrechter.

---

<sup>5</sup> Overigens was de zaal tijdens de aandeelhoudersvergadering van april 2017 goed gevuld met vakbondsleden en personeel nadat AkzoNobel op hun komst had aangedrongen en dit ook had gefaciliteerd.

Uit het voorgaande voorbeeld blijkt dat het verbrede richtsnoer uit de Code door ondernemingen kan worden gebruikt om zich te verweren tegen aandeelhouders die willen gebruikmaken van hun bevoegdheden.

#### 4. Grabbelton

De onduidelijkheid die de Commissie heeft laten bestaan, heeft haar uitwerking niet gemist. Bijna drie jaar na het lanceren van de aangepaste Code is langetermijnwaardecreatie een containerbegrip geworden: een grabbelton met voor ieder wat wils. Een schaamlap waar ondermaats functionerende bestuurders en commissarissen zich achter kunnen verschuilen. Het heeft voor veel actoren rond een beursvennootschap de weg vrijgemaakt voor een waaier aan zelfbedachte definitives, met beperkte meetbaarheid en nog minder mogelijkheden tot vergelijking.

Zo benadrukken tal van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in hun jaarverslagen het belang van hun werknemers, klanten, toeleveranciers of het milieu. Dat zijn vanzelfsprekend van oudsher cruciale factoren voor ondernemingen, ook onder de oude Codes. Maar de resultante van deze elementen – de financiële invalshoek van waardecreatie – is in de ‘waardecreatiemodellen’ uit de jaarverslagen meer dan eens slechts een voetnoot. Dat kan er mee te maken hebben dat een aanzienlijk aantal ondernemingen hun eigen kapitaalkosten niet (of met moeite) goedmaken en dat niet willen benadrukken.<sup>6</sup>

Ook het kabinet leunt bij de motivering van recente wetsvoorstellen op de term langetermijnwaardecreatie. Een voorbeeld is het wetsvoorontwerp waarin het Kabinet-Rutte III eind vorig jaar een wettelijke bedenktijd voor het bestuur van een beursvennootschap opperde. Daarin schreef minister voor Rechtsbescherming Dekker, mede namens de ministers Hoekstra (Financiën) en Wiebes (Economische Zaken en Klimaat), bijvoorbeeld dat *‘inzet van ondernemingen voor langetermijnwaardecreatie en een evenwichtige weging van stakeholderbelangen is economisch en maatschappelijk waardevol’*.<sup>7</sup>

Dit lijkt te suggereren dat voor langetermijnwaardecreatie volstaat dat met alle belangen een beetje rekening moet worden gehouden. Het lijkt van ondergeschikt belang hoe het rekenschap geven aan alle stakeholderbelangen financieel voor de onderneming uitpakt.

6 Verderop in deze bijdrage zullen we nader ingaan op de meer en minder aantrekkelijke ondernemingssectoren.  
7 Consultatie voorontwerp Wetsvoorstel Bedenktijd beursgenoteerde ondernemingen - *Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap* (publicatiedatum 7 december 2018).

In dit voorontwerp luidde de volledige passage als volgt: *‘inzet van ondernemingen voor langetermijnwaardecreatie en een evenwichtige weging van stakeholderbelangen is economisch en maatschappelijk waardevol. Deze inzet draagt bij aan het vinden van oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen als klimaatverandering en kan dichterbij huis bijdragen aan gezonde arbeidsverhoudingen, een stabiel ondernemingsklimaat en aan het terugdringen van belasting van het milieu. De potentie voor lange termijn economische groei neemt daardoor toe.’*

Van recenter datum is een ander voornemen van het kabinet: het voorstel om de eerste meldingsdrempel voor aandeelhouders te verlagen naar twee procent (van drie procent) van het aandelenkapitaal.<sup>8</sup> “*De afgelopen periode is bij verschillende ondernemingen de langetermijnwaardecreatie onder druk komen te staan ten faveure van (koers)winst op korte termijn. Niet zelden dringen aandeelhouders aan op een dergelijke focus. Het kabinet vindt het belangrijk dat er een tegenwicht wordt geboden aan kortetermijngerichtheid. Dit kan worden bewerkstelligd door een evenwichtige balans in het aandeelhoudersbestand te realiseren.*” Een lagere meldingsdrempel zou helpen bij het streven naar langetermijnwaardecreatie.<sup>9</sup> Een preciezere definitie van het richtsnoer laat het kabinet ook in dit geval achterwege.<sup>10</sup>

## 5. Nader invulling?

Een eensluidende definitie van langetermijnwaardecreatie mag vooralsnog ontbreken, enige duiding is wel voor handen. Zo houdt de Hoge Raad het in het Cancun-arrest bij een generiek richtsnoer – ‘*het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming*’ – en geeft geen specifiekere invulling. Die hangt af van de omstandigheden van het geval. Een alomvattende invulling mag van het hoogste rechtscollege van Nederland wellicht ook niet verwacht worden. Tegelijkertijd zal later in deze bijdrage blijken dat de term ‘*het bestendige succes van de onderneming*’ redelijk dicht bij de kern komt van wat waardecreatie in economisch opzicht zou moeten zijn en zodoende een bruikbare voorzet is richting een tastbaar en deugdelijk criterium.

## 6. Het anker: rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC)

Aan de hierboven beschreven vaagheden en bijbehorende spraakverwarring kan gelukkig vrij eenvoudig een einde worden gemaakt als gekeken wordt vanuit financieel-economisch perspectief.

Het is daarbij zaak om terug te keren naar de basis. Om als beursvennootschap, die afhankelijk is van de (internationale) kapitaalmarkten, op langere termijn bestaansrecht te hebben zal financiële waardecreatie noodzakelijk zijn. Alleen door waarde

8 Wet uitbreiding meldplichten aandeelhouders – *Wijziging van Wft ter verlaging van initiële meldingsdrempel aandeelhouders beursgenoteerde ondernemingen naar 2 procent stemmen/kapitaal* Internetconsultatie (publicatiedatum 23 mei 2019).

9 Zo schreef het kabinet onder andere: ‘*In 2017 is de richtlijn bevordering langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders in werking getreden. Deze richtlijn bevat met het oog op de bevordering van langetermijnwaardecreatie onder meer bepalingen over het faciliteren van aandeelhoudersrechten en transparantieplichtingen van institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Het kabinet ziet – met het oog op het belang van langetermijnwaardecreatie – aanleiding om de initiële meldplicht te verlagen.*’

10 In dit kader merken wij ook op dat de negatieve houding van het kabinet jegens het vermeende kortetermijndenken (*short termism*) binnen beursvennootschappen niet wordt onderbouwd. Onderzoek wijst uit dat de negatieve effecten zich veel minder voordoen en dat verder onderzoek nodig is om de negatieve houding jegens het kortetermijndenken te verklaren. Zie bijvoorbeeld M.J. Roe, *Stock Market Short-Termism’s Impact*, in European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 426/2018 Harvard Public Law Working Paper No. 18-28.

te creëren kan een deugdelijke ondernemingsvoering met bijpassende (stijgende) kosten worden volgehouden, alsmede voldaan worden aan de compensatie van risico voor hen die kapitaal aan de onderneming ter beschikking stellen om te opereren en te bestaan. Dat een onderneming in haar streven naar een hoog rendement rekening houdt met een veelheid aan stakeholders is vanzelfsprekend en bepaald geen nieuw inzicht, zie ook de expliciete overwegingen daartoe in de Codes van 2003 en 2008. Sterker, het negeren van kansen, beperkingen en risico's die het negeren van (de belangen van) bepaalde stakeholders met zich meebrengen, kunnen een materieel effect hebben op het (financiële) rendement en daarmee ook op het aandeelhoudersrendement.

In bedrijfseconomisch perspectief moet een (beurs)vennootschap om waarde te creëren een rendement op geïnvesteerd kapitaal (*return on invested capital, ROIC*) halen dat hoger is dan de kosten van het door leningverschaffers en aandeelhouders ter beschikking gestelde kapitaal (*de kapitaalkosten, de weighted average cost of capital, WACC*).

Als de onderneming erin slaagt om middelen te investeren die een rendement opleveren dat hoger ligt dan de drempelwaarde (de kapitaalkosten) dan is sprake van financiële waardecreatie. Dit wordt ook wel aangeduid als economische winst. Op de langere termijn is dit een randvoorwaarde voor de levensvatbaarheid van de onderneming en om die reden cruciaal voor alle stakeholders, waaronder: werknemers, klanten, toeleveranciers, financiers, Belastingdienst, samenleving en aandeelhouders.

De ROIC is het kengetal dat in het algemeen het beste de kracht (of zwakte) van een onderneming indiceert; een indicator voor de gezondheid van een onderneming.<sup>11</sup>

Financieel analisten berekenen deze ROIC door de operationele winst na belastingen, maar vóór rentelasten (ofwel: net operating profit less adjusted taxes, kortweg noplat<sup>12</sup>) te delen door het geïnvesteerde kapitaal. Dit zijn de middelen die een onderneming nodig heeft om een bepaald operationeel resultaat te halen. Voor een onderneming als Unilever bestaat dit geïnvesteerde kapitaal bijvoorbeeld vooral uit goodwill (als gevolg van overnames), andere immateriële bezittingen (denk aan software, handelsmerken en merken), gebouwen, fabrieken en machines.

11 Wij zullen verderop in deze bijdrage wel enkele kanttekeningen noemen bij het gebruik van de ROIC als prestatie maatstaf.

12 Mauboussin en Callahan (2014) gaan bijvoorbeeld uitgebreid in op de berekening van de noplat en het nut van het gebruik van dit kengetal voor financiële analyses. De noplat geeft de cashwinsten van een onderneming aan vóór aftrek van financieringskosten. Daarbij wordt verondersteld dat geen sprake is van financiering met vreemd vermogen. De noplat van een onderneming met schulden is daarom identiek aan de noplat van een schuldenvrij concern. Zodra de noplat is berekend, kan aan de hand hiervan ook de vrije kasstroom worden berekend. Op de noplat worden dan in mindering gebracht investeringen in het werkkapitaal, investeringen in vaste activa (capital expenditures, capex) en de uitgaven en/of inkomsten door fusie- en overnameactiviteit. Zie Michael J. Mauboussin & Dan Callahan, *Calculating return on invested capital – how to determine ROIC and address common issues*, Credit Suisse Global Financial Strategies, June 2014.

Om een beter inzicht te krijgen in de factoren die uiteindelijk dit rendement bepalen, knippen we het rendementscijfer op in twee eenvoudige formules.

De eerste is de operationele winstmarge, berekend als EBITA (winst voor rente, belastingen en amortisatie) gedeeld door de omzet. De tweede component is de omloopsnelheid van kapitaal, die de concernomzet afzet tegen het geïnvesteerde kapitaal.<sup>13</sup>

Het onderdeel winstgevendheid wordt ook wel eens aangeduid als ‘kracht’, terwijl kapitaalefficiëntie een indicatie is voor de ‘snelheid’.<sup>14</sup> Door beide onderdelen met elkaar te vermenigvuldigen rolt er het rendement op het ingezette kapitaal uit. Een hoge ROIC kan dus bijvoorbeeld worden behaald door hoge winstmarges, een hoge kapitaalomloopsnelheid of – bij voorkeur – een combinatie van beide.

## 7. Unieke eigenschappen van de onderneming

Op het eerste gezicht lijkt het wellicht dat alle ondernemingen aantrekkelijke rendementen moeten kunnen halen. Toch is dat lang niet voor alle ondernemingen weggelegd.

Uiteindelijk zijn unieke eigenschappen (duurzame concurrentievoordelen) van doorslaggevend belang voor waardecreatie, en vooral hoe lang een onderneming dat kan volhouden. Een onderneming met een duurzaam concurrentievoordeel zou gedurende langere perioden in staat moeten zijn om bovengemiddelde rendementen neer te zetten. Dergelijke concurrentievoordelen worden vaak onderverdeeld in vier categorieën: immateriële bezittingen (merken, patenten), wisselkosten (software als Microsoft of Oracle maakt overstappen onaantrekkelijk), netwerkeffecten (een dienst/product wordt meer waard naarmate het aantal gebruikers toeneemt, bijvoorbeeld Facebook en Booking Holdings) en kostenvoordelen (vanwege grootte onderneming of lastig na te bootsen efficiënte processen).

Concurrentievoordelen kunnen natuurlijk eindig zijn. Bijvoorbeeld doordat hoge rendementen nieuwe partijen aantrekken die een aanval doen op de gevestigde ondernemingen of door overheidsingrijpen.

Voorbeelden van competitieve voordelen zijn de patenten van ASML. Of de kostenvoordelen (schaalgrootte) waarvan DSM profiteert in haar Nutrition-divisie die vitamines, enzymen en vetzuren maakt. Maar denk ook aan een haast onaantastbaar merk als Coca-Cola of tassen van Louis Vuitton. Voor dergelijke producten zijn consumenten bereid een aanzienlijke premie te betalen. In plaats van

<sup>13</sup> De derde determinant van de ROIC die wij hier niet expliciet in de tekst noemen, is de belastingvoet. Uiteindelijk luidt de formule voor de ROIC derhalve:  $(EBITA/omzet) * (omzet/geïnvesteerd\ kapitaal) * (1 - belastingvoet)$ .

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld Tim Koller, Marc Goedhart, en David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6de druk (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2015).



gedwongen prijsvolgers hebben deze ondernemingen de macht om prijzen aan de markt op te leggen.

Door het verdienmodel van ondernemingen langs de meetlat van concurrentievoordelen te leggen, wordt ook sneller inzichtelijk dat bepaalde sectoren simpelweg niet attractief genoeg zijn en minder (of geen) potentie hebben voor waardecreatie. Binnen enkele industrieën zijn de winsten eenvoudigweg niet voldoende om ook over langere tijd economische winst te behalen. Denk hierbij aan de luchtvaart-industrie, de bouw, post of de telecomsector. Die sectoren halen relatief lage winstmarges door concurrentie, regulering of grote afhankelijkheid van externe factoren (weer, olieprijs, conjunctuur). Maar tegelijkertijd hebben die ondernemingen wel veel kapitaal nodig om deze beperkte winsten eruit te persen. Ondernemingen die simpelweg in de verkeerde industrie opereren, kunnen dan ook niet zo heel veel uitrichten om structureel hoge rendementen neer te zetten. Hoe gestroomlijnd de interne ondernemingsprocessen wellicht ook zijn, de kwetsbaarheid voor invloeden van buitenaf is groot.

## **8. Kanttekeningen bij de ROIC als criterium**

We voelen ons wel geroepen om enkele kanttekeningen te plaatsen bij het rendement op geïnvesteerd kapitaal.

Zo is een ROIC-cijfer namelijk allesbehalve statisch. Een incidenteel goed jaar kan het rendement bijvoorbeeld net een zetje in de rug geven, waardoor het lijkt alsof de onderneming in blakende gezondheid verkeert. Een belegger moet dus goed in het oog houden of een resultaat het gevolg is van incidentele mee- of tegenvallers. Zo had DSM in termen van ROIC een uitzonderlijk goed 2018 door een toevallige meevaller in haar vitaminedivisie. Concurrent BASF kampte met een fabrieksbrand waardoor DSM plots een omzet- en winstspurt beleefde. Afgezien van deze plotselinge rendementsstijging is het chemie- en biotechnologieconcern overigens ook aan een overtuigend langjarig parcours bezig. De trend van een rendementscijfer moet dus altijd de basis zijn voor de beoordeling.

Anderzijds kunnen verkeerde strategische keuzes als overnames of andere investeringen door ondernemingen met een goed trackrecord verkeerd uitpakken. Daarom is het cruciaal om te kijken naar de bestendigheid van een waardecreërend rendementscijfer over een langere periode. Als startpunt van die analyse is het beoordelen van mogelijke duurzame concurrentievoordelen van de onderneming essentieel.

Een andere kanttekening is dat een ROIC-cijfer nooit in isolement moet worden bekeken. Zo moet het altijd gespiegeld worden aan de rendementen die sectorgenoten halen. Voordat AkzoNobel in februari 2017 door PPG werd benaderd, was het rendement op geïnvesteerd kapitaal van het verf- en chemieconcern misschien

voldoende om de kapitaalkosten goed te maken. Toch bleef de ROIC achter bij die van de andere wereldwijd opererende sectorgenoten. AkzoNobel wist opeenvolgende jaren geen autonome omzetgroei te boeken, had veel geld nodig om het pensioenfonds te stutten en kampte met een inefficiënte bedrijfsvoering (hoge kostenstructuur). Omdat het concern op deze en andere parameters onvoldoende presteerde, was de ROIC relatief laag. Dat kwam tot uiting in een, ten opzichte van haar concurrenten, laag aandeelhoudersrendement (dividenden plus beurskoersontwikkeling).

Een derde kanttekening is dat bijvoorbeeld voor ondernemingen die nog volop in de investeringsfase zitten, het ROIC-cijfer niet altijd bruikbaar is.<sup>15</sup> Op de Nederlandse beurs is maaltijdbezorger Takeaway.com daarvan een voorbeeld. Terwijl beleggers behoorlijk eensgezind zijn over de netwerkeffecten die de onderneming een concurrentievoordeel geven – meer aangesloten restaurants leidt tot meer klanten waardoor het platform weer voor meer restaurants interessant wordt – draait de onderneming door hoge marketingkosten nog altijd geen operationele winst. Daardoor is er ook geen ROIC te berekenen. In deze gevallen moeten beleggers dus vooral een inschatting maken van het mogelijke succes van de strategische koers die het bedrijf vaart en of deze erin slaagt een eventueel concurrentievoordeel te bouwen wat uiteindelijk tot een aantrekkelijk financieel rendement moet leiden.

Ten slotte moeten aandeelhouders altijd op hun hoede zijn. Er is altijd een risico dat de cijfers die beursvennootschappen rapporteren, gemanipuleerd zijn. Op het oog mooie winstmarges, een goede autonome omzetgroei en navenant aantrekkelijke rendementen zijn geen garantie dat er binnen het onderneming geen onregelmatigheden, corruptie of regelrechte fraude kan plaatsvinden. Beleggers moeten waakzaam blijven voor mogelijke rode vlaggen. Een aaneenschakeling van overnames, een decentrale ondernemingsstructuur, een hoog managementverloop of een beperkte cashconversie blijven een belangrijke signaalfunctie vervullen. Een ROIC-benadering is een wezenlijk onderdeel van het kunnen doorlichten van een ondernemingsstrategie en financiële resultaten, maar moet altijd onderdeel zijn van een bredere analyse waarvan ook zachtere factoren deel uitmaken.

Het management heeft de taak om beschikbare middelen – bijvoorbeeld uit de operationele kasstroom – te herinvesteren in die onderdelen van het onderneming waar de rendementen het hoogst liggen. Scherpe managementkeuzes vertalen zich in financiële resultaten die de intrinsieke waarde van de onderneming een impuls geven en ten slotte ook het aandeelhoudersrendement ten goede komen. Het bestendige succes van de onderneming is in dat geval het best gewaarborgd.

---

<sup>15</sup> Voor banken, verzekeraars en vastgoedondernemingen is de ROIC-benadering bovendien niet geschikt en gelden andere prestatie-indicatoren voor waardecreatie.

## 9. Herbezinning?

Vletter-van Dort stelde recent in Ondernemingsrecht dat de aandeelhouder niet (meer) beschouwd mag worden als “*hoeksteen in de governance van beursvennootschappen*”.<sup>16</sup> Die analyse delen wij niet. Aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering spelen een belangrijke rol in het geheel van checks and balances binnen iedere beursvennootschap.

Zowel DSM<sup>17</sup>, AkzoNobel<sup>18</sup> en Unilever<sup>19</sup> hebben in de recente geschiedenis op de radar van activistische aandeelhouders gestaan (AkzoNobel en DSM) of zijn benaderd met een indicatief overnamevoorstel (AkzoNobel en Unilever). Hoewel de ondernemingen aanvankelijk publiekelijk afwijzend hebben gereageerd op deze plannen zijn zij wel overgegaan tot actie. Na een toenaderingspoging presenteerden ze abrupt een ingrijpende strategiewijziging. Zowel Unilever als AkzoNobel kwamen met ambitieuzere financiële doelstellingen, kondigden een superdividend aan en initieerden een aandeleninkoopprogramma. Daarnaast verhoogden zij het reguliere dividend en werd een belangrijk bedrijfsonderdeel (de speciaalchemie-divisie van AkzoNobel en de spreads-divisie van Unilever) verkocht aan een private equity partij.

De geïnteresseerde lezer verwijzen wij naar de in de voetnoten opgenomen publicaties en presentaties met strategie-updates waaruit blijkt op welke wijze de reorganisaties zijn doorgevoerd. De vraag moet gesteld worden of deze ondernemingen ook waren overgegaan tot deze reorganisatie als er geen druk van buitenaf was gezet.

Ook bij ING heeft de aandeelhoudersvergadering recent laten zien van haar bevoegdheden gebruik te maken door tegen decharge voor de raad van bestuur en de raad van commissarissen te stemmen.<sup>20</sup> Intertrust haalde twee dagen voor de aandeelhoudersvergadering een voorgenomen wijziging in het beloningsbeleid van de agenda nadat duidelijk was dat het op onvoldoende steun kon rekenen van de aandeelhouders.<sup>21</sup>

16 H.M. Vletter-van Dort, De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap? In Ondernemingsrecht 2018/45

17 Bijvoorbeeld de presentatie tijdens de Capital Markets Day d.d. 20 juni 2018 ([https://www.dsm.com/content/dam/dsm/cworld/en\\_US/documents/2018-06-20-capital-markets-day-sijbesma-keynote.pdf](https://www.dsm.com/content/dam/dsm/cworld/en_US/documents/2018-06-20-capital-markets-day-sijbesma-keynote.pdf)) en d.d. 4 november 2015 ([https://www.dsm.com/content/dam/dsm/cworld/en\\_US/documents/2015-11-04-presentation-dsm-capital-markets-day-sijbesma.pdf](https://www.dsm.com/content/dam/dsm/cworld/en_US/documents/2015-11-04-presentation-dsm-capital-markets-day-sijbesma.pdf)).

18 AkzoNobel-presentatie d.d. 19 april 2017, *Strategy to accelerate growth and value creation* via <https://www.akzonobel.com/en/for-investors/all-reports/investor-update>.

19 Unilever-presentatie d.d. 6 april 2017, *Accelerating sustainable shareholder value creation*, ([https://www.unilever.com/Images/unilever-review-webcast-april-2017\\_tcm244-503308\\_en.pdf](https://www.unilever.com/Images/unilever-review-webcast-april-2017_tcm244-503308_en.pdf)). Zie voor een chronologie: <https://fd.nl/ondernemen/1273022/tijdlijn-de-verhuizing-van-unilever-die-niet-doorgaat>.

20 <https://fd.nl/ondernemen/1298486/aandeelhouders-verlenen-ing-bestuur-en-commissarissen-geen-decharge>.

21 <https://www.intertrustgroup.com/investors/press-releases/pr-story?ResultPageURL=https://www.globenewswire.com/HexMLItem/Content/FullText/Attachments/All/Identifier/1823932/language/en>.

Wij zijn van mening dat aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering een meer dan noodzakelijke rol spelen in het geheel van checks and balances van een onderneming. Die rol moet niet worden afgezwakt.

Aandeelhouders dienen hun opvattingen over de strategie met gebruikmaking van hun rechten naar voren te kunnen brengen, onder meer op de algemene vergadering. Zij mogen in beginsel hun eigen (rendements)belang nastreven. Dat is niet zonder reden. Een groot deel van de aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen bestaat uit pensioenfondsen die een verplichting (fiduciary duty) zijn aangegaan jegens hun deelnemers. Rendement is essentieel om aan die verplichting te voldoen. Het veronachtzamen van het streven naar een duurzaam rendement, leidt onherroepelijk tot negatieve gevolgen voor de deelnemers.

Het verder veronachtzamen van de belangen van kapitaalverschaffer heeft grote gevolgen. Zeker bij een beursvennootschap die op de internationale kapitaalmarkten opereert. Dit mag niet onderschat worden. Als structureel geen rendement wordt behaald zullen investeerders een andere, beter renderende belegging zoeken. Vreemd vermogensverschaffers zullen hun lening opeisen als niet voldaan wordt aan de renteverplichting.

Het proberen te onderdrukken van de tucht van de markt werkt lui en passief management in de hand. Dit leidt er tevens toe dat economisch noodzakelijke beslissingen worden uitgesteld. Uiteindelijk zal de onderneming (en al haar stakeholders) hier het meest onder lijden.

Larry Fink, Chairman en CEO BlackRock benadrukt in zijn recentste, jaarlijkse brief aan beursvennootschappen dat het maken van korte termijnwinst niet het primaire doel is van vennootschappen; het gaat om duurzame langetermijn groei en winstgevendheid: *“As a fiduciary to these clients, who are the owners of your company, we advocate for practices that we believe will drive sustainable, long-term growth and profitability. As we enter 2019, commitment to a long-term approach is more important than ever – the global landscape is increasingly fragile and, as a result, susceptible to short-term behavior by corporations and governments alike.”*

Al met al is het de moeite waard om het diffuse richtsnoer “langetermijnwaardecreatie” nog eens goed te bekijken bij een volgende herziening<sup>22</sup> van de Code. In ieder geval dient een duidelijke invulling te worden gegeven aan het richtsnoer zodat de ondernemingsleiding beter verantwoording kan afleggen aan de stakeholders. Tot die tijd verwachten wij dat ondernemingen in ieder geval duidelijk(er) rapporteren over de ROIC.

---

22 Dit pleidooi tot herbezinning verdient een uitgebreidere toelichting en onderbouwing. Daarvoor is in dit artikel helaas geen plaats.

## **10. Conclusie**

In het huidige tijdsgewricht geldt het richtsnoer “langetermijnwaardecreatie”. Door dit diffuse begrip dienen aandeelhouders goed geïnformeerd te worden over het rendement dat behaald wordt op het door hen geïnvesteerde vermogen.

In deze bijdrage en eerder in de VEB speerpuntenbrief die eind 2018 aan alle Nederlandse beursvennootschappen is gestuurd ter voorbereiding van de aandeelhoudersvergadering in 2019, proberen wij een piketpaal te slaan. Gezonde rendementen op geïnvesteerd kapitaal vormen de basis van langetermijnwaardecreatie voor alle stakeholders. De cruciale vraag daarbij is welk rendement het management op het geïnvesteerde eigen vermogen denkt te kunnen behalen en in hoeverre dit afdoende is om over de gehele economische cyclus de kapitaalkosten goed te maken. Rendabele jaren moeten voldoende rendement opleveren om de mindere jaren (ruim) te compenseren.

Wij zijn ons bewust van ontwikkelingen in het politiek-economisch speelveld die neigen naar verbreding van waardecreatie naar alle stakeholders. Dat neemt niet weg dat waardecreatie, waarbij de ROIC duidelijk hoger is dan de WACC, een voorwaarde is om de belangen van alle stakeholders op de lange termijn te kunnen blijven waarborgen. Is de ROIC beduidend lager dan de WACC dan is sprake van kapitaalvernietiging en zal zeker bij voortdurende slechte resultaten een rationele belegger een andere investeringsmogelijkheid zoeken. Een onderneming is dan immers op de langere termijn niet levensvatbaar. Zonder financiële waardecreatie is er dus geen bestendig succes van de onderneming.

In verslaglegging van de onderneming moet daarom een uitgebreide, specifieke en effectieve toelichting worden gegeven op het (financieel-economische) waardecreërend vermogen van de onderneming. Daarbij hoort een gedetailleerde uitleg van eventuele concurrentievoordelen die een adequaat rendement op het ingezette kapitaal moeten waarborgen (waardedrijvende factoren). Ook is van belang dat ondernemingen een deugdelijke toelichting geven op de gemaakte afweging om winsten te herinvesteren in het onderneming en alternatieve bestemmingen van kapitaal (denk aan aandeleninkoop of dividend). Ten slotte moeten ondernemingen degelijk onderbouwen waarom het beloningsbeleid in lijn is met het doel van waardecreatie. Een transparante rapportage over de gekozen beloningscriteria in het jaarverslag maakt daarvan ook onderdeel uit.

Hebben bestuurders en commissarissen de durf om hun beleid te verdedigen – in jaarverslagen en de daaropvolgende aandeelhoudersvergaderingen – op basis van objectief vast te stellen maatstaven of moeten ze hun toevlucht nemen tot argumenten uit een grijsgroen gebied van – op de keper beschouwd – nobele maar slecht verifieerbare doelstellingen?