

# Zicht op toezicht

voorjaar 2019

## Langetermijn- waardecreatie

### **Eumedion**

Langetermijnwaardecreatie: 'gewoonweg de nieuwe algemeen aanvaarde zienswijze'

### **Jan Kees de Jager**

'Het groene karakter moet ook een business case hebben'

### **Monique Donders**

'Het is tijd voor een gemeenschappelijke taal'



Building a better  
working world



# Uitdagingen



## **Het internaliseren van externaliteiten is de strategische kern van langetermijnwaardecreatie**

Langetermijnwaardecreatie begint bij de vraag hoe je ook in de toekomst van waarde kunt blijven. Negen vragen aan André Nijhof, hoogleraar Sustainable Business and Stewardship bij Nyenrode Business Universiteit.



## **'Het groene karakter moet ook een business case hebben'**

Jan Kees de Jager is CFO van KPN. Auke de Bos (EY) ging met hem in gesprek over langetermijnwaardecreatie.



### **Langetermijnwaardecreatie: 'gewoonweg de nieuwe algemeen aanvaarde zienswijze'**

Inmiddels zijn de Nederlandse beursvennootschappen al twee jaar aan de slag met de herziene Code. Maar hoe pakt het uit in de praktijk? Auke de Bos en Martijn de Jong van EY gingen hierover in gesprek met Rients Abma en Martijn Bos van Eumedion.



### **Tijd voor een gemeenschappelijke taal**

Barend van Bergen (EY) interviewde Monique Donders (BlackRock) over langetermijnwaardecreatie, de rol van vermogensbeheer en hoe het Embankment Project for Inclusive Capitalism (EPIC) daarbij een rol kan spelen.

4

### **Verbeter de wereld, begin bij jezelf**

Voorwoord door Auke de Bos

10

### **Een goed begin, maar nog niet overal**

De nieuwe Nederlandse Corporate Code in het jaarverslag, door Martijn de Jong

13

### **Winst en *purpose* moeten samengaan**

Jan Peter Balkenende over het creëren van duurzame maatschappelijke waarde

16

### **'Langetermijnwaardecreatie wordt vaak verward met bestaan op lange termijn'**

Annet Aris

25

### **'We hebben er duidelijk voor gekozen om veel open te laten in de code'**

Jaap van Manen

26

### **Het meten van langetermijnwaarde: niets zo praktisch als een goede theorie**

Barend van Bergen over het *Embankment Project for Inclusive Capitalism* (EPIC)

34

### **Waar zit de pneuma?**

Essay door Steven van Eijck

38

### **Het Europees financieel systeem en langetermijnwaardecreatie: tijd voor een heroverweging?**

Jan Niewold en Martijn de Jong

41

### **'Het onvermijdelijke kun je maar beter omarmen'**

Ben Verwaayen

42

### **Good governance en langetermijnwaardecreatie in een semipublieke omgeving**

Marlène Jans, Annika Galle en Auke de Bos

Zicht op Toezicht is een uitgave van EY

### Redactie

Auke de Bos, EY  
Martijn de Jong, EY  
Petra Burger, EY  
Luc Quadackers,  
journalist

**Ontwerp en vormgeving**  
BVH

**Drukwerk**  
Gianotten Printed Media

**Redactieadres**  
EY  
T.a.v. Brand, Marketing &  
Communications  
Postbus 488  
3000 AL Rotterdam

©2019 EY

Artikelen en uitspraken uit deze uitgave mogen niet zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van EY worden overgenomen

Kijk voor meer informatie op [www.ey.com/nl](http://www.ey.com/nl)

### Uitschrijven

Wilt u dit magazine niet meer ontvangen? Of wilt u helemaal geen EY-marketing communicatie meer ontvangen? Mail dit dan naar: [gdpr.consent@nl.ey.com](mailto:gdpr.consent@nl.ey.com)

“

Verbeter  
de wereld,  
begin  
bij jezelf



**Prof. dr. Auke de Bos RA,**

Bestuurder Ernst & Young accountants en hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

**H**et thema van deze editie van Zicht op Toezicht is langetermijnwaardecreatie. Nadenkend over langetermijnwaardecreatie concludeer ik steeds weer dat de sleutel tot succes ligt in een simpele tegeltjeswijsheid: 'verbeter de wereld, begin bij jezelf'. Langetermijnwaardecreatie is in essentie namelijk heel eenvoudig. Het begint met zelf, op een goede manier, de goede dingen doen. De hamvraag is echter hoe individuen en organisaties dat in de praktijk kunnen brengen. Daar zit de complexiteit. Er zijn immers allerlei krachten aan het werk die ervoor zorgen dat mensen en organisaties toch anders handelen dan wordt ingegeven door goede intenties.

Langetermijnwaardecreatie vergt moed, het vraagt om *courage to lead*, bestaande zekerheden moeten worden opgeven

en daar komen onzekerheden voor in de plaats. Ondernemingen moeten uit bestaande systemen stappen. Maar die systemen zijn niet in korte tijd bedacht en ontstaan. Het zijn instituties. Ze waren lange tijd efficiënt en effectief. Maar nu is het tijd voor verandering. Vooral de grote ondernemingen zijn echter beperkt wendbaar. Het zijn varende containerschepen, waarvan de koers slechts langzaam kan worden verlegd, terwijl de snelle maatschappelijke veranderingen eigenlijk vragen om wendbare speedbootjes.

Daarom moet nu eerst voor een deel kortetermijnwaarde worden vernietigd, of liever: geïnvesteerd, om op lange termijn waarde te kunnen creëren. Dat maakt het onderwerp heel interessant. Het geeft ook meteen aan waarom het thema zeker thuishoort in de bestuurskamers. Bestuurders moeten verbinding zoeken met de maatschappij. Ze moeten openstaan voor, en in dialoog gaan met, de maatschappij. Ze moeten hun stakeholders goed kennen en duidelijk maken hoe ze de onderneming sturen op weg naar langetermijnwaardecreatie.

De commissaris heeft hierbij verschillende belangrijke rollen. Aan de ene kant moet de commissaris de bestuurders ondersteunen om de goede dingen goed te doen. Aan de andere kant moet de commissaris de bestuurders uitdagen om ze wel de goede dingen doen. Daarin is de commissaris leidend. Hij kan de vangrails aangeven of uitdagen om de koers te verleggen. De commissaris staat toch op enige afstand en heeft een helicopterview. Bestuurders koersen toch nog vaak te veel op bestaande zekerheden. Vooral de onzekerheden zal de commissaris met de bestuurder moeten bespreken. Daarin

liggen zowel de risico's als de kansen. We zien onder andere bij onze rondetafelbijeenkomsten voor toezichthouders dat commissarissen zelf worstelen met dit vraagstuk. De commissaris wil wel gids zijn, maar zonder op de stoel van de bestuurder te gaan zitten. Hoe geef je hier invulling aan? Commissarissen moeten enerzijds voldoende afstand houden, maar anderzijds voldoende tijd vrijmaken om effectief een uitdagende rol te vervullen. Omdat commissarissen laagfrequent vergaderen is het risico dat de nadruk ligt op tactische en operationele zaken, op de korte termijn issues, in plaats van op de zaken die er wezenlijk toe doen op de lange termijn. Wat mij betreft zouden commissarissen vaker zonder agenda moeten vergaderen, om echt *out-of-the-box* te kunnen denken. Wat is de *legacy* van de organisatie? Wat drijft de bestuurders? Dat zijn vragen die daarbij aan bod kunnen komen.

Uiteraard gelden bovenstaande overwegingen ook voor de langetermijnwaardecreatie van onze eigen organisatie en sector. Wij moeten nog beter uitleggen wat accountants doen, waarom ze dat doen, en het gesprek aangaan of dingen anders moeten en kunnen. Hoe kunnen accountants duurzaam bijdrage aan de maatschappij? Met die vraag zijn we hard bezig. En die klus is nooit klaar. We moeten altijd proberen te verbeteren.

In deze Zicht op Toezicht passeren de bovenstaande overwegingen uitgebreid de revue. We laten weer wetenschappers, interne en externe toezichthouders, bestuurders en ondernemers aan het woord. Hopelijk vindt u weer een zee aan inspiratie om samen met ons te werken aan een 'better working world'.





**André Nijhof** is hoogleraar Sustainable Business and Stewardship bij Nyenrode Business Universiteit.

# Het internaliseren van externaliteiten is de strategische kern van langetermijnwaardecreatie

Volgens André Nijhof staat langetermijnwaardecreatie voor een manier van besturen waarbij de blik is gericht op toekomstige ontwikkelingen. Het gaat daarbij niet om het oprekken van de tijdshorizon met een of twee jaar. Het vertrekpunt is wezenlijk anders. Nijhof: 'Een bedrijf is van waarde als het ook in de toekomst met oplossingen komt die nuttig zijn voor de maatschappij. Als dat goed gebeurt, dan is er ook continuïteit van bedrijfsvoering. Het begint dus bij de vraag hoe je ook in de toekomst van waarde kunt blijven. Vervolgens leidt dat tot een strategie die nu moet worden ingevoerd. *Backcasting* dus, in plaats van *forecasting*.' Negen vragen aan een gedreven hoogleraar.

“  
De overheid  
heeft jarenlang  
niet als regisseur  
opgetreden

## Is het nog steeds lonend voor ondernemingen om niet aan langetermijnwaardecreatie te doen?

'Ik heb de indruk dat veel bestuurders wat voorlopen op waar aandeelhouders aan toe zijn. Je ziet in de jaarverslagen van veel bedrijven dat ze nadrukkelijk bezig zijn met langetermijnwaardecreatie. Het mag wel ambitieuzer en duidelijker, maar we doen bestuurders echt tekort als we zeggen dat ze voornamelijk bezig zijn met kortetermijnwaardecreatie door bijvoorbeeld jaarlijkse winsttoename. Dat is gemiddeld genomen niet zo.'

## Waar zitten de knelpunten?

'Het is waardevol dat het besef van sturing op de langere termijn steeds breder wordt herkend en erkend. Vervolgens gaat het om de reacties op dat besef: zien we de grote vraagstukken - zoals klimaatverandering, sociale ongelijkheid en

uitputting van grondstoffen - die we op langere termijn niet kunnen negeren? En vooral: zijn we bereid daar actie op te ondernemen? Bij veel partijen, inclusief bestuurders, zie je helaas nog vaak de reflex dat zij zeggen wel te willen, maar dat zij vervolgens naar andere partijen wijzen die de zaak zogenaamd belemmeren. Dan gaat het bijvoorbeeld over wetgeving die averechts werkt of het feit dat klanten er nog niet om vragen. In plaats van het wijzen naar anderen is het voor bestuurders belangrijk om te beseffen dat het complexe vraagstukken zijn en dat zij zich moeten afvragen wat ze alvast kunnen doen, waar wél stappen kunnen worden gezet. Als de wil bestaat kan een bedrijf binnen iedere sector ruimte creëren om bezig te zijn met langetermijnwaardecreatie, en dat tevens koppelen aan goede bedrijfsresultaten. De vraag is of men het aandurft. Het is lang niet altijd de meest eenvoudige route.'

# “ Kunnen we ons veroorloven om niet in de lange termijn te investeren?”

## **Nederland heeft opvallend veel duurzame bedrijven. In de Dow Jones Sustainability Index staan veel bedrijven met Nederlandse wortels of een zetel in Nederland. Hoe kan dat?**

‘Misschien komt het doordat de overheid in Nederland jarenlang faciliterend bezig is geweest, maar niet als regisseur heeft opgetreden. De bedrijven zagen daardoor wel de urgentie en hebben daardoor met elkaar het heft in eigen hand genomen. Door de aanwezigheid van bijvoorbeeld de Dutch Sustainable Growth Coalition en het hoofdkantoor van het Global Reporting Initiative wordt het debat voor een belangrijk deel gevoerd in Nederland. Via dat soort katalysatorfuncties merk je dat er in Nederland een gezonde voedingsbodem is. Dat leidt er ook toe dat onder burgers al langer aandacht bestaat voor dit soort thema’s.’

## **Voldeed bijvoorbeeld Philips vroeger niet voor een deel aan waar we nu naar op zoek zijn. Zij hadden onder andere eigen parken en een studiefonds voor kinderen van werknemers?**

‘Dat is eigenlijk geen goede vergelijking. Wat Philips deed was prachtig, maar het was ook vrijblijvend. Of ze dat nu wel of niet deden was een zaak van de familie, net als bij andere grote familiebedrijven. Het was optioneel. Het vrijblijvende is er tegenwoordig vanaf. Het gaat om de impact die een bedrijf heeft op de samenleving. Daar moet een bedrijf verantwoordelijkheid voor nemen en in het waardecreatieproces rekening mee houden. Externaliteiten internaliseren in de bedrijfsstrategie is de kern van langetermijnwaardecreatie. Dat is niet wat Philips en andere bedrijven honderd jaar geleden deden. Het ging toen niet om het milieu maar meer om liefdadigheid en goed zorgen voor het personeel. Het speelveld was anders.’

## **U heeft in uw inaugurele rede betoogd dat we in de jaren 70 de verkeerde afslag hebben genomen op het gebied van duurzaamheid. Kunt u dat nogmaals kort uiteenzetten?**

‘In de jaren 70 kwam de bewustwording dat de bedrijfsvoering, naast een bijdrage aan de welvaart, ook negatieve effecten had. Dat is duidelijk geagendeerd, onder andere door de Club van Rome.

Doorgaan op dezelfde weg was geen optie meer. In dezelfde tijd duwde Milton Friedman dit idee echter een bepaalde kant op. Hij zei tegen bestuurders: ‘the only business of business is business’. Het redden van regenwouden was niet de rol van bedrijven. Je moest daar alleen iets aan doen voor zover het lonend was. Daardoor werd kortetermijnwinstmaximalisatie eigenlijk het dominante thema, ook bij duurzaamheid. Maar het omdraaien van het debat is veel belangrijker: kunnen we ons überhaupt veroorloven om niet in de lange termijn te investeren? Het voeren van dat debat is de kern van langetermijnwaardecreatie. Het beseft dat de oude manier van denken geen optie is leidt ertoe dat we nadenken over hoe dingen anders moeten en kunnen. We gaan daardoor stap voor stap naar een andere manier van waardecreatie.’

## **Als we vertrouwen op marktwerking komt het dan goed? Of is optreden van de overheid noodzakelijk?**

‘Dat wordt heel vaak als een soort keuze gebracht, alsof het tegengestelde aanpakken zijn. Dat past in wezen weer bij het wijzen naar de ander. In mijn optiek hebben beide partijen een cruciale rol. Dat is echter een volgtijdelijke rol. De overheid kan pas de moed tonen om zaken op te leggen aan de markt, nadat de markt heeft bewezen dat er alternatieven zijn, dat langetermijnwaardecreatie



ook op een andere manier kan plaatsvinden. Als er een soort consensus is ontstaan onder enkele marktpartijen over wat een betere manier is om iets te doen, dan kan er een lobby plaatsvinden van voor- en tegenstanders. Als de lobby voor een nieuwe norm wint, dan kan de overheid de moed tonen om het tot wetgeving te verheffen, om cowboys in de markt te verwijderen. Dit is bijvoorbeeld gebeurd met zijn het verbod op gloeilampen in de EU. Dat kon pas nadat, onder andere, de ledverlichting was ontwikkeld. Er moet dus eerst innovatie plaatsvinden waarop ook concurrentie heeft plaatsgevonden. Daardoor komen de goede proposities bovendien. Overheid en markt hebben elkaar dus nodig. De overheid kan niet zonder de markt die eerst laat zien dat het anders kan. De crux is trouwens niet de concurrentie op duurzaamheid, maar om het creëren van een nieuw platform via pre-competitieve samenwerking. Dat vormt een basis voor duurzaamheid, bijvoorbeeld het weigeren van de inzet van kinderarbeid. Vervolgens kunnen bedrijven weer volop concurreren op kwaliteit en prijs.'

### **Is integrated reporting noodzakelijk om als onderneming goed om te kunnen gaan met langetermijnwaardecreatie?**

'Integrated reporting kan een belangrijke functie vervullen, maar dan moet het

“

## **Het klimaatdebat wordt geheel beheerst door percepties**

wel ontstaan vanuit integrated thinking, integrated strategy en integrated planning. Akzo Nobel is daarvan een mooi voorbeeld. Ik zie wel dat vanwege de modetrend veel nadruk ligt op integrated reporting en dat veel bedrijven de eerste drie stappen gewoon overslaan. Dan ga je voorbij aan de essentie. Hier kunnen commissarissen door het stellen van kritische vragen een belangrijke rol vervullen.'

### **Hoe kan een raad van commissarissen nog meer aan de slag met langetermijnwaardecreatie?**

'De commissaris is bij uitstek in de positie om te vragen of de onderneming zich wel kan permitteren om *niet* te investeren in langetermijnwaardecreatie, de vraag die ik zojuist al aankaartte. Die vraag verdampft vaak, maar moet telkens opnieuw worden ingebracht. Commissarissen weten vaak nog beter dan de bestuurder wat in de sector speelt.'

### **Wat is de rol van de wetenschap voor langetermijnwaardecreatie en wat is de stand van zaken?**

'Ik wil graag een positieve rol noemen en een verbeterpunt. De positieve rol is dat de wetenschap een belangrijke bijdrage levert aan de invulling van langetermijnwaardecreatie. Er zijn veel alternatieven voortgekomen uit de wetenschap die ondernemingen kunnen gebruiken, bijvoorbeeld kweekvlees of bioplastics. Daarnaast ben ik best kritisch op de manier waarop feiten en percepties door elkaar lopen. Neem het klimaatdebat. Dat wordt geheel beheerst door percepties, terwijl de wetenschap juist een goede onderbouwing kan geven. De wetenschappelijke onderbouwing sneeuwt echter vaak voor een groot deel onder in de media. Op de voorpagina staan mensen die een mening verkondigen. Wetenschappers moeten hier een meer dominante rol pakken. Televisieprogramma's als *De Wereld Draait Door* geven daarin een gezond voorbeeld, door wetenschappers regelmatig op een toegankelijke manier hun verhaal te laten doen. Helaas zijn dat slechts eilandjes in de oceaan van de sociale media. Dat moet anders.'

# Een goed begin, maar nog niet overal

Door Martijn de Jong

Het eerste jaar van de Nederlandse Corporate Governance Code 2016 ligt achter ons. Konden Nederlandse ondernemingen met de wijzigingen uit de voeten? Het onderzoek *Het eerste jaar van de herziene Nederlandse Corporate Governance Code - Hoe pakt de praktijk uit?* geeft antwoord op die vraag.



**Martijn de Jong**  
EY Corporate Governance  
Specialist

---

De Code is in 2003 voor het eerst vastgesteld, in 2008 herzien en vervolgens in 2016 voor een tweede keer herzien en aangepast aan de huidige tijdsgeest. De belangrijkste nieuwe of gewijzigde elementen gaan over langetermijnwaardcreatie, cultuur, de dynamiek tussen bestuur en raad van commissarissen, risicomanagement, het beloningsbeleid en de rol van de stakeholders. De herziene Code is in wezen het antwoord op de crisis, die vooral veroorzaakt werd door kortetermijndenken. Om een andere mindset te creëren, staat nu langetermijnwaardcreatie centraal, een 'kapstok' voor alle bepalingen. Inherent hieraan geeft de Code meer ruimte voor eigen interpretaties: van *rule based* naar *principle based*. Bestuurders en commissarissen hoeven de bepalingen niet meer als een checklist af te vinken, maar te verantwoorden in 'de geest van de Code'. Op deze manier wil de Monitoring Commissie bedrijven bewust laten nadenken over hun eigen verantwoordelijkheid, wat de transparantie ten goede moet komen.

## Objectief blijven

Hoe wenselijk die vrijheid ook is, er zit wel een keerzijde aan. De naleving is tenslotte moeilijker te meten en te toetsen, want hoe specifieker een bepaling is afgebakend, hoe preciezer de toetsing. Hoe geven bedrijven die eigen interpretatie invulling? Voldoen ze daarmee aan de Code? En zo ja, in welke mate? Die vragen vormden de basis voor het onderzoek *Het eerste jaar van de herziene Nederlandse Corporate Governance Code - Hoe pakt de praktijk uit?* Bovendien sluit de nieuwe insteek van de Code - langetermijnwaardecreatie - precies aan op EY's missie, *building a better working world*. Kijkende naar de horizon, wat draagt een onderneming dan bij aan de maatschappij en de belangen van stakeholders en waardoor verdient een onderneming zijn bestaansrecht? Daarom onderzocht EY hoe in dertig jaarverslagen over 2017 is omgegaan met de belangrijkste bepalingen uit de Code 2016: langetermijnwaardecreatie, cultuur, verklaring van het bestuur en beloningen. Het onderzoeksteam selecteerde de ondernemingen uit zowel beursfondsen, de AEX-, AMX- en AScX-fondsen als staatsdeelnemingen. Ook is er bewust gekozen voor een spreiding onder de vier grote accountantskantoren.

## Verbeteringen nodig

De resultaten stemmen in eerste instantie optimistisch. De thema's van de Code komen voldoende terug in de verslagen, maar de ondernemingen zijn er nog niet. Overal zijn wel verbeteringen nodig. Zoals bij de bestuursverklaring. In vrijwel alle verslagen zit een *going concern*-verklaring, maar bijna altijd ontbreekt een duidelijke onderbouwing: deze is te algemeen, of te indirect. Vaak moet de lezer zelf de risicoparagraaf en strategie doorspitten om hierover een beeld te krijgen. Ook legt 33% van de ondernemingen geen directe link naar de beheersmaatregelen over de financiële verslaggeving; aan de andere kant is 61% op dit onderdeel wel compliant. Bij de toelichting van de ondernemingscultuur ligt 73% de werking en naleving van de gedragscode (meer dan) voldoende toe. Ook legt bijna twee derde een scherpe link tussen de cultuur en de strategische pijlers en/of andere onderwerpen, zoals diversiteit, veiligheid en integriteit. Hieruit blijkt de - impliciete - link met langetermijnwaardecreatie, wat het jaarverslag een geïntegreerd geheel maakt. De keerzijde is dat 23% onvoldoende duidelijk maakt wat de gewenste cultuur is en hoe het bestuur die wil realiseren. Dat is een hoog percentage,

juist omdat cultuur zo verbonden is met langetermijnwaardecreatie, *tone-at-the-top* en integer gedrag van medewerkers.

## Begrijpelijk beloningsbeleid?

Wat betreft het beloningsbeleid zijn de resultaten ook tweeledig. De helft van de bedrijven legt duidelijk uit hoe hun bezoldigingsbeleid bijdraagt aan de langetermijnwaardecreatie - 23% beschrijft zelfs meer dan de Code voorschrijft. Ook noemt 43% de *pay ratio* en de berekeningsmethode, wat deze verslagen op dit onderdeel compliant maakt. En maar liefst twee derde maakt zelfs gebruik van een *peer group* om het totale beloningspakket samen te stellen, waarvan de helft ook een toelichting geeft op de gekozen peers. Dat is een goede ontwikkeling, juist omdat de nieuwe Code benadrukt dat het beloningsbeleid duidelijk en begrijpelijk moet zijn. Veel meer dan de herziene versie uit 2008 voorschreef. Toch kunnen de interne beloningsverhoudingen en de bijdrage van de variabele beloning aan langetermijnwaardecreatie beter: 40% nam niets of te weinig hierover op.

### Vier adviezen om compliant te worden

Uit het onderzoek rolden ook vijftien praktische adviezen waarmee ondernemingen hun jaarverslag 2018 'Code-compliant' kunnen maken. De vier belangrijkste tips volgens EY's onderzoeksteam:

1. Geef het proces van **langetermijnwaardecreatie** op een grafische manier vorm.
2. Licht de **culturele waarden en inbedding** helder toe. Leg ook een duidelijke link tussen de gewenste cultuur en de strategische pijlers en/of andere onderwerpen. Denk aan diversiteit, veiligheid en integriteit.
3. Start met een toelichting op de **filosofie van het beloningsbeleid**. Vertel hierin per strategische pijler hoe het beleid deze doelstellingen ondersteunt en medewerkers motiveert.
4. Benoem in **de bestuursverklaring** de verbeteringen in de interne risicobeheersings- en controlesystemen. Dit kan voorafgaand aan de verklaring of in de risicoparagraaf. En vertel ook waar extra maatregelen of verbeteringen nodig zijn.



### **Hoopvol resultaat**

Met het overkoepelende thema van de Code, langetermijnwaardecreatie, konden de ondernemingen verrassend goed uit de voeten. Zo geeft 68% voldoende toelichting over de langetermijnbijdragen van het afgelopen boekjaar, zoals innovatie of interne programma's voor medewerkers. Sterker, 37% van de topscorende ondernemingen legt continu een scherpe link tussen de belangen van de stakeholders en de strategie van de onderneming. Bijvoorbeeld via de verwerking van de stakeholdersdialoog, de matrix en het bijbehorende proces. Het proces van waardecreatie komt doorgaans voldoende en duidelijk terug. Een trend is dat ondernemingen dit op een grafische manier vormgeven. Toch voldoet 23% van de bedrijven niet aan de best practice-bepalingen van dit belangrijke thema. Zij leggen bijvoorbeeld te veel focus op het financiële aspect, of gebruiken te algemene termen. Ook een duidelijke link met de strategie ontbreekt vaak. Zorgelijk is dit niet: tenslotte voldoet 77% wel in een bepaalde mate aan deze volledig nieuwe bepalingen, een zeer hoopvol resultaat.

### **Best in class**

Veel jaarverslagen blinken op een bepaald onderdeel uit en zetten daarmee de toon in Nederland. Zo gebruiken ABN Amro en KPN langetermijnwaardecreatie echt als een 'kapstok', waar het complete verslag aan opgehangen is. Dat is een sterke keuze. Verder springen TomTom, KPN, Wessanen en Ahold er qua beloningen uit, terwijl het verslag van DSM een goede bestuursverklaring heeft. Op het cultuuronderdeel is de aanpak van Randstad juist indrukwekkend. Ze benoemen niet alleen de kernwaarden en de inbedding in de organisatie, maar ook

de meetbaarheid van cultuurprogramma's. Naast nieuwe inzichten en praktische adviezen (zie kader) biedt het onderzoek ook openingen naar vervolgonderzoek. Denk aan het effect van de 'kapstok' langetermijnwaardecreatie op het totale ondernemingsbeleid van Nederland. Maar ook, welke rol speelt cultuur in de corporate governance van ondernemingen?

### **Download het rapport**

Alle vijftien adviezen en een samenvatting van het onderzoek *Het eerste jaar van de herziene Nederlandse Corporate Governance Code - Hoe pakt de praktijk uit?* vind je op [ey.nl/HerzieneGovernanceCode](https://ey.nl/HerzieneGovernanceCode).

Ook kun je hier het volledige rapport downloaden.



### **Meer informatie**

#### **Martijn de Jong**

Corporate Governance

[E. martijn.de.jong@nl.ey.com](mailto:E.martijn.de.jong@nl.ey.com)

# Winst en *purpose* moeten samen gaan

Jan Peter Balkenende

De huidige benadering van langetermijnwaardecreatie zegt iets over de bredere visie op waardeontwikkeling.

De Nederlandse Corporate Governance Code benadrukt inmiddels het belang en industriële ondernemingen, pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen laten steeds meer geluiden horen op het gebied van langetermijnwaardecreatie. Er ontstaat iets moois. Dat komt voor een deel voort uit wat de maatschappij van bedrijven verwacht.

Men wordt niet meer warm van bedrijven die alleen letten op de winstcijfers.

Zij moeten ook duurzame maatschappelijke waarde creëren. Winst en *purpose* moeten samengaan. Enkele overpeiningen over een belangrijk onderwerp.

## Over waarde

Mariana Mazzucato maakt in haar boek *The Value of Everything* een onderscheid tussen waardecreatie en het onttrekken van waarde. Onttrekken van waarde lijkt misschien waarde op te leveren, maar dat is slechts schijn. De werkelijke kracht zit in waardecreatie. Waardecreatie sluit

wat mij betreft nauw aan op wat Michael Porter bedoelt met de term *shared value*. Volgens hem is een bedrijf er niet alleen voor het creëren van financiële waarde. Natuurlijk is dat wel nodig voor het ondernemen. Maar het gaat tegelijkertijd ook om het creëren van maatschappelijke waarde. Die twee zaken moeten op elkaar worden betrokken. Waardecreatie heeft dus zowel met de economische als de maatschappelijke component te maken.

## Over de lange termijn

Het is goed om een onderscheid te maken tussen het Angelsaksische en het Rijnlandse denken. Michel Albert schreef in zijn boek *Capitalism vs. Capitalism* dat na het einde van de traditionele strijd tussen het communisme en het kapitalisme een nieuwe strijd is ontstaan tussen het Rijnlandse en het Angelsaksische kapitalisme. Het Rijnlandse kapitalisme is veel meer gericht op de lange termijn en op overleg tussen ondernemingen, overheid en sociale partners. Er is ook meer aandacht voor publieke voorzieningen en solidariteit. Het Angelsaksische model is meer

gefocusd op winst, op de korte termijn, met minder oog voor solidariteit en publieke voorzieningen. Albert zei al in de jaren 90 dat Rijnlandse ondernemingen en economieën superieur zijn, maar dat men zou kiezen voor het Angelsaksische systeem. Dat komt simpelweg omdat winst maken op de korte termijn opwindender is dan op de lange termijn, het is sexyer. We hebben inderdaad kunnen zien dat het vooral die kant is opgegaan.

We moeten ons bij waardecreatie echter niet laten leiden door het per kwartaal afrekenen van individuele ondernemingen. Er moet nadrukkelijk oog zijn voor de ontwikkelingen op lange termijn, in de hele keten. Bij langetermijnwaardecreatie is dus van belang dat verder wordt gekeken dan het hier en nu, dat verder wordt gekeken dan het belang van de eigen organisatie of onderneming. Langetermijnwaardecreatie zegt iets over de focus van organisaties. Je bent er niet alleen voor jezelf, maar voor een brede context. Het verhaal van de onderneming moet daarvoor geloofwaardig en valideerbaar zijn.

## Soorten waardecreatie

Mijntje Lückerrath schreef in november 2018 een mooi artikel in het *Financieele Dagblad*, waarin zij een opdeling van waardecreatie in vier kwadranten voorstelde. Er is een economische en een sociale waardecreatie enerzijds, en interne en externe waardecreatie anderzijds. Interne economische waardecreatie gaat over de vraag wat je bij waardecreatie binnen de organisatie aan financiële waarde toevoegt. Extern economisch gaat over wat de prestaties extern opleveren, zoals de winst. Interne sociale waardecreatie heeft te maken met de verhoudingen binnen de organisatie, bijvoorbeeld de tone at the top. De externe sociale dimensie gaat bijvoorbeeld over klimaat. De vier gebieden vormen een heel handige matrix aan de hand waarvan je goed kunt kijken waar je het over hebt bij waardecreatie. Je hebt die vier kwadranten nodig om geloofwaardig te kunnen werken aan langetermijnwaardecreatie.

## Hoe bereiken we langetermijnwaardecreatie?

We bevinden ons in een wereld vol ellende, nationalisme, protectionisme en handelsoorlogen. Daar kun je boos of verdrietig om worden. Maar het goede nieuws is dat er ook een positieve agenda is. Die bestaat uit een samenstel van de Sustainable Development Goals (SDG's) van de Verenigde Naties, het thema circulaire economie, het klimaatvraagstuk en het zodanig vernieuwen van de economie dat die ten goede komt van iedereen. Ik noem in dat kader graag weer een boek: *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty* van Acemoglu en Robinson. Daarin is

15 jaar onderzoek naar 3000 jaar wereldgeschiedenis verwerkt. De kernvraag die ze beantwoorden is onder welke omstandigheden landen succesvol zijn en onder welke omstandigheden niet. Het antwoord is glashelder. Je moet aan drie zaken voldoen om succesvol te kunnen zijn. Er moet altijd sprake zijn van innovatie. Er moet een rechtsstaat zijn. En er moet sprake zijn van inclusieve instituten, dat wil zeggen dat mensen deel moeten kunnen hebben aan de vruchten van economische ontwikkeling. Als de vruchten alleen ten goede komen aan elites, en mensen voelen dat ze er niet bijhoren dan leidt dat tot problemen. Het is bijvoorbeeld een voedingsbodem voor populisme.

## Walk the talk

Bedrijven moeten zichzelf concreet afvragen hoe ze kunnen bijdragen. Als je jezelf de goede vragen stelt over wat je kunt bijdragen dan kun je heel creatief zijn. Het vereist echter een fundamenteel proces qua nadenken waar je voor staat. DSM is een uitstekend voorbeeld. Zij vinden zichzelf steeds opnieuw uit. Zij gingen in het verleden al van steenkool naar chemie en daarna van chemie naar nutriënten. Het vraagt om investeringen in R&D. Philips is ook een bedrijf dat zichzelf opnieuw uitvindt. Vroeger verkochten ze gloeilampen en nu verkopen ze licht als dienst, bijvoorbeeld aan Schiphol. De lampen blijven eigendom van Philips en de materialen worden aan het einde van de levenscyclus hergebruikt. Dat is een mooi voorbeeld van circulaire economie. Die methodiek zetten ze nu ook al in bij hun bodyscans/medische scanapparatuur die in ziekenhuizen worden gebruikt. En zo zijn er gelukkig

nog talloze voorbeelden.

Langetermijnwaardecreatie betekent dus ook oog hebben voor het feit dat de samenleving verandert, dat de economie verandert, dat er nieuwe eisen worden gesteld. De kunst is te zorgen dat het zakelijk ook gaat werken. Winst en *purpose* moeten samengaan.

## De rol van de raad van commissarissen

Het oog hebben voor de maatschappelijke kant van het ondernemen vergt ook een goede inrichting van het interne toezicht. De raad van commissarissen moet daar in de samenstelling van de raad al rekening mee houden. De gekozen commissarissen moeten in ieder geval affiniteit hebben met de bredere maatschappelijke agenda. Diversiteit in brede zin speelt hierbij een rol. Onderzoek wijst bijvoorbeeld uit dat vrouwen meer aandacht hebben voor duurzaamheid en integrated reporting. Commissarissen kunnen bewust aan de slag met de *purpose* van de onderneming en langetermijnwaardecreatie. Ze kunnen de jaarstukken bijvoorbeeld beoordelen op basis van vragen op het gebied van duurzaamheid: 'wat zeggen wij over vertrouwen, wat zeggen wij over SDG's, wat is onze bijdrage aan klimaat en economie?' Die vragen kan en moet je als commissaris stellen. Een bedrijf kan alleen succesvol zijn als er een ondernemingsgeest is, als innovatie plaatsvindt en als duurzaamheid het uitgangspunt is. Als een van die componenten ontbreekt dan zal er vroeger of later iets misgaan. Als toezichthouder moet je je daar dus op richten. En dat hoeft zeker niet altijd in de reguliere vergaderingen. Commissarissen kunnen ook los van de gebruikelijke agenda tijd inruimen voor zaken als *purpose*, *legacy* en dna van



de onderneming. Het is nodig om die bredere blik te hebben.

### **Het gaat de goede kant op**

Integrated reporting was 15 jaar geleden een klein initiatief en nu wordt het wereldwijd besproken. Het gaat in fasen. Dat geldt ook voor langetermijnwaardecreatie.

Het gaat in eerste instantie om het creëren van *awareness*. Dat begon echt van de grond te komen met de documentaire *An Inconvenient Truth* die werd gepresenteerd door Al Gore. Enkele jaren daarna ging het over het besef dat maatschappelijk verantwoord ondernemen niet iets extra's was, maar dat het moest zijn ingebed in het hele bedrijfsmodel. Nu zijn we weer wat verder, bijvoorbeeld op het gebied van de rapportage over CO2-uitstoot. Ook bij de SDG's zijn we nu bezig met het meetbaar maken. Dit soort zaken heeft tijd nodig om zich te ontwikkelen. Het begint nu gelukkig de goede kant uit te gaan. Maar we zijn er nog lang niet. Veertig procent van de ondernemingen maakt inmiddels werk van het rapporteren over langetermijnwaardecreatie. Dat is minder dan de helft. We moeten het fenomeen langetermijnwaardecreatie nog meer helder zien te krijgen. Ik kom ondernemers tegen die hier graag over willen rapporteren, maar zij zoeken in een zee aan vele verschillende indicatoren. Dat vraagt eigenlijk om een eenduidige set standaarden, en een instituut dat zich daarmee bezighoudt. Maar het begint met de vraag waar je als onderneming voor staat. Het duidelijk krijgen van het antwoord gaat niet vanzelf. Langetermijnwaardecreatie vergt moed, toekomstoriëntatie en volharding.



**Jan Peter Balkenende** is extern senior-adviseur bij EY. Hij is tevens hoogleraar Governance, Institutions and Internationalisation aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Vanaf zijn afscheid als Minister-President tot juni 2016 was Balkenende partner Corporate Responsibility bij EY. Hij is tevens lid van de raad van commissarissen van ING.

# Langetermijn- waardecreatie wordt vaak verward met bestaan op lange termijn



**Annet Aris** bekleedt tal van bestuursfuncties en commissariaten.

Op dit moment is zij onder andere commissaris bij asr, Randstad, Rabobank Groep en ASML. Zij is auteur van het boek *Wegwijzer in het digitale doolhof*.

‘Langetermijnwaardecreatie is een mooie platitude die te pas en te onpas wordt gebruikt. Het wordt vaak verward met het blijven bestaan op lange termijn. Bedrijven kunnen besluiten hun portefeuille aan te passen om krimp in hun kernactiviteiten te compenseren. Door het doen van acquisities kunnen ze blijven voortbestaan. Maar het kan best zo zijn dat die bedrijven uiteindelijk kapitaal vernietigen. Naast cashflows zijn daarom ook externe kosten en opbrengsten van belang.

Een commissaris moet zekerstellen dat de onderneming op lange termijn waarde creëert en niet alleen is gericht op het voortbestaan. Maar soms zal een onderneming eerst een teruggang in resultaten, en vaak ook in aandeleprijs, moeten accepteren om op lange termijn waarde te kunnen creëren. Neem bijvoorbeeld

de invloed van digitalisering. Als een disruptie plaatsvindt door digitalisering, dan impliceert dat vaak dat een deel van de waardecreatie van de producent naar de consument gaat. De winstgevendheid van een hele industrie wordt minder, terwijl de consumenten er beter van worden. Uiteindelijk kan digitalisering echter ook leiden tot een beter gerunde onderneming. Daarvoor moet de onderneming vaak eerst door een dal omdat de core business onder druk komt te staan. Bovendien moet de IT-legacy worden opgeruimd en nieuwe business worden uitgetoetst en opgebouwd. Het is daarbij lastig om zeker te weten dat de inspanningen op lange termijn waarde zullen creëren. Het bestuur zal bij krimp vaak de reflex hebben om aandeelhouders gelukkig te houden in de vorm van dividend, terwijl het geld juist nodig

is om het huis op orde te brengen. Daarvoor moet de commissaris kritische vragen stellen over de manieren waarop waarde wordt gedefinieerd. Is dat alleen financieel, of ook niet-financieel? Dit kan anders liggen voor familieondernemingen en beursgenoteerde bedrijven. Hoe ziet het verloop van de waarde eruit? En hoe moet worden bereikt dat de investeringen om op lange termijn waardecreatie te bereiken geloofwaardig zijn voor stakeholders en aandeelhouders?

Het is belangrijk dat bestuurders duidelijk zijn over de missie op de lange termijn zodat mogelijke kortetermijneffecten uitgelegd en geaccepteerd worden. Commissarissen kunnen bestuurders hierbij een steuntje in de rug geven door duidelijk achter hen te staan.’





# Langetermijnwaardecreatie: 'gewoonweg de nieuwe algemeen aanvaarde zienswijze'

“  
Niet-financiële  
factoren nemen  
in belang toe bij  
de waardering van  
ondernemingen

Eumedion is een van de schragende partijen van de Nederlandse Corporate Governance Code. Die partijen verzochten de Monitoring Commissie in 2015 om de Code te actualiseren. Dat heeft eind 2016 geleid tot een herziene Code, waarin langetermijnwaardecreatie een spilfunctie vervult. Inmiddels zijn de Nederlandse beursvennootschappen al twee jaar aan de slag met de herziene Code. Maar hoe pakt het uit in de praktijk? Auke de Bos en Martijn de Jong van EY gingen hierover in gesprek met Rients Abma (algemeen directeur) en Martijn Bos (beleidsmedewerker Verslaggeving & Audit) van Eumedion.





**Rients Abma**

Algemeen directeur  
Eumedion

### **Zijn bestuurders inherent gedreven aan de slag met langetermijnwaardecreatie, geven commissarissen een steuntje in de rug of bepalen aandeelhouders wat er gebeurt?**

**Abma:** 'Het is een wisselwerking, maar in de Nederlandse context zitten bestuurders en commissarissen in de *driver's seat*. Zij zijn autonoom ten aanzien van beleid en strategie. Natuurlijk kunnen aandeelhouders décharge weigeren of bestuurders en commissarissen ontslaan, maar dat wordt met de mogelijke invoering van een bedenktijd (zoals opgenomen in het voorontwerp van het *Wetsvoorstel Bedenktijd voor het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen*, red.) lastiger. Dat neemt echter niet weg dat tijdens onderlinge gesprekken van het bestuur met aan-

deelhouders - en andere stakeholders - prima opvattingen aan bod kunnen komen over beleid en strategie. Formeel hebben aandeelhouders dus geen directe zeggenschap over beleid en strategie, maar indirect wel. De Ondernemingskamer geeft overigens ook aan dat een onwerkbaar situatie ontstaat als een belangrijk deel van de aandeelhouders het oneens is met het beleid. En dat geldt ook voor het duurzaamheidsbeleid van een vennootschap.'

### **Hoe beoordelen jullie de status quo van de omgang met langetermijnwaardecreatie?**

**Bos:** 'De ontwikkelingen gaan best snel. Pionierende ondernemingen zetten de toon. Dat biedt een voorbeeldfunctie voor beleggers en concurrerende ondernemingen. En dan kan het snel gaan. Een voorbeeld: in drie jaar tijd heeft het aantal *integrated reports* zich uitgebreid van nul naar een derde deel van de AEX.'

**Abma:** 'Institutionele beleggers hebben natuurlijk een groot belang bij langetermijnwaardecreatie van ondernemingen. Als langetermijnbelegger ben je afhankelijk van de waarde die op lange termijn wordt gecreëerd, voor alle stakeholders. Beleggers kijken dus ook naar de niet-

financiële factoren, die uiteindelijk wel degelijk financiële consequenties hebben. De niet-financiële factoren nemen in belang toe bij de waardering van ondernemingen. Daar moet meer aandacht voor komen.'

### **Was de aanpassing van de Code een soort *tipping point*?**

**Abma:** 'Van 2003 tot 2016 was langetermijnaandeelhouderswaarde het uitgangspunt van De Code. Vanaf 2016 is dat langetermijnwaardecreatie voor alle stakeholders van de vennootschap. Dat past in het Nederlandse stakeholdersmodel. Op de lange termijn zijn goede relaties essentieel tussen beursvennootschap en werknemers, klanten, toeleveranciers en de samenleving in den brede. De belangen van alle stakeholders moeten in balans zijn. Dat wordt ook gezien door de institutionele beleggers, zeker na de financiële crisis.'

**Bos:** 'De aanpassing van de Code is een belangrijke erkenning van waar we nu staan qua normen voor het bedrijfsleven. De code concretiseert wat er onderliggend al speelde. Het wordt ook niet breed betwist, gelukkig. Langetermijnwaardecreatie is gewoonweg het nieuwe algemeen aanvaarde perspectief.'

**Eumedion** (Grieks voor 'goede bewaker') behartigt de belangen van institutionele beleggers op het gebied van corporate governance en duurzaamheid. Het doel is om de governance, milieu- en sociale prestaties van beursvennootschappen te verbeteren. De stichting heeft ongeveer 60 institutionele beleggers als 'deelnemer'. De beleggers beheren samen meer dan 5.000 miljard euro aan beleggingen.

“

## Pionierende ondernemingen zetten de toon

### Zijn er nog steeds beursvennootschappen die hun langetermijnwaardecreatie niet prominent oppakken?

**Bos:** 'Die zijn er zeker. Aan die groep kleven de meeste risico's. Als een onderneming zich onvoldoende bewust is van de stakeholders, dan kan dat op termijn een enorme invloed hebben. De eerste vijf jaar hoeft het nog niet zoveel uit te maken. Maar het kan voor een belegger wel twintig jaar duren voordat de initiële investering is terugverdiend. Of een langetermijnbelegger dus geld verdient of verliest, hangt af van hoe een onderneming er over twintig jaar voor staat. Die *stakeholder awareness* maakt heel veel uit voor de levensvatbaarheid van een onderneming op lange termijn.'

### In de recente Speerpuntenbrief van Eumedion vormen langetermijnwaardecreatie en board diversity de twee hoofdthema's. In de brief valt tussen de regels door lezen dat het nog niet snel genoeg gaat?

**Bos:** 'Het gaat in sommige gevallen nog niet snel genoeg. Het is vooral belangrijk dat beursvennootschappen goed uitleggen waar ze mee bezig zijn op het terrein van langetermijnwaardecreatie en diversiteit. Het is ook aan ons om te staven dat het-geen in de Corporate Governance Code

staat ook daadwerkelijk door de aderen van de beleggers vloeit. In de individuele dialogen met beursvennootschappen is langetermijnwaardecreatie en diversiteit, en de rapportage daarover, een vast onderdeel van de agenda.'

### Op welke wijze brengt men verslag uit over langetermijnwaardecreatie?

**Abma:** 'Er zijn nog niet echt concrete verslaggevingsraamwerken die aangeven hoe moet worden gerapporteerd over langetermijnwaardecreatie. Het raamwerk van de International Integrated Reporting Council (IIRC) biedt wel bouwstenen, maar is nogal abstract en geeft voor veel beursvennootschappen onvoldoende handvatten.'

**Bos:** 'Het begint met het kennen van de stakeholders. Daarna moet de onderneming per stakeholder bekijken op welke manier welke waarde wordt toegevoegd. Daar moet dus een duidelijke hiërarchie in zitten: vanuit de stakeholders kijken naar de toegevoegde waarde. Die hiërarchie ontbreekt in het IIRC-framework, waarin enkel wordt aangegeven dat er stakeholders zijn en dat verschillende soorten kapitaal van belang zijn. Ondernemingen die beginnen met een stakeholder-analyse en vandaar uit verder werken hebben een voorsprong in de manier waarop ze communiceren. Dat is veel beter dan vanuit de verschillende *capitals* denken

welke waarde wordt toegevoegd per stakeholder. Dat communiceert minder goed. Er zijn inmiddels al heel goede voorbeelden van bedrijven die dit op orde hebben. Toch moeten er ook nog veel bedrijven belangrijke slagen maken in het bestuursverslag.'

**Abma:** 'In het recente rapport van het *Embankment Project for Inclusive Capitalism* (EPIC) wordt ook de vraag gesteld of de indeling van talent, innovatie, consumer trends, society, environment en corporate governance het meeste houvast geeft in het selecteren van prestatie-indicatoren op het gebied van langetermijnwaardecreatie. Dat is een goed begin, maar er is nog een lange weg te gaan. Het is goed om te blijven nadenken hoe de rapportage optimaal kan worden ingericht aan de hand van de verschillende stakeholders.'



**Martijn Bos**

Beleidsmedewerker Verslaggeving & Audit  
Eumedion

## Is een uniform raamwerk überhaupt haalbaar?

**Bos:** 'Je ziet dat langetermijnwaardecreatie vele malen specifiek is per onderneming en per sector dan de grootheden in de financial reporting-standaarden, waarin geen sector-specifieke standaarden bestaan. Er is een andere oplossing nodig om een bepaalde doorwrochttheid te bereiken waarmee vergelijkbaarheid over tijd mogelijk wordt en liefst ook vergelijkbaarheid tussen bedrijven. Het raamwerk moet voldoende flexibel zijn. Het mag geen jaren duren om tot een bepaalde standaard te komen.'

**Abma:** 'En het raamwerk moet *credibility* hebben. We hebben inmiddels wel 400 rapportageraamwerken. Het belang van de informatie over langetermijnwaardecreatie neemt toe bij de beleggingsbeslissing, het managen van de portefeuille en bij het uitoefenen van de *fiduciary duty*, maar de geloofwaardigheid en de vergelijkbaarheid van de gepresenteerde data lopen nog achter. Daar moet wat aan gebeuren. Het overlaten aan de markt gaat op de lange termijn niet werken. Daar moet structureel meer aan gebeuren.'

## Kan de accountant daarin een rol vervullen?

**Bos:** 'Wie anders? De accountant kan de standaarden niet bepalen, maar hij kan wel toetsen of de inhoud van bestuursverslag op het gebied van langetermijnwaarde-

creatie voldoet aan een raamwerk. De accountant is op dit moment de eerst-aangewezen partij om zich daarvoor te kwalificeren. Maar eerst moet er een goed raamwerk zijn.'

**Abma:** 'Het is natuurlijk gemakkelijk om te zeggen dat je onderneming een positieve impact heeft op het welzijn van miljoenen of miljarden mensen. Dat zie je vaak in de vorm van de zogenaamde *purpose* van een onderneming. Maar beleggers willen wel weten of dat is geverifieerd. Het is een mooie, maar uitdagende taak voor de accountant om daar assurance over te geven.'

## Hoe zien jullie de rol van commissarissen bij een thema als langetermijnwaardecreatie?

**Abma:** 'Het bestuur is in eerste instantie aan zet. De raad van commissarissen moet de strategie en het beleid vervolgens goedkeuren. Daarnaast moet de raad van commissarissen letten op het aantrekken en selecteren van de juiste bestuurders. Het thema langetermijnwaardecreatie

“

# De raad van commissarissen moet letten op het aantrekken en selecteren van de juiste bestuurders

moet daarbij integraal worden meegenomen. Dat begint bij het maken van de profielschets. De bestuurder, en vooral de CEO, moet een stakeholdermanager zijn die duurzame waardecreatie voor alle stakeholders hoog in het vaandel heeft staan. Het opstellen van de juiste profielschets is een primaire verantwoordelijkheid van de commissarissen.

**Bos:** 'En de commissarissen kunnen natuurlijk prima in de gaten houden hoeveel aandacht uitgaat naar problemen op de korte termijn versus het ontwikkelen en uitvoeren van de strategie met effecten op de lange termijn. Die balans kunnen ze bewaken.'

**Abma:** 'Commissarissen moeten zelf ook actief de dialoog zoeken met de belangrijkste stakeholders, waaronder aandeelhouders, werknemers, klanten en toeleveranciers. Dat geldt zeker voor president-commissarissen. Mijn indruk is dat dit nog te weinig gebeurt. Hopelijk zal dit op den duur *mainstream* worden.'



# 'Het groene karakter moet ook een **business case** hebben'

A portrait of Jan Kees de Jager, CFO of KPN, wearing a dark blue suit, a light blue shirt, and a red patterned tie. He is looking directly at the camera with a slight smile.

KPN staat al jarenlang genoteerd in de Dow Jones Sustainability Index en bevindt zich in de top van de duurzaamste telecombedrijven ter wereld. Ook is KPN een van de grootste private investeerders in Nederland, met 1,1 miljard euro per jaar aan langetermijninvesteringen. Reden genoeg om dieper in te gaan op het begrip langetermijnwaardecreatie. Auke de Bos in gesprek met CFO Jan Kees de Jager.

“  
Het idee van  
langetermijnwaardecreatie  
past goed  
bij een telecombedrijf

**Jan Kees de Jager** is sinds 2014 CFO van KPN. Daarvoor was hij onder andere internetondernemer, staatssecretaris van Financiën en minister van Financiën. Hij heeft zijn bachelor behaald op Nyenrode en bezit drie mastertitels van de Erasmus Universiteit Rotterdam (bedrijfseconomie, sociologische economie en Nederlands recht).

### Wat verstaat u onder langetermijnwaardecreatie?

'Langetermijnwaardecreatie gaat over de bereidheid om grote investeringen te doen die zich pas op de lange termijn terugverdienen. Maar dat is niet genoeg. In de huidige context gaat het ook over de vraag hoe je als bedrijf waarde creëert in de context van de samenleving, over welke positieve en negatieve gevolgen de waardecreatie heeft voor de omgeving. Het kan best zo zijn dat een investering in de petrochemie voor een onderneming waarde creëert, maar dat die investering zodanig negatief is voor de omgeving dat er geen sprake is van langetermijnwaardecreatie.'

### Hoe zit dat in de telecomsector?

'Het idee van langetermijnwaardecreatie past goed bij een telecombedrijf. Wij leggen een vaste infrastructuur aan die vele tientallen jaren meegaat en moet renderen. Daar is ons businessmodel ook op gebaseerd. Wij vragen ons af hoe wij waarde creëren voor onszelf, onze medewerkers en onze aandeelhouders. Daarnaast willen wij de samenleving steeds beter verbinden. We beogen daarmee onder andere een bijdrage te leveren aan het verminderen van maatschappelijke problemen in de toekomst die worden veroorzaakt door vergrijzing en slechte toegang tot de gezondheidszorg.'

“  
Wij willen de samenleving  
steeds beter verbinden

### Kunt u een concreet voorbeeld noemen?

'Mensen kunnen dankzij goede connectiviteit langer thuis blijven wonen. Een verbonden chip kan aangeven wanneer er

iets aan de hand is en in veel gevallen ook wat er precies aan de hand is. Dat is veel efficiënter en minder invasief voor de patiënt. Het kan dus de levenskwaliteit verbeteren, tegen veel lagere kosten. Je kijkt daarmee dus als onderneming niet alleen naar de eigen verdiensten, maar ook naar de maatschappelijke waarde.'

### **Speelt langetermijnwaardecreatie een dominante rol in de strategie van KPN?**

'Wij zijn een bedrijf dat grotendeels moet werken aan de hand van een business case, maar we kijken ook heel goed naar de maatschappelijke waarde van onze business en welke rol we daarin kunnen spelen. Bovendien zijn we inmiddels klimaat-neutraal en zijn we op weg naar een grote mate van circulariteit. Dat betekent dat we met onze leveranciers convenanten sluiten zodat de materialen die worden gebruikt 100 procent circulair kunnen worden toegepast. Denk aan de routers en TV-kastjes, maar ook bijvoorbeeld aan het gebouw waarin we zitten. De materialen worden vrijwel geheel gerecycled na gebruik, van verlichting tot en met tapijt. De komende jaren gaan we gefaseerd naar volledige niet-fossiele, vooral elektrische, mobiliteit toe. Daar zit overigens nog niet altijd een business case onder, maar uiteindelijk moeten die twee doelen wel convergeren.'

### **Hoe bedoelt u dat?**

'Wij behoren tot een van de meest duurzame telecombedrijven ter wereld. Toch hangt de positie in, bijvoorbeeld, de Dow Jones Sustainability Index af van de vraag of het groene karakter ook een business case heeft. Daar zit een duurzame gedachte achter. Als de duurzaamheid namelijk niet in de business case is opgenomen, dan is duurzaamheid onderhevig aan de grillen van toekomstige bestuurders. Het is daarom van belang om te zorgen dat de business-case-doelstellingen ook bijdragen aan de sustainability-doelstellingen van het bedrijf. De doelen moeten niet tegengesteld zijn. Daar zijn we bewust

mee bezig en inmiddels dragen duurzaamheidsdoelstellingen ook positief bij aan de bedrijfsvoering.'

### **Heeft de wijziging in de Nederlandse Corporate Governance Code een impact gehad op de omgang met langetermijnwaardecreatie?**

'Wij steunen de code, maar het is vooral een soort minimumbasis. Zeker op het gebied van duurzaamheid en langetermijnwaardecreatie streven wij al lang een hoog niveau na. De gewijzigde code heeft bij ons eigenlijk geen extra impact gehad op het gebied van langetermijnwaardecreatie. Het was meer een bevestiging. En op een aantal punten gaan we misschien wel verder dan gevraagd. Voor een telecombedrijf is dat relatief misschien wel iets gemakkelijker dan voor bijvoorbeeld een petrochemisch bedrijf.'

### **Even over uw rol als CFO. Welke specifieke taken heeft een CFO in op het gebied van langetermijnwaardecreatie?**

'De rol van de CFO is de afgelopen tien jaar enorm veranderd. Gechargeerd gesteld is de CFO van *bean counter* naar waardecreërende professional gegaan binnen het bestuur. Juist de CFO is bij uitstek de persoon om de doelstellingen op het gebied van financiële performance en langetermijnwaardecreatie te laten convergeren, samen met de CEO. De CFO is redelijk onafhankelijk. Hij heeft geen directe business-specifieke doelen. Je hebt als CFO altijd het voordeel van het *unbiased* zijn. Dat geeft een grote geloofwaardigheid. De CFO is eigenlijk een soort rentmeester.'

“

**Wij steunen de code,  
maar het is vooral een soort  
minimumbasis**



## **Helpt het om het beloningsbeleid binnen ondernemingen te koppelen aan langetermijnwaardecreeatie?**

'Dat helpt zeker, maar het is lastig om de doelen goed neer te zetten. Het is in principe een zaak van de raad van commissarissen, maar ik vind het belangrijk om meer langetermijndoelstellingen te gebruiken bij het belonen. Het is echter vrij lastig om tot goede maatstaven te komen. Daarnaast bestaat, zeker bij de Angelsaksische aandeelhouders, de behoefte om de bedrijfstop substantieel op variabele basis te belonen. In Nederland wordt daar weer anders tegen aangekeken. Tegelijkertijd willen aandeelhouders van een beursgenoteerd bedrijf dat hun eventuele pijn ook wordt gedeeld door de bestuurders. De markt vraagt dus vaak om financiële doelstellingen, terwijl stakeholderorganisaties dat minder of niet willen. Wij gebruiken daarom een mix van financiële doelen en doelen voor niet-financiële duurzaamheids-en reputatiescores.'

## **U noemt stakeholderorganisaties. Welke stakeholders zijn het meest belangrijk voor KPN?**

'Klanten zijn de belangrijkste groep stakeholders. Bij alles wat wij doen is de klant het uitgangspunt. En onze klanten zijn ook heel afhankelijk van ons in hun normale leven, want wij zijn de grootste verbinders van Nederland. We leggen honderden miljoenen verbindingen per dag. We verbinden ook steeds meer dingen, zowel onderling als met mensen. Dat neemt heel sterk toe, mede door de *internet of things*. Als wij uitvallen dan rijden de metro's niet meer, ontstaan er rijen bij de kassa en hebben hulpdiensten en ziekenhuizen problemen. De overheid is daarom ook een belangrijke partij voor ons, niet alleen als klant, maar ook als spectrumbeheerder en belanghebbende bij een zeer vitale infrastructuur. En dan zijn er uiteraard de maatschappelijke organisaties die regelmatig met ons in discussie gaan.'

## **Hoe gaat dat in zijn werk?**

'Dat gebeurt op vele manieren. We organiseren onder andere een formele jaarlijkse stakeholderdialoog. Daar komen ongeveer

150 mensen naartoe die gelieerd zijn aan Tax Justice, vakbonden, politieke organisaties, overheden en diverse soorten klantengroepen. Tijdens die bijeenkomst wordt in groepen gediscussieerd aan de hand van een enkele thema's die vooraf zijn bepaald, bijvoorbeeld belastingen, cybersecurity of gezondheidszorg. Per thema is iemand uit de raad van bestuur of een senior executive aanwezig. De discussies gaan over wat er wel en niet goed gaat en vooral over hoe KPN zich verder kan verbeteren. We delen daarbij onze strategie en krijgen daarop waardevolle feedback. Er zijn uiteraard ook heel kritische organisaties aanwezig waarvoor je het niet snel goed kunt doen. Maar de dialoog aangaan is juist heel erg leerzaam voor ons.'

## **In dat kader: loopt Nederland voorop op het gebied van langetermijnwaardecreeatie?**

'We zijn zeker niet uniek, maar we zijn een compacte samenleving en de verbindingen en afstanden zijn heel kort. Bedrijven, maatschappelijke organisaties en overheden zijn daardoor redelijk goed verbonden. Er wordt veel samengewerkt. Een nadeel van ons poldermodel is echter dat veel wijzigingen en beslissingen minder snel gaan. Dat speelt ons wel eens parten. We doen het dus heel goed, maar we kunnen echt voorop gaan lopen als we de besluitvorming weten te versnellen. Dat is een belangrijk verbeterpunt.'

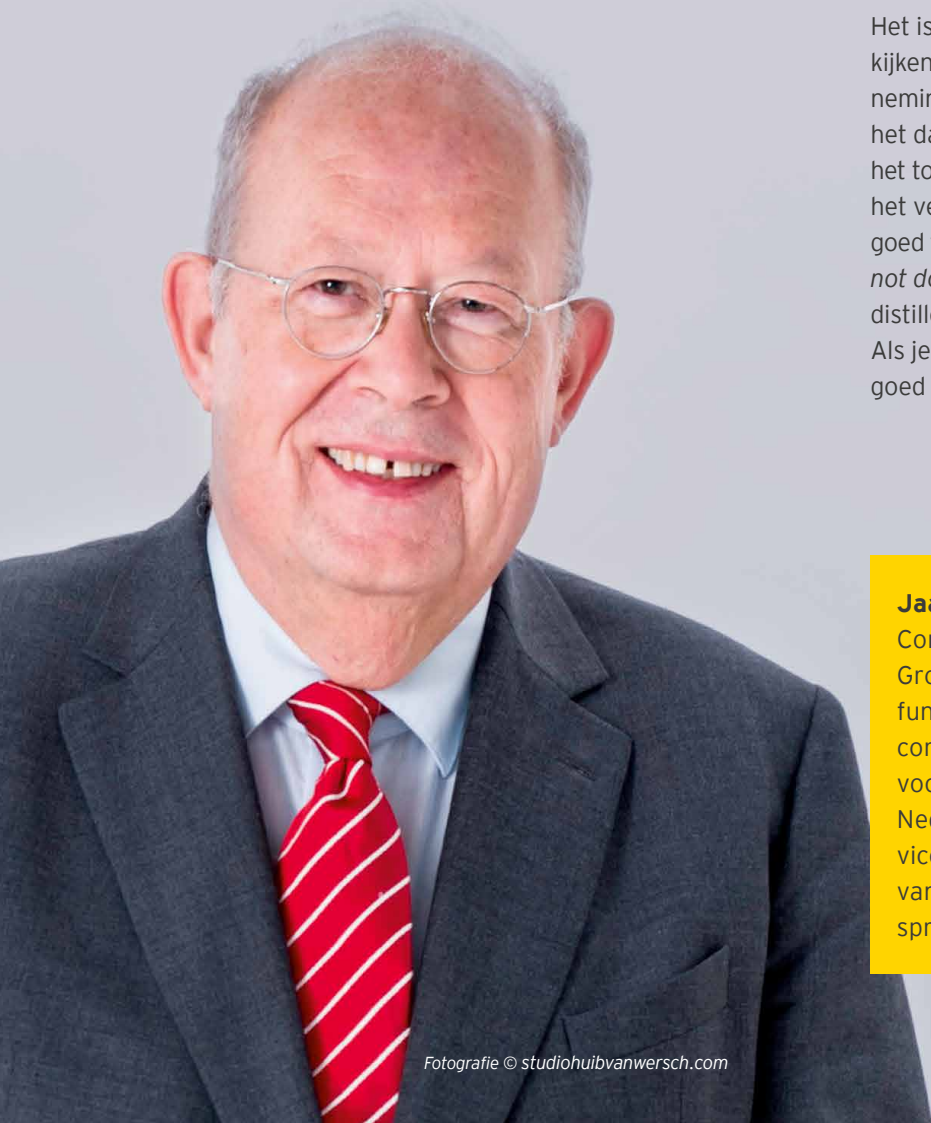
## **Heeft u ook een verbeterpunt voor commissarissen?**

'Mijn ervaring is dat commissarissen, en ook bestuurders trouwens, heel erg naar het eigen bedrijf en naar de eigen sector kijken. Consultancy-bedrijven laten je ook vaak benchmarken met de bekende concurrenten. En dat terwijl de disruptie vaak vanuit andere sectoren komt. Neem Whatsapp. Telecombedrijven waren een significant deel van de tijd vooral druk met zichzelf bezig en ondertussen nam Whatsapp de markt over. Een businessmodel kan nooit duurzaam zijn als alleen maar vanuit de eigen sector wordt gedacht. En zonder duurzaamheid geen langetermijnwaardecreeatie. Mijn devies is dus: kijk vooral ook buiten de eigen sector.'

“

We hebben er duidelijk voor gekozen om veel open te laten in de code’

Jaap van Manen



'Het is belangrijk om een code te hebben die ervoor zorgt dat een aantal belangrijke onderwerpen duidelijk en consequent op de agenda staan van commissarissen, bestuurders en aandeelhouders. Dat maakt het eenvoudiger om belangrijke, en soms gevoelige, thema's te adresseren.

Commissarissen hebben de afgelopen jaren zeer intensief deelgenomen aan debatten over de herziene code. De code is op die manier heel erg gaan leven in de kringen van toezichthouders. Ik wil niet zeggen dat het tot enorme gedragsveranderingen heeft geleid, maar een thema als langetermijnwaardecreatie heeft de code toch heel duidelijk op de agenda van commissarissen kunnen krijgen, voor zover dat nog nodig was. Uiteraard is de code niet perfect en is het bovendien een levend document. We hebben er duidelijk voor gekozen om veel open te laten in de code. Dat is belangrijk, zeker op het gebied van langetermijnwaardecreatie. Daarbij zijn ondernemerschap en keuzevrijheid namelijk ook heel belangrijk, zolang maar transparantie bestaat over de gemaakte keuzen.

Het is als commissaris in ieder geval goed om te blijven kijken naar de aansluiting van het verhaal dat de onderneming vertelt en de achterliggende werkelijkheid: gaat het daadwerkelijk over langetermijnwaardecreatie of is het toch vooral een verhaal voor de bühne? Daarnaast is het verstandig om de maatschappelijke verwachtingen goed te blijven volgen. Sigarettenfabrieken zijn inmiddels *not done*, maar hoe zal dat gaan met benzinepompen, distilleerderijen, suikerfabrieken en snoepfabrikanten? Als je in deze tijd wilt overwinnen dan moet je een goed gevoel hebben voor dergelijke ontwikkelingen.'

**Jaap van Manen** is emeritus-hoogleraar Corporate Governance aan de Rijksuniversiteit Groningen en bekleedt meerdere bestuursfuncties en commissariaten. Hij is onder andere commissaris bij APG Groep. Hij was tot voor kort voorzitter van de Monitoring Commissie van de Nederlandse Corporate Governance Code en vicevoorzitter van de raad van commissarissen van De Nederlandsche Bank. In deze bijdrage spreekt hij op persoonlijke titel.

# Het meten van langetermijnwaarde: niets zo praktisch als een goede theorie

Langetermijnwaardecreatie vormt inmiddels een rode draad in corporate governance codes, onder andere in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. En zelfs in de op aandeelhouders georiënteerde Verenigde Staten dringt 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 teveel 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. In dit artikel wordt de achtergrond en kern van het EPIC-project geschetst.



“

## Langetermijn- waardecreatie wordt nog teveel als een vaag begrip gezien

### **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 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 bredere maatschappij, nu en op de langere termijn?



**Barend van Bergen** is partner bij EY Londen en wereldwijd verantwoordelijk voor de ontwikkeling van de methodologie op het gebied van langetermijnwaarde. Hij is nauw betrokken bij het *Embankment Project for Inclusive Capitalism (EPIC)*.

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 teveel 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.

“

## Ook accountantskantoren moeten aan de slag om relevant te blijven voor hun klanten

### De genesis van het EPIC-initiatief

Om een betere balans tussen de korte en lange termijn te realiseren en de vier uitdagingen het hoofd te kunnen bieden is het meten van langetermijnwaarde dus

essentieel. Accountantskantoren kunnen daarbij een wezenlijke rol vervullen. Zij hebben immers meer dan 100 jaar ervaring in het meten, rapporteren en controleren van financiële waarde. Maar ook zij moeten aan de slag om relevant te blijven voor hun klanten. In het boek 'The End of Accounting' uit 2016 stellen Baruch Lev en Feng Gu namelijk dat de wereld van accounting om tal van redenen niet heel innovatief is. En dat terwijl de hierboven geschetste ontwikkelingen om fundamentele veranderingen vragen in de manier van meten van waarde. Dit onderwerp stond lange tijd nauwelijks op de agenda van de regelgevers. Daarom was er behoefte aan een initiatief van - en voor - de markt, samen met bedrijven en investeerders. In maart 2017 werd het onderwerp plots zeer actueel tijdens de overnamestrijd rond Unilever. Dat was in de financiële wereld een belangrijk moment. Polman slaagde erin investeerders ervan te overtuigen dat de geboden premium veel te laag was, omdat Unilever op de lange termijn veel waarde creëert. Toch bleek toen dat die waarde op de lange termijn onvoldoende meetbaar was. Geschikte taal en indicatoren ontbraken. Dit was mede de reden waarom het EPIC-project van de grond is gekomen (zie kader).

### Het EPIC-project in het kort

EPIC staat voor *Embankment Project for Inclusive Capitalism*. Het EPIC-project is 18 maanden geleden geïnitieerd door Lady Lynn Forester de Rothschild (oprichtster van de *Coalition for Inclusive Capitalism*) en een tiental CEO's. Zij kwamen bijeen op het hoofdkantoor van Unilever, te Victoria Embankment, om een praktische bijdrage te leveren aan de discussie rondom langetermijnwaardecreatie. Het initiatief is uitgegroeid tot een samenwerking tussen 11 pensioenfondsen en verzekeraars (asset owners), 11 beleggers (asset managers) en 9 bedrijven (asset creators), waaronder Allianz, BlackRock, Amundi, JP Morgan, BASF, Novartis en Pepsi. Zij hebben 63 indicatoren en een raamwerk ontwikkeld dat organisaties helpt om langetermijnwaardecreatie te meten en communiceren. Met de onlangs verschenen slotverklaring onderstrepen de bestuursvoorzitters van de 31 deelnemende organisaties, die gezamenlijk 2 miljoen werknemers in dienst hebben en meer dan 30 biljoen USD vermogen beheren, het belang van het meten van langetermijnwaarde factoren in vier gebieden: talent, innovatie, maatschappelijke doelstellingen en corporate governance. Voor meer informatie, zie: [www.epic-value.com](http://www.epic-value.com) en [www.ey.com](http://www.ey.com)



### De uitkomsten van het rapport

Het EPIC-rapport levert een aantal indicatoren die kunnen worden gebruikt in vier waardecategorieën (*financial value*, *consumer value*, *human value* en *societal value*). Partijen in de hele keten geven aan dat die categorieën relevant zijn voor de langetermijnwaarde. Er zijn letterlijk duizenden indicatoren die kunnen worden gebruikt. Het unieke aspect van het EPIC-project is dus niet zozeer dat er indicatoren zijn bepaald, maar wel dat de 31 partijen zich hebben geschaard achter 63 indicatoren waarvan men vindt dat ze een link, correlatie of causaal verband hebben met langetermijnwaardecreatie. De indicatoren vormen echter geen panklare oplossing. Bedrijven moeten

zelf nadenken over welke specifieke indicatoren ze willen hanteren en presenteren op basis van hun specifieke omstandigheden. Daarvoor kunnen ze de in het rapport ontwikkelde methodologie gebruiken. De set van 63 indicatoren is een goede aanzet die daarbij ter harte kan worden genomen. Ook maakt het stappenplan duidelijk welke indicatoren achterwege kunnen blijven. Het helpt dus om gericht te rapporteren. Het leidt dus niet tot meer rapportage, maar tot betere rapportage. Hier blijkt: niets zo praktisch als een goede theorie.

### Hoe nu verder?

Het EPIC-project biedt uiteraard geen alomvattend antwoord op de economische

en maatschappelijke relevante vraag wat de juiste balans is tussen waardecreatie op korte en lange termijn. Het raamwerk en de indicatoren zullen bedrijven wel helpen om uit te leggen hoe hun investeringen in talent, innovatie, maatschappelijke doelstellingen en corporate governance waarde creëren voor beleggers en andere belanghebbenden. Hiermee komt de ondernemingspecifieke uitwerking van langetermijnwaardecreatie een stap dichterbij. Uiteraard is er nog veel werk aan de winkel, maar juist Nederland kan hier met haar ijzersterke pensioensector en bedrijfsleven een belangrijke bijdrage aan leveren. Wij nodigen investeerders en bedrijven dan ook uit om de resultaten van het EPIC-project te gebruiken in hun bedrijfsvoering. Dat kan bijvoorbeeld bij het vormgeven en uitvoeren van beleggingsmandaten, het aanscherpen van strategische plannen en het communiceren van waardecreatie aan belanghebbenden. En daarnaast hopen we dat meer Nederlandse partijen deel gaan nemen aan het vervolg van EPIC dat later dit jaar van start zal gaan.

“

Ondernemingspecifieke uitwerking van langetermijnwaardecreatie komt een stap dichterbij





**Monique Donders** is Country Manager Nederland bij BlackRock. BlackRock is de grootste vermogensbeheerder ter wereld. Het Nederlandse team ondersteunt onder andere banken, vermogensadviseurs, pensioenfondsen en verzekeraars. Donders was eerder Head Institutional Client Business Nederland bij BlackRock, Head of Group Risk Management bij Robeco en hoogleraar Financieel Risico Management aan Maastricht University.

# ‘Het is tijd voor een gemeenschappelijke taal’

BlackRock is overtuigd van het belang van een gemeenschappelijke taal voor het meten van langetermijnwaarde. Daarom participeert BlackRock in diverse initiatieven die werken aan het ontwikkelen van zo'n gemeenschappelijke taal. Het EPIC-project (zie vorig artikel) is een van de initiatieven waaraan BlackRock deelneemt. Barend van Bergen (partner EY Londen en nauw betrokken bij het EPIC-project) interviewde Monique Donders over langetermijnwaardecreatie en de rol van vermogensbeheer.

## **Vermogensbeheerders geven regelmatig aan dat de korte termijn te veel overheerst, terwijl we met z'n allen vinden dat de lange termijn belangrijk is?**

‘Dat klopt. Als vermogensbeheerder beleggen wij namens onze klanten in bedrijven en roepen hen regelmatig op om voor de langetermijn te investeren in hun bedrijf, in plaats van bijvoorbeeld op korte termijn te denken en winst uit te keren. Soms beïnvloedt het regelgevingskader echter ook het denken op korte termijn. Zo hebben pensioenfondsen bijna per definitie een langetermijnfocus, vanwege de duur van hun verplichtingen. Maar ze moeten wel jaarlijks op basis van hun beleidsdekkingsgraad bepalen of ze pensioenen gaan korten of niet. Als de toezichthouder het gedachtegoed van langetermijnwaardecreatie omarmt, dan zou zij er ook voor moeten zorgen dat het toezichtskader daarmee consistent is. Dat is nu nog niet altijd zo. Maar het is een ingewikkelde discussie, want je wilt ook voorkomen dat daardoor ongewenste waardeoverdracht tussen generaties plaatsvindt.’

## **In hoeverre heeft BlackRock zelf een focus op de lange termijn?**

‘BlackRock heeft een sterke focus op langetermijnwaardecreatie, ook omdat meer dan twee derde van onze klanten langetermijnbeleggers zijn, zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

Als asset manager zijn we *fiduciary* voor klanten: we hebben geen eigen balans en handelen uitsluitend in het belang van onze klanten, de *asset owners*. Daarmee hebben we bijna automatisch een focus op de lange termijn. Onze CEO en chairman Larry Fink stuurt elk jaar een brief naar CEO's van beursgenoteerde bedrijven. De rode draad daarin is dat hij CEO's oproept te investeren voor de lange termijn en daarover te communiceren met alle stakeholders. Hiermee behartigen we de belangen van onze klanten: als deze bedrijven het goed doen, vormen ze goede investeringen voor onze klanten. Daarmee draagt het streven naar langetermijnwaardecreatie bijvoorbeeld ook bij aan een betere oudedagsvoorziening van deelnemers in een pensioenfonds.’

## **In hoeverre conflicteren op korte termijn gerichte financiële doelstellingen met maatschappelijke waardecreatie?**

‘Het is belangrijk om financiële doelstellingen en maatschappelijke langetermijnwaardecreatie niet als tegengestelde doelen te zien. Larry Fink geeft in zijn laatste twee brieven aan dat elk bedrijf een kader moet hebben om in dit lastige klimaat op koers te blijven. Dat begint met het integreren van het hebben van een hoger doel voor het bedrijf, de zogenaamde *purpose*. Wat is het bestaansrecht van het bedrijf en hoe vertaalt zich dat in het verdienmodel en de bedrijfsstrategie?’

## Kunt u dat wat verder uitleggen?

Wanneer een bedrijf goed begrijpt en kan overbrengen wat de purpose is, dan functioneert het met de doelgerichtheid en strategische discipline die nodig zijn voor het behalen van winst op de lange termijn. Purpose brengt het management, werknemers en de maatschappij op een lijn. Het geeft richting aan de cultuur, biedt een kader voor consistente besluitvorming en draagt uiteindelijk ook bij tot het op peil houden van rendementen op de lange termijn voor de aandeelhouders van het bedrijf. Voor BlackRock liggen daarmee financiële doelstellingen en maatschappelijke langetermijnwaardecreatie in elkaars verlengde.'

“

Soms beïnvloedt het regelgevingskader ook het denken op korte termijn

**In de ideale wereld zijn financiële doelstellingen en maatschappelijke doelstellingen hetzelfde. Maar er zijn ook situaties waar die twee waarden niet tegelijkertijd aan de orde zijn en waar conflicten en dilemma's bestaan. Hoe ziet u dat?**

'Neem de tabaksindustrie. Vanuit maatschappelijk perspectief zou je daar misschien liever niet in beleggen, maar die industrie heeft de afgelopen jaren een hele stevige performance laten zien. Het is een ingewikkelde discussie. Als klanten daar om redenen van maatschappelijke waarden niet in willen beleggen, dan kunnen zij dat aan ons kenbaar maken en dan houden we daar rekening mee. Wij zien het als wereldwijde speler echter niet als onze taak om onze klanten in de volle breedte te verbieden om in dergelijke sectoren te beleggen.'

“

Wij hebben bijna automatisch een focus op de lange termijn

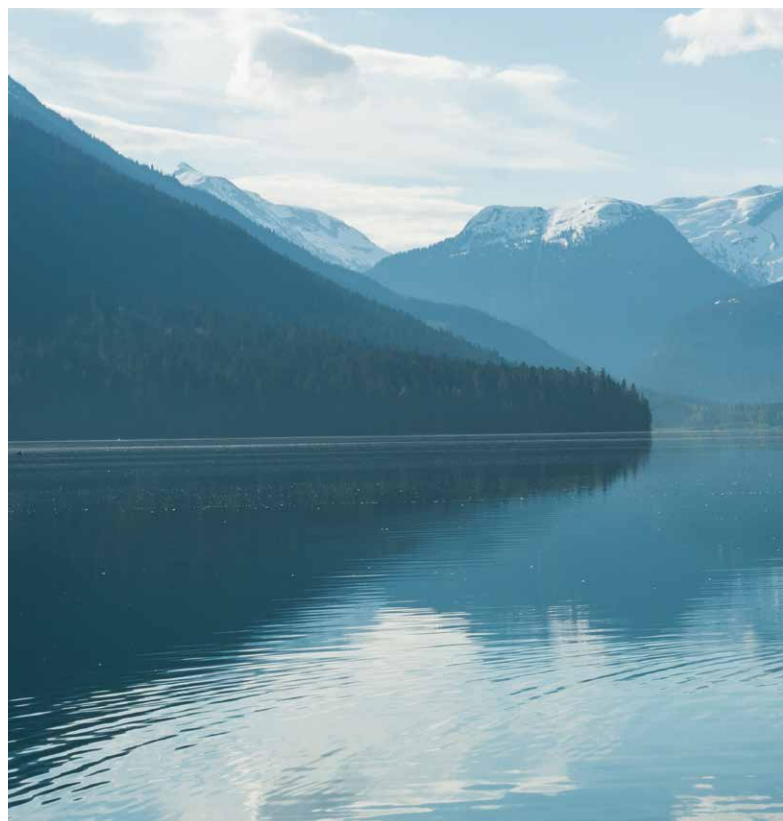
## Hoezo?

'Nederland loopt voor op veel andere landen op het gebied van *sustainable investing*. Nederlandse klanten vervreemden we dus niet van ons als we niet in tabak en wapens beleggen. We zijn echter niet alleen in Nederland actief en wij vervreemden klanten op andere plekken wel van ons als wij een moreel

standpunt innemen. En in sommige landen ben je als fiduciair manager verplicht om het beste rendement na te streven voor je klanten. Maar er zijn ook onderwerpen die wat minder eendimensionaal en controversieel zijn, bijvoorbeeld de energietransitie of diversiteit. Daar kan het aangaan van de dialoog met bedrijven waarin we beleggen zeker effect hebben. Ons *investment stewardship team* voert belangrijke dialogen, niet altijd in de openbaarheid, met bedrijven waarvan we de strategie beter willen begrijpen. Juist als grote langetermijnbelegger zijn we uitstekend gepositioneerd om die gesprekken aan te gaan. Ook voor die gesprekken geldt dat ze beter verlopen als we dezelfde taal spreken, met andere woorden: als we het eens zijn over de manier waarop relevante niet-financiële data wordt gemeten.'

## Waarom participeert BlackRock in projecten als EPIC?

'We willen een constructieve bijdrage leveren aan het debat rondom langetermijnwaarde, vanuit de praktijk en samen met de 30 andere deelnemers van EPIC. De wereld zal de grootste verschuiving van vermogen in de geschiedenis van de mensheid meemaken: 24.000 miljard dollar gaat van babyboomers naar millennials. Deze verschuiving van de welvaart en de verandering van de voorkeuren van beleggers zullen ertoe leiden dat zaken met betrekking tot milieu, maatschappij en de inrichting van bedrijven, oftewel ESG, van steeds groter belang worden voor de economische waardering van bedrijven. Dit is een van de redenen waarom BlackRock veel investeert in de verbetering van de beschikbare data en analysemethoden om deze factoren te meten en we zijn bezig deze volledig te integreren in ons beleggingsplatform.'





“

## Het EPIC-stappenplan sluit aan bij de manier waarop BlackRock denkt over het creëren van langetermijnwaarde

### Hoe helpt EPIC daarbij?

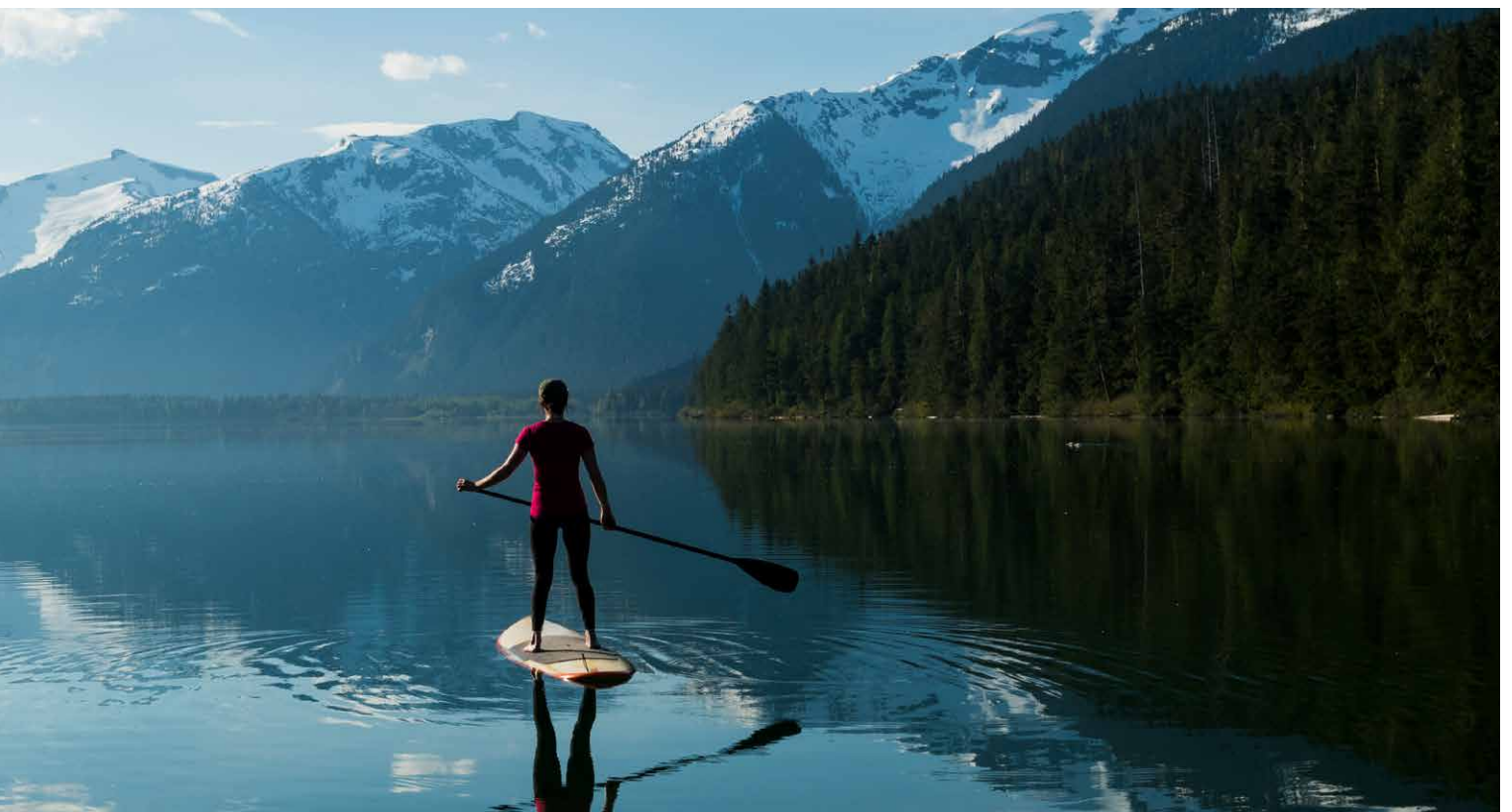
‘Voor onze actieve beleggingsstrategieën hebben we aan alle portefeuillemanagers gevraagd duidelijk te formuleren hoe ze deze niet-financiële data meenemen in hun portefeuilleconstructieproces. Een consistente set van maatstaven om die niet-financiële data te meten, draagt bij aan de kwaliteit van dit proces. Het EPIC-stappenplan sluit aan bij de manier waarop BlackRock denkt over het creëren van langetermijnwaarde als belegger en als fiducair voor haar klanten, die op hun beurt ook veelal langetermijnbeleggers zijn. Het handen en voeten te geven aan het formuleren van een langetermijnstrategie juichen wij daarom van harte toe. Betere en consistente rapportage, omarmd door een groot aantal partijen, kan iedere belegger alleen maar verwelkomen. Het is heel belangrijk om een gezamenlijke taal te gaan spreken. Het feit dat die taal er niet is leidt heel erg af van de kern van de zaak. Dan is er altijd een uitvlucht om nog maar niet mee te doen omdat we toch niet kunnen meten. Een consistent en coherent raamwerk als EPIC is daarin heel instrumenteel.’

### Hoe gaan jullie hiermee verder?

‘We werken verder aan het integreren van niet-financiële data in ons Aladdin-systeem, het platform dat we door de hele organisatie heen gebruiken voor portefeuilleconstructie, risicomangement en rapportages aan klanten. We ontwikkelen ook steeds meer oplossingen voor klanten die een basis hebben in het gebruik van ESG-gerelateerde informatie. Daarnaast zijn we, waar mogelijk, steeds actiever en vocaler over hoe BlackRock als bedrijf de focus op langetermijnwaardecreatie omarmt.’

### Het blad Zicht op Toezicht richt zich met name op commissarissen en toezichthouders. In hoeverre kunnen zij bijdragen?

‘Commissarissen moeten zich richten op de strategische richting van de ondernemingen, en daarbij op de balans tussen de korte en lange termijn. Wij verwachten dat commissarissen actief de dialoog aangaan met het management over hun purpose, de rol van investeerders en andere belanghebbenden en hoe dit zich vertaalt in langetermijnwaardecreatie. Commissarissen zouden langetermijnwaardecreatie expliciet moeten meenemen in hun toetsingskader en niet uitsluitend toetsen op kortetermijndoelstellingen. Projecten zoals EPIC zorgen voor een gemeenschappelijke taal en indicatoren, zodat ondernemingen op concrete wijze kunnen communiceren over hun gevoerde beleid en toekomstige plannen. Dit helpt beleggers bij het nemen van beleggingsbeslissingen en andere belanghebbenden bij het vormen van een oordeel over de onderneming.’





# Waar zit de pneuma?

Een commissaris moet de dynamiek van een onderneming tot in de haarvaten ervaren, anders levert hij onvoldoende toegevoegde waarde. De commissaris moet dus weten hoe de sector in elkaar zit en hoe de onderneming daarin beweegt. Daarin ligt echter een grote uitdaging, want de omgeving verandert meer dan ooit tevoren. Een essay over schuivende panelen, het veranderende tijdperk en bovenal: pneuma.

## Schuivende panelen

De posities van ondernemingen in de samenleving zijn onderhevig aan schuivende panelen. Die panelen zijn: politiek, ondernemingen, wetenschappelijke en kennisinstituten en *civil society*.

“

Een commissaris moet de dynamiek van een onderneming tot in de haarvaten ervaren

Laten we beginnen met de politiek, het eerste schuivende paneel. De politiek is tegenwoordig sterk versplinterd. De overheid maakt echter steeds meer afspraken met de samenleving. Er worden akkoorden gesloten op het gebied van mobiliteit, pensioenen, energie, klimaat en zorg. Als het lukt om een akkoord te sluiten met partijen die een groot deel van de maatschappij vertegenwoordigen, dan is er draagvlak voor de langere termijn en is een gang naar de Tweede Kamer onnodig.

Het tweede schuivende paneel: de ondernemingen. Ondernemingen zijn zich van oudsher bewust hoe ze zich moeten aanpassen aan maatschap-



**Steven van Eijck** is vicevoorzitter van de Maatschappelijke Alliantie, algemeen voorzitter van RAI Vereniging Mobiliteitsindustrie, voorzitter van STIVA (Stichting Verantwoorde Alcoholconsumptie) en is sinds september 2018 kroonlid van de Sociaal-Economische Raad (SER). Hij is tevens vicevoorzitter van de raad van commissarissen van EY. Daarnaast bekleedt hij diverse adviesfuncties. Van Eijck was bovendien staatssecretaris van Financiën in 2002-2003.

pelijke wensen. Zij worden er immers meteen op afgerekend. De ondernemingen zijn zich in de afgelopen jaren dus duurzamer gaan gedragen. Maatschappelijk onverantwoord ondernemen bestaat eigenlijk al niet meer. Dat betekent immers het einde van de onderneming. Ondernemingen nemen op deze manier een deel van de taken van de overheid over.

Het derde schuivende paneel: de kennisinstellingen, raadgevende instituten en adviesorganen. Die zijn hun geloof-

waardigheid op de een of andere manier behoorlijk kwijtgeraakt. Gedragen wetenschap van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, Raad van State et cetera heeft nauwelijks nog impact. Zelfs mensen waarvan je het niet verwacht opperen soms dat 'wetenschap ook maar een mening' is. Het blindvaren op wetenschap is verdwenen.

Het vierde en laatste schuivende paneel is de zogenaamde *civil society*: vakbonden, goededoelenorganisaties, kerken en dergelijke. Die zijn ook bezig met herijking.

De centrale overheid hevelt taken over naar gemeenten die daar onvoldoende voor zijn toegerust en gaan daardoor een beroep doen op de *civil society*.

Kortom, deze vier panelen zijn sterk verschoven en verschuiven nog steeds. Een commissaris zal in zijn toezicht houdende functie goed moeten beseffen hoe deze verschuivingen een invloed hebben op de onderneming en het toezicht. Daarnaast is het belangrijk om je te realiseren wat de veranderingen in de wereld zijn.



“  
De menselijke  
waardigheid moet  
een essentieel  
onderdeel zijn van  
duurzaam denken  
en ondernemen

### Het veranderende tijdperk

De veranderende wereld beëindigt oude tijdperken. We hebben altijd geleefd in tijdperken van veranderingen. De industriële revoluties zijn daarvan een voorbeeld. Maar we leven nu in een 'veranderend tijdperk'. Dat is iets anders. Als een tijdperk aan zijn einde komt dan komt er een totaal ander tijdperk. Maar nu verandert alles tegelijkertijd. Hoe zit dat?

### We gaan van bezit naar gebruik

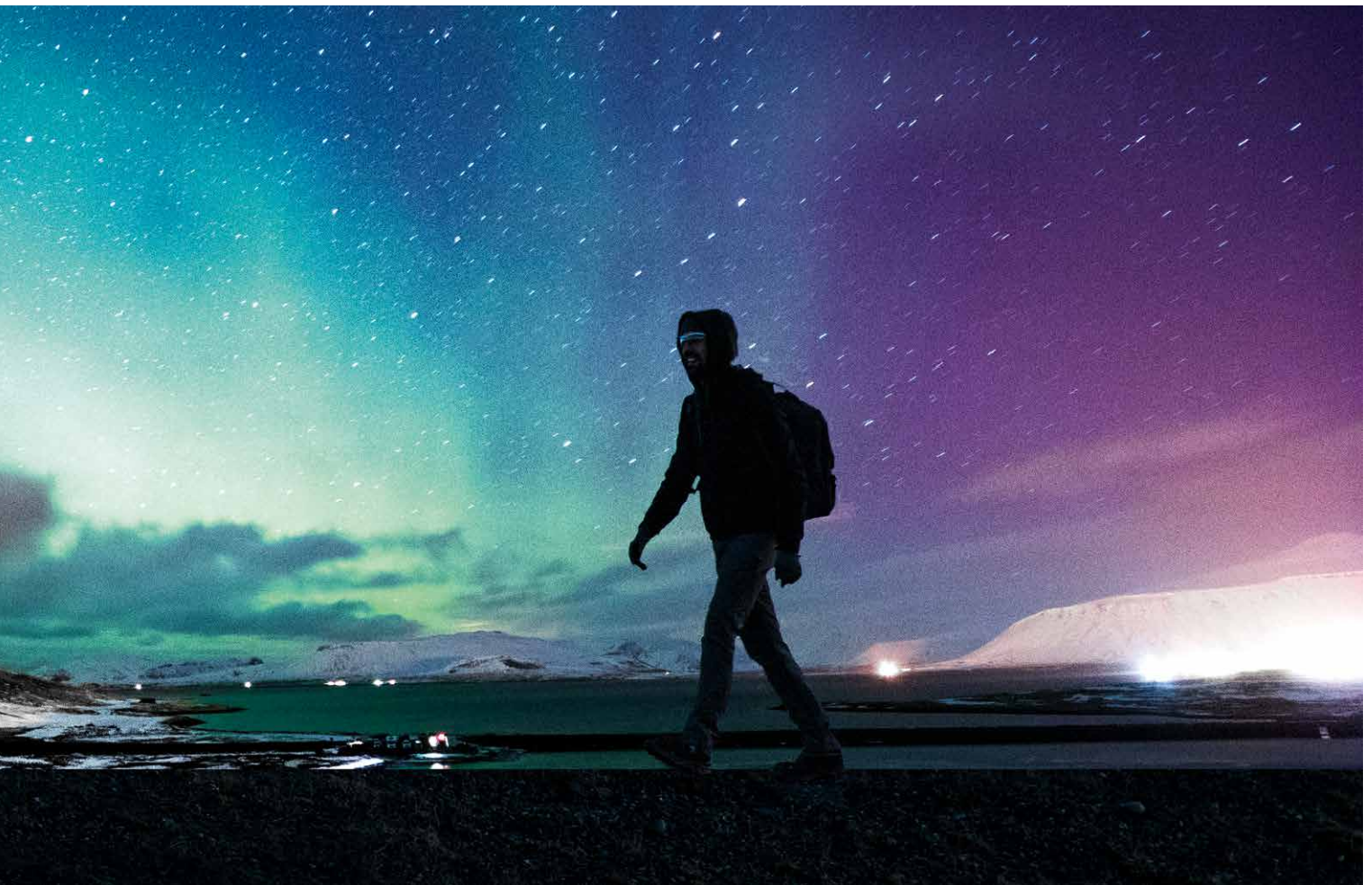
Veel van de grootste ondernemingen ter wereld hebben bijna geen bezittingen. Uber bezit geen taxi's. En er komen nu ook pakketjesvervoerders, volgens dezelfde formule, dus zonder eigendom. Ook Amazon is vooral een doorgeefluik van producten. Trivago heeft geen hotels, maar is wel de grootste hotelketen ter wereld. De definitie en vastlegging van de waarde van hedendaagse bedrijven is onvergelijkbaar met die van traditionele bedrijven. Hoe raakt dat het toezicht van de commissaris? Hoe zit het bijvoorbeeld met de waarderinggrondslag? En hoe

vluchtig zijn die bedrijven? Meer dan een half miljoen mensen hebben recentelijk Facebook verlaten. Wat zegt dat dan over de waardering? En hoe kun je in het toezicht rekening houden met deze ontwikkelingen?

### We gaan van een lineaire naar een circulaire economie

De wereldwijde tendens beweegt richting circulariteit. De rekening wordt immers straks neergelegd bij de ondernemingen die niet circulair werken. Productonderdelen worden al steeds meer ontwikkeld met het oog op hergebruik. Ook belastingmaatregelen worden meer afgestemd op duurzaamheid, onder andere via het idee *New Era New Plan*: belasting op inkomen en vermogen gaan omlaag en verbruiksbelasting gaat omhoog. Zelfs de Paus roept, in de encycliciek *Laudato Si*, op om kleur te bekennen. Dat heeft zeker invloed. Ook komt het *Platform Accelerating Circular Economy* (PACE) naar Nederland. Dat werd onlangs in Davos aangekondigd. Het brengt de





mogelijkheid dichterbij om van Nederland een topland te maken op het gebied van circulaire economie. Allemaal belangrijke fascinerende bewegingen. Het behoeft natuurlijk geen betoog dat dit ook een grote invloed heeft op het werk van de commissaris.

#### **Het fossiele tijdperk loopt af**

We gaan naar oneindige energiedragers. Zon- en windenergie gaat er zonder twijfel komen, maar we moeten grootser een meeslepender denken. Zo kunnen we van Nederland een waterstofland maken. Welke bewegingen zijn zichtbaar? Ook toezichhouders kunnen hier proactieve prikkels uitdelen.

#### **Van digitaal naar internet of everything**

Hoe ver zal de digitalisering doorzetten? Waar stopt het? En wat betekent een verkeerd gebruik van data voor de waarde van een organisatie? We staan nog niet eens aan het begin van een gedachtenvorming daarover. En daar moeten toch echt antwoorden op komen.

Tijdperken veranderen dramatisch, en het is nog nooit vertoond dat het allemaal tegelijk gebeurt. Dat maakt dat we in een veranderende wereld leven en niet in een wereld van veranderingen. Alles hangt nu met elkaar samen.

“

## **De veranderende wereld beëindigt oude tijdperken**

### **Pneuma essentieel voor duurzaam denken**

Bisschop Ad van Luijn introduceerde het begrip 'pneuma' als vierde 'p' binnen maatschappelijk verantwoord ondernemen, naast 'people', 'planet' en 'profit'. Pneuma is Grieks voor lucht of adem. Maar in religieuze zin betekent het 'ziel'. Het basale idee is dat de menselijke waardigheid een essentieel onderdeel

moet zijn van duurzaam denken en ondernemen. Waar ligt de werkelijke toegevoegde waarde van de onderneming? Dat vraagt om zelfreflectie en belangrijke keuzes. En uiteraard bepalen ook externe invloeden voor een belangrijk deel wat de waardeontwikkeling van de onderneming wordt. Echter, die waarde is slechts voor een deel nog rekenkundig te verklaren. Daar zit steeds meer ook die vierde p in. Ook hier ligt een belangrijke uitdaging voor het toezicht.

### **Wat nu?**

Het zijn van commissaris moet je passie zijn. Je moet je steeds afvragen waar je als commissaris waarde kunt toevoegen. Afstand en reflectie zijn daarbij belangrijk. Een commissaris moet daarvoor veel luisteren naar reguliere stakeholders, maar zeker ook naar andersdenkenden. Wat mij betreft moeten we meer ontwikkelen naar een vertrouwen op pneuma.



# Het Europees financieel systeem en langetermijnwaardecreatie: tijd voor een heroverweging?

Jan Niewold en Martijn de Jong

De consequenties van de veranderingen in ons ecosysteem, zoals klimaatverandering en uitputting van grondstoffen, leiden ons noodzakelijkerwijs naar het pad van duurzaam ondernemen.

Duurzaam ondernemen en langetermijnwaardecreatie zijn begrippen die naadloos op elkaar aansluiten. Beide concepten zijn momenteel *hot topics*, onder meer door de publicatie van de Nederlandse Corporate Governance Code 2016, die in januari 2017 van kracht is geworden. Het concept van langetermijnwaardecreatie staat centraal in de herziene code. Voor de raad van commissarissen is langetermijnwaardecreatie van cruciaal belang bij het bepalen van, en het toezicht houden op de langetermijnstrategie van het bedrijf, het bedrijfsmodel, het risico- en stakeholdermanagement, de bedrijfscultuur, de rapportage en het intern beleid.

“

**Europese kapitaalmarkten spelen een essentiële rol bij de overgang naar duurzaam ondernemen**

De Europese kapitaalmarkten spelen een essentiële rol bij de overgang naar duurzaam ondernemen. In dit artikel gaan we in op drie onderwerpen die hierbij van belang zijn:

- 1** We onderzoeken de meest recente duurzaamheidstrends binnen ons financieel systeem, rekening houdend met veranderende sociale verwachtingen, toenemende milieudruk, de commitment aan het Klimaatverdrag van Parijs (hierna: COP21) en de UN Sustainable Development Goals (hierna: SDG's).
- 2** We stellen in hoofdlijnen vast welke acties en maatregelen door de Europese Unie zijn voorgesteld.
- 3** En we identificeren de belangrijkste uitdagingen van ESG-integratie.

## **De impact van duurzaamheidstrends op ons financieel systeem**

We zien een verschuiving van ons huidige waardeparadigma richting meer duurzame bedrijfspraktijken. De prikkels binnen het huidige financieel systeem om bij te dragen aan deze noodzakelijk verschuiving zijn beperkt. Op duurzaamheid gestuurde kapitaalallocatie bevindt zich nog in een vroeg stadium van ontwikkeling. Dit is een reden om de basisprincipes van het Europees financieel systeem opnieuw onder de loep te nemen.



De International Integrated Reporting Council (IIRC) pleit voor de goedkeuring van een 'multi-kapitalistische' benadering door bedrijven, investeerders en andere belangrijke spelers op de kapitaalmarkten. In tegenstelling tot de 'monokapitalistische' focus op aandeelhouderswaarde en financieel kapitaal brengt multikapitalisme het belang van de creatie van sociale en ecologische waarde in lijn met economische waarde. Bovendien zijn ESG (*Environmental, Social & Governance*)-aspecten in dit perspectief niet alleen met elkaar verweven, maar is de onderneming volledig afhankelijk van een 'bloeiende' samenleving. Dit is alleen mogelijk als we opereren binnen de planetaire grenzen van de aarde.

De wereldwijde inzet voor de realisatie van afspraken die voortvloeien uit de COP21 en de UN 2030 Agenda inclusief 17 Sustainable Development Goals is een springplank naar een duurzamere toekomst. De toenemende vraag naar een duurzame bedrijfsvoering door belangrijke stakeholders zoals investeerders, klanten en werknemers ondersteunen de wens tot initiatieven gericht op realisatie van genoemde afspraken. Financiering van de initiatieven om dit alles te realiseren is een belangrijk aandachtspunt. Om de klimaatverandering binnen het 'twee-graden-Celsius-scenario' te houden, is er alleen al in Europa sprake van een investering in opwekking van schone energie van ongeveer 180 miljard euro per jaar voor de komende twee decennia en daarna. Deze financiering

is door de publieke sector niet te faciliteren. De rol van de financiële sector is essentieel bij het leiden en financieren van de ESG-integratie in onze economie gericht op een duurzame en langetermijnbeleggingshorizon.

De behoefte aan systeemverandering in de financiële sector om tegemoet te komen aan de omstandigheden van de 21ste eeuw is nu groter dan ooit en vraagt dan ook om een heroverweging van het huidige financiële systeem.

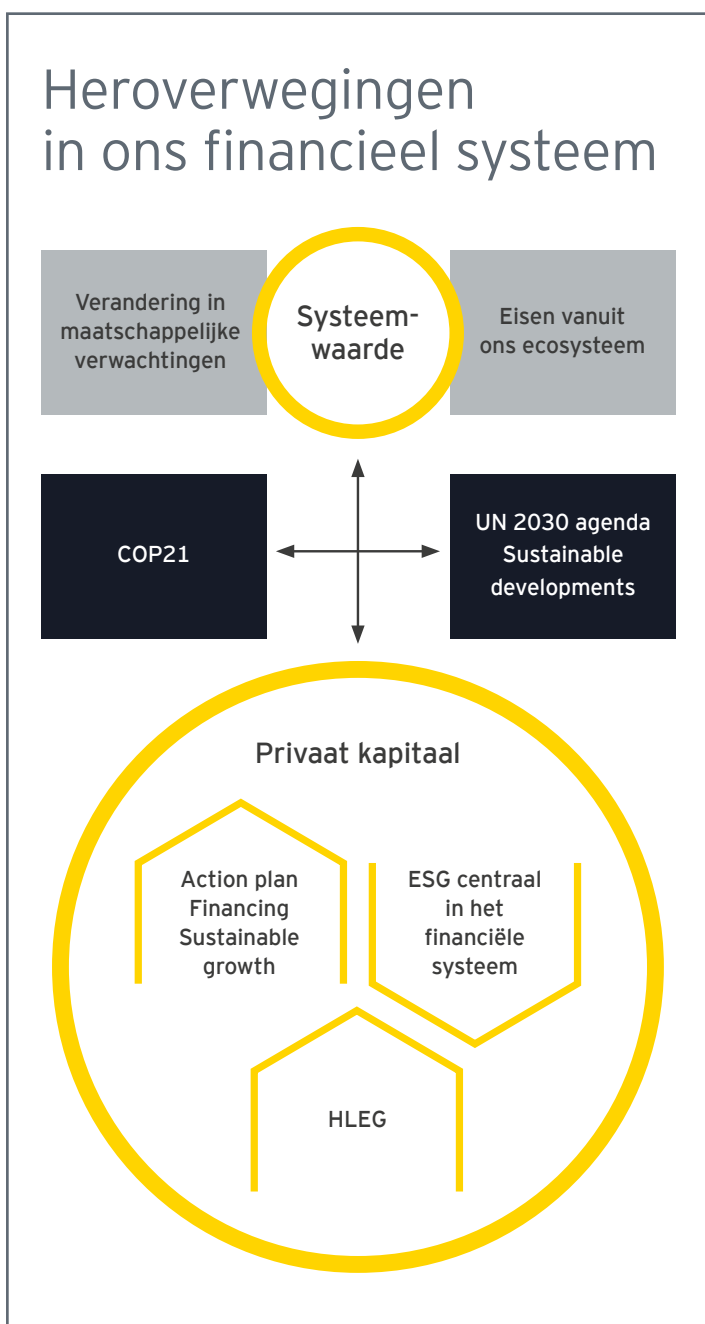
### **Acties en voorgestelde maatregelen van de Europese Commissie**

De noodzaak tot verandering naar een meer duurzame economie is binnen de EU een belangrijk thema. In december 2016 heeft de Europese Commissie de *High-Level Group on Sustainable Finance* ingesteld, met onder meer deskundigen uit de financiële sector en de academische wereld. Hun *Action Plan for Sustainable Finance* werd in 2018 door de Europese Commissie goedgekeurd en bevat een pakket maatregelen:

- ▶ De invoering van een uniform EU-classificatiesysteem ('taxonomie') van duurzame economische activiteiten.
- ▶ Het verbeteren van de toelichtingsvereisten met betrekking tot het ESG-risicomanagement van institutionele beleggers.
- ▶ Het creëren van een nieuwe categorie benchmarks, waarmee beleggers vergelijkingen kunnen maken van de CO<sup>2</sup>-voetafdruk van hun beleggingen.

# “ De behoefte aan systeemverandering in de financiële sector is groter dan ooit

Het algemene doel van de maatregelen is om ESG-factoren meer datagedreven en vergelijkbaar te maken in de hele waardeketen. Daarnaast worden private beleggers beter gefaciliteerd bij hun investeringsbesluiten door ESG-factoren meer zichtbaar te maken.



## Uitdagingen van ESG-integratie

ESG-integratie is een steeds belangrijker onderwerp in de discussie over de financiële prestaties van een bedrijf op lange termijn. Door de toenemende druk op het milieu en de veranderende maatschappelijke verwachtingen is het belangrijk om de uitdagingen in verband met ESG-integratie adequaat aan te pakken. Om dit te faciliteren is aanpassing van het huidige financiële systeem aan de nieuwe eisen van deze tijd noodzakelijk. Dit zal het kapitaliseren van de kansen die worden geboden door de ESG-integratie vereenvoudigen en de hieraan verbonden risico's beperken.

De uitdagingen van ESG-integratie hebben betrekking op elke stap van het proces: van het definiëren van een adequate duurzaamheidsstrategie, het integreren van ESG in het besluitvormingsproces tot externe (en interne) communicatie over de inspanningen op het gebied van duurzaamheid.

De eerste uitdaging van ESG-integratie is de bepaling van de duurzaamheidsaspecten in de strategie en waardecreatie van een onderneming. Hierbij zijn elementen als stakeholderdialoog, materialiteitsmatrix en het waardecreatiemodel essentieel omdat deze de relatie tussen financiële en niet financiële doelen en resultaten zichtbaar maken en sturing van de onderneming faciliteren.

Daarnaast is integratie van ESG-aspecten in de dagelijkse besluitvorming een uitdaging op zich. Het integreren van deze aspecten leidt tot een meer holistische benadering van besturen.

Een andere belangrijke stap is de communicatie over de verrichte inspanningen op het terrein van duurzaamheid en de uitkomsten daarvan. Transparante communicatie over deze onderwerpen levert een goede bijdrage in het vertrouwen van de onderneming.

## Conclusie en aanbevelingen

Het stevig verankeren van de beschreven duurzaamheidstrends in de agenda van financiële instellingen zal een positieve invloed hebben op de toekomstbestendigheid van ons financiële systeem. Zoals eerder vermeld, kan en moet de financiële sector een belangrijke rol spelen in de ESG-integratie en daarmee bijdragen aan een betere besluitvorming en waardecreatie op de lange termijn.

## Meer informatie

**Jan Niewold**

Partner Climate Change and Sustainability Services  
E: [jan.niewold@nl.ey.com](mailto:jan.niewold@nl.ey.com)



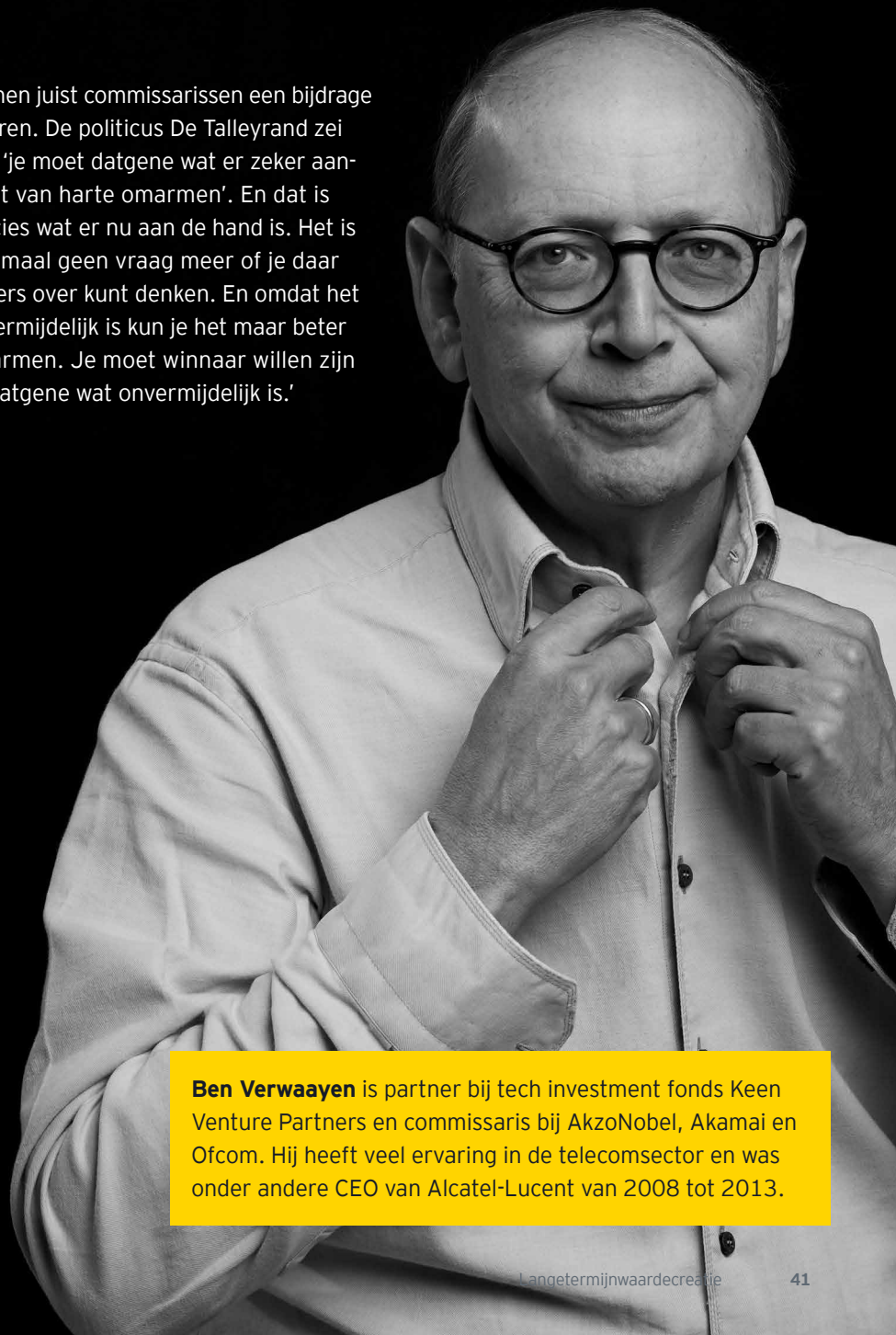
“

# Het onvermijdelijke kun je maar beter omarmen

Ben Verwaayen

‘De muren om ondernemingen verdwijnen. In toenemende mate weten ondernemingen niet meer wie hun concurrenten zijn: in de digitale wereld kan iedereen je concurrent worden. Ook weet een onderneming niet wat de toekomstige producten en diensten zullen zijn die worden verkocht. Het is dus ook steeds minder duidelijk welke mensen een organisatie nodig heeft om succesvol te opereren. Om de juiste talenten te kunnen aantrekken moeten ondernemingen dynamischer worden dan voorheen. Om de producten en diensten te kunnen aanpassen is een duidelijkere antennefunctie nodig. En het moet je ook nog eens gegund worden. Je hebt een *license to operate* nodig. Dat alles vergt een goede dialoog met de samenleving. De rol van commissarissen is om het management bewust te maken van deze veranderingen. En daarbij support en control te bieden. Dat vraagt om het inruilen van het comfort van alledag voor de zekerheid van het ongewisse. We weten zeker dat het gaat veranderen, maar het is vaak onprettig om over te praten. Toch is het een fantastisch perspectief, want wat is nu saaiër dan de routine van alledag? De zekerheid van het ongewisse zien we overal om ons heen in de samenleving, op het gebied van technologie en in wat we wel en niet goed vinden. Op dit gebied

kunnen juist commissarissen een bijdrage leveren. De politicus De Talleyrand zei ooit ‘je moet datgene wat er zeker aankomt van harte omarmen’. En dat is precies wat er nu aan de hand is. Het is helemaal geen vraag meer of je daar anders over kunt denken. En omdat het onvermijdelijk is kun je het maar beter omarmen. Je moet winnaar willen zijn bij datgene wat onvermijdelijk is.’



**Ben Verwaayen** is partner bij tech investment fonds Keen Venture Partners en commissaris bij AkzoNobel, Akamai en Ofcom. Hij heeft veel ervaring in de telecomsector en was onder andere CEO van Alcatel-Lucent van 2008 tot 2013.



# Good governance en langetermijnwaardecreatie in een semipublieke omgeving

Marlène Jans, Annika Galle en Auke de Bos

“

De verkeerde afslag kan leiden tot grote, blijvende schade voor de mensheid

**Marlène Jans** is onder meer director bij RSM Netherlands (GRC) Consultancy en senior research fellow bij Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR).

**Annika Galle** is directeur van het International Center for Financial Law & Governance en daarnaast assistent-professor aan de EUR.

**Auke de Bos** is bestuurder bij Ernst & Young Accountants en tevens hoogleraar aan de EUR.

Een organisatie kan alleen duurzaam bestaan en op lange termijn waarde creëren indien de interne organisatie daar ook goed op is ingesteld. Dat vergt aanpassingen in de governance. In de corporate wereld zijn hiervoor inmiddels slagen gemaakt in de regelgeving. Denk daarbij aan de Corporate Governance Code, waarin de eis tot langetermijnwaardecreatie is opgenomen. Deze eis is ook van belang voor de publieke en semipublieke sector waarin bijvoorbeeld pensioenfondsen, zorginstellingen en woningcorporaties bij uitstek een langetermijndoelstelling hanteren. Hoe kan *good governance* een rol spelen bij duurzame waardecreatie in deze semipublieke organisaties? En op welke wijze kan de interne toezichthouder hieraan een bijdrage leveren?

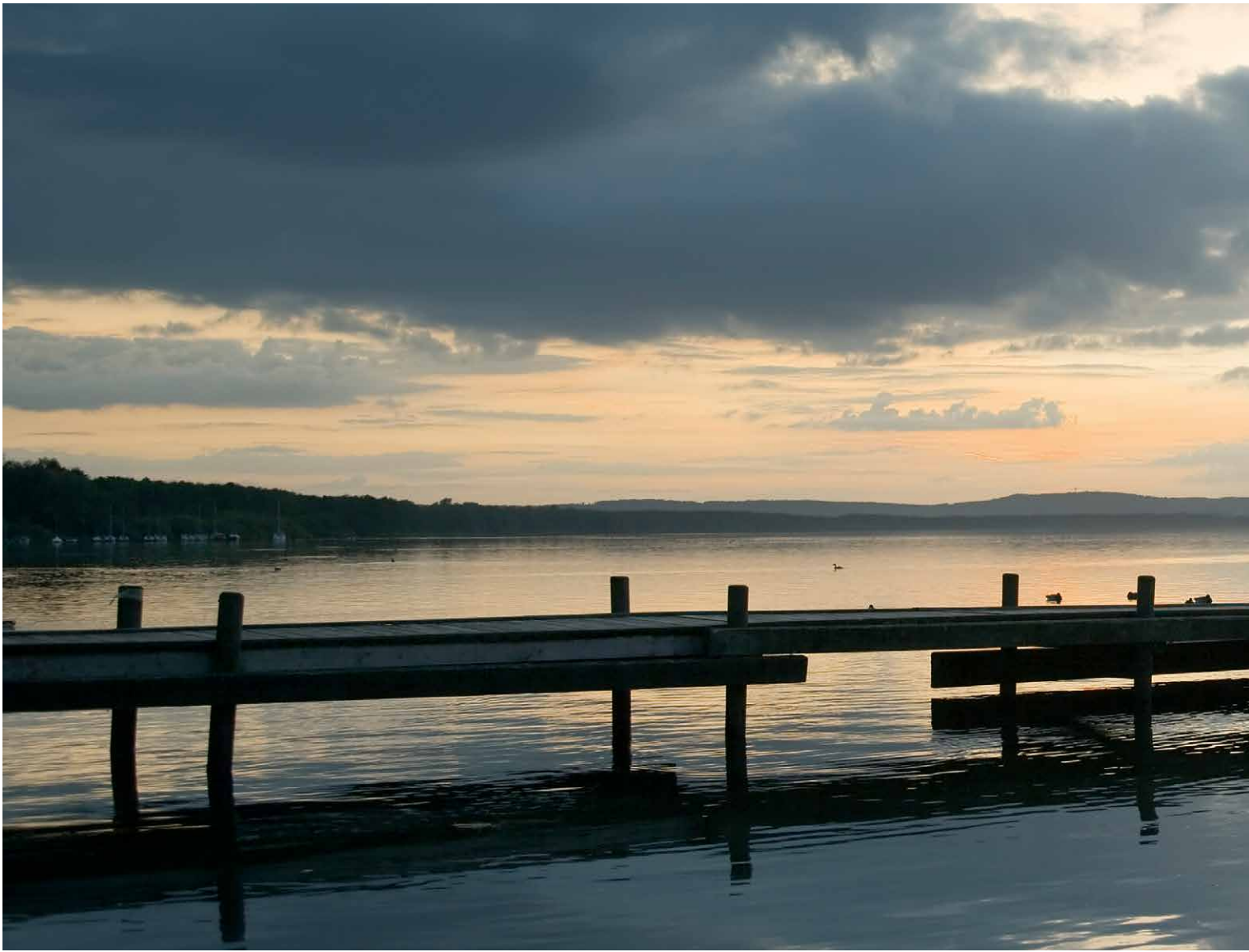
## Lange termijn in de corporate omgeving

Het onderwerp corporate governance, gezien als het geheel van regels dat binnen een onderneming de verhoudingen bepaalt, is inmiddels ruim het niveau van een set spelregels ontstegen. Voor *good governance* wordt bovenop de uitgangspunten van corporate governance ook

gekeken naar de cultuur en de omgang met elkaar op het niveau van management en het interne toezicht. Met de inwerkingtreding van de huidige Corporate Governance Code in 2017 heeft het begrip 'langetermijnwaardecreatie' een plaats gekregen in de Code. In principe 1.1 is uitgewerkt dat het bestuur verantwoordelijk is voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming: *'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.'*

In de bijbehorende best practice bepalingen is vervolgens uitgewerkt dat het bestuur van de beursvennootschap een visie op deze langetermijnwaardecreatie moet ontwikkelen en een daarbij passende strategie moet formuleren. Daarbij wordt opgemerkt dat, afhankelijk van de marktdynamiek, kortetermijnaanpassingen van de strategie nodig kunnen zijn. Bij dit alles is de raad van commissarissen betrokken vanuit de toezichtstaak.





De geest van de code resoneert steeds vaker in de praktijk. Larry Fink is Chairman en CEO van BlackRock, een van de grootste investeerders ter wereld. Hij schrijft jaarlijks een brief aan de CEO's van de ondernemingen waarin door BlackRock wordt geïnvesteerd, en deze brief wordt ook gepubliceerd. Fink dringt sinds 2018 nadrukkelijk aan op duurzame, langetermijnegeoriënteerde groei en winstgevendheid; een boodschap die inmiddels verder reikt dan alleen de boardrooms van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Zijn brief van begin 2018, genaamd *A sense of purpose*, deed veel stof opwaaien: *"I have written before that companies have been too focused on quarterly results; similarly, shareholder engagement has been too focused on annual meetings and proxy votes. If engagement is to be meaningful and productive (...) then engagement needs to be a year-round conversation about improving long-term value."*

Fink benadrukt in deze brief dat de 'board members' (bestuurders en commissarissen) een stevige rol hebben in de creatie van waarde op de lange termijn. Bestuurders zetten de koers uit en commissarissen houden hierop toezicht. Voor commissarissen geldt dat zij er niet alleen op moeten toezien of de strategie

een focus heeft op deze langetermijnwaardecreatie, maar ook op de vraag of alle stakeholders hierbij worden betrokken en op de wijze waarop dat gebeurt.

In zijn volgende brief, van begin 2019 (met de titel *Purpose and profit*), diept Fink dit onderwerp verder uit: *"Profits are in no way inconsistent with purpose - in fact, profits and purpose are inextricably linked. (...) when a company truly understands and expresses its purpose, it functions with the focus and strategic discipline that drive long-term profitability."*

Fink is niet de enige die oproept tot langetermijnwaardecreatie in een bedrijfsomgeving. Ook Eumedion (belangenbehartiger van institutionele beleggers) roept in zijn Speerpuntenbrief 2019 organisaties op om een aanpak te kiezen, waarbij de board niet alleen verantwoording aflegt aan de aandeelhouders, maar aan alle stakeholders. Daarbij doet Eumedion een oproep aan aandeelhouders om weerstand te bieden aan een kortetermijnfocus op basis van aandeelhouderswaarde, en vraagt de belangenorganisatie vervolgens aan het management om verantwoording af te leggen over het beleid en het ondernemingsdoel op lange termijn.



Deze bewegingen demonstreren de maatschappelijke behoefte aan meer langetermijndenken, omdat men zich realiseert dat met een voortdurende focus op (de resultaten van) de korte termijn de maatschappij op de lange termijn niet is gediend. Daarbij komt dat we nu min of meer op een splitsing staan, waarbij de verkeerde afslag naar de verwachting van velen zal leiden tot grote, blijvende schade voor de mensheid en al het leven op onze planeet. We dienen hier en nu onze verantwoordelijkheid te nemen.

Duurzame waardecreatie voor een organisatie impliceert een bedrijfsvoering gericht op duurzame inrichting van de organisatie. Met andere woorden: een strategie die verder gaat dan de cijfers in het volgende jaarverslag, met een focus op een inrichting van de organisatie op dusdanige wijze dat deze in staat is om ook op lange termijn waarde te creëren en ook in een wijzigende maatschappelijke omgeving met succes kan blijven voortbestaan. Dit impliceert een stevige, robuuste organisatie die tegen een stootje kan en de veerkracht heeft om op de langere termijn tegenslagen op te vangen, alsmede een raad van commissarissen die is toegerust met de juiste toezichtsfocus.

### **Lange termijn in de semipublieke omgeving?**

In het voorgaande hebben we gezien dat de focus voor corporate organisaties wordt verlegd naar duurzame waardecreatie. Zoals in de inleiding aangegeven, is een bedrijfsvoering gericht op duurzame inrichting, ook een belangrijk criterium voor semipublieke organisaties. Pensioenfondsen, zorginstellingen en woningcorporaties zijn voorbeelden van instellingen met een focus op de lange termijn. Zij zijn zodoende bij uitstek gediend bij een robuuste, veerkrachtige organisatie. Waar het bij *corporate governance* veelal gaat om een goede inrichting van bestuur en toezicht bij organisaties van openbaar belang, zoals beursgenoteerde ondernemingen, banken en verzekeraars, is de interesse voor goede *governance* ook bij pensioenfondsen, zorginstellingen en woningcorporaties substantieel toegenomen. Goed wonen, goede en betrouwbare zorg en een betrouwbaar en veilig pensioen is voor iedereen van groot belang. Daarom zijn dit terreinen waarop bij uitstek een beleid op lange termijn wordt gevraagd.

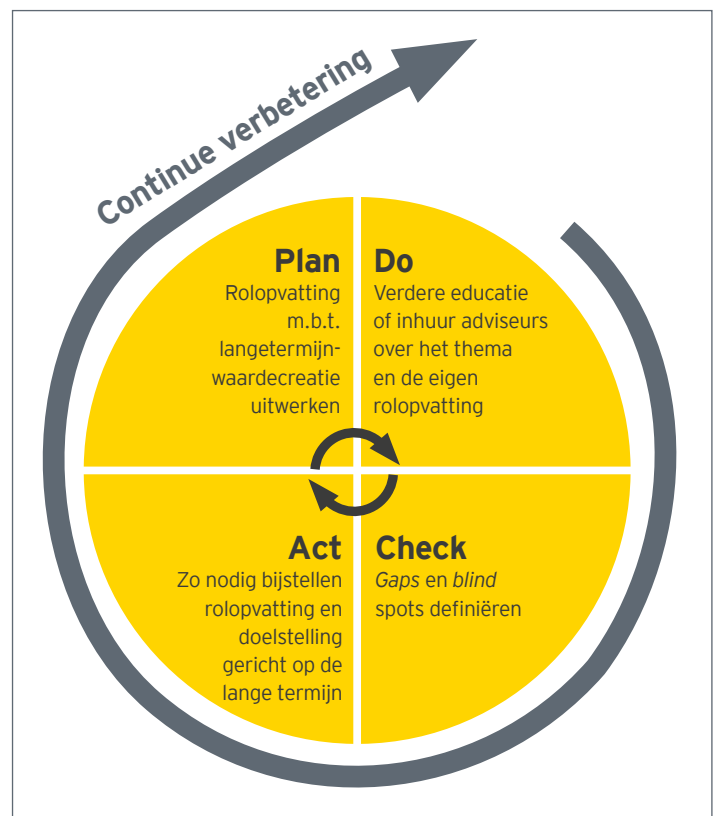
Het is belangrijk dat de interne toezichthouder aandacht besteedt aan langetermijnwaardecreatie. De vraag is hoe de interne toezichthouder aan deze ontwikkeling een zichtbare bijdrage kan leveren.



### De rol van de interne toezichthouder en de lange termijn

Zoals Fink laat zien, wordt van organisaties, waaronder interne toezichthouders, verwacht dat zij in hun taakuitvoering ook de aandacht voor duurzame waardecreatie van de organisatie aantonen en daarover ook rapporteren. Een logische vervolgvraag is dan op welke wijze de interne toezichthouders hieraan invulling kunnen geven. Een recent gepubliceerd model kan hier uitkomst bieden.

In een onderzoek naar de relatie van intern toezichthouders met extern toezichthouders en accountants bij pensioenfondsen, zorginstellingen en woningcorporaties hebben De Bos, Galle en Jans (2018) voorgesteld om het PDCA-model toe te passen op interne toezichthouders.<sup>1</sup> In het kwaliteitsmanagement is het 'PlanDoCheckAct-model' (PDCA-cyclus), ook wel de *Deming circle* genoemd, een instrument om tot kwaliteitsverbetering te komen. Hierin worden achtereenvolgens het plannen van acties ('Plan'), het uitvoeren van deze plannen of acties ('Do'), het controleren van de resultaten van de uitgevoerde acties ('Check') en het bijsturen van de uitgevoerde actie indien dit noodzakelijk is op basis van de check ('Act') uitgewerkt.



<sup>1</sup> *Governance in beweging. De intern toezichthouder in de semipublieke sector.* A. de Bos, J.G.C.M. Galle, M.E.P.A.R. Jans, F. Meeuwissen en K. van Middelaar, Boom Juridisch, Den Haag, oktober 2018.





“

## De geest van de code resoneert steeds vaker in de praktijk

Als met dit model wordt gefocust op de lange termijn en de rol van het intern toezicht hierbij, dan kan in de Plan-fase de eigen rolopvatting van het interne toezicht worden uitgewerkt met betrekking tot duurzame waardecreatie, en wat men van het bestuur verwacht. Ook kan de duurzame waardecreatie in concrete doelen worden omgezet, die in de jaaragenda worden opgenomen. Deze doelstellingen op de langere termijn dienen op gepaste wijze in de jaaragenda (ook over meerdere jaren bezien) te resoneren. Vervolgens kan bij het uitvoeren van de plannen ('Do') worden onderzocht of het intern toezicht behoefte heeft aan verdere educatie op dit terrein teneinde de toezichtsrol goed te kunnen invullen. Het is goed om adviseurs in te schakelen als er onvoldoende kennis in huis is.

In de 'Check'-fase wordt vervolgens beoordeeld of de geformuleerde acties en doelstellingen zijn behaald, om vervolgens

de *gaps* en *blind spots* te definiëren, waarna in de 'Act'-fase zo nodig de doelstellingen, acties en de rolopvatting van het interne toezicht worden bijgesteld, en deze elementen weer in de planning en jaaragenda worden opgenomen. Aangezien het terrein van duurzame waardecreatie een terrein is waarop pas op de langere termijn resultaten echt zichtbaar worden, is het van belang dat het interne toezicht de juiste focus houdt. Dit model kan hieraan een bijdrage leveren.

Met behulp van dit cyclische PDCA-model in het intern toezicht kan de kwaliteitsverbetering van het intern toezicht op natuurlijke wijze continu onder de aandacht blijven. Het helpt interne toezichthouders om expliciet te maken hoe het intern toezicht wordt vormgegeven en waar de accenten liggen. Daarmee kan dit model een waardevolle aanvulling zijn op de governance-gerelateerde wet- en regelgeving in de semipublieke omgeving. Zo levert het PDCA-model een bijdrage aan het intern toezicht om daarmee de organisatie robuust te maken en minder kwetsbaar voor negatieve of onverwachte invloeden van buitenaf. Op deze wijze kan *good governance* een aantoonbare bijdrage leveren aan duurzame waardecreatie in een semipublieke omgeving.

#### Over EY

EY is wereldwijd toonaangevend op de gebieden Assurance, Tax, Transaction en Advisory services. Met de inzichten en de hoogwaardige diensten die wij bieden, dragen wij bij aan het versterken van het vertrouwen in de kapitaalmarkten en economieën overal ter wereld. Wij brengen toonaangevende leiders voort die door samen te werken onze beloften aan al onze stakeholders waarmaken. Daarmee spelen wij een cruciale rol bij het creëren van een beter functionerende wereld voor onze mensen, onze cliënten en de maatschappij.

De aanduiding EY verwijst naar de wereldwijde organisatie en mogelijk naar een of meer lidfirma's van Ernst & Young Global Limited (EYG), die elk een afzonderlijke rechtspersoon zijn. EYG is een UK company limited by guarantee en verleent zelf geen diensten aan cliënten. Voor meer informatie over onze organisatie, kijk op [ey.com](http://ey.com).

© 2019 Ernst & Young Accountants LLP.  
Alle rechten voorbehouden.

ED None  
155010489



Deze publicatie bevat informatie in samengevatte vorm en is daarom enkel bedoeld als algemene leidraad. Ze is niet bedoeld om te dienen als een substituum voor gedetailleerd onderzoek of voor het aanwenden van een professioneel oordeel. Noch EYGM Limited, noch enig ander lid van de wereldwijde EY organisatie kan aansprakelijk worden gesteld voor het verlies van iemand die handelde of die ervan afzag te handelen ten gevolge van enige informatie in deze publicatie. Bij elke specifieke aangelegenheid dient steeds een geschikte adviseur geraadpleegd te worden.

[ey.com/nl](http://ey.com/nl)