

# Waardecreatie moet richtsnoer zijn voor ondernemingsbestuur

Vervelende waarheid is dat bestuurders geacht worden winstmaximalisatie na te streven

Donald Kalff

**G**oed ondernemingsbestuur richt zich op economische waardecreatie door de onderneming en vervult daarmee een essentiële maatschappelijke functie. Nadruk op continuïteit van de onderneming maakt realisatie van geprojecteerde kasstromen mogelijk. Nadruk op ontwikkeling van de onderneming verwijst naar nieuwe activiteiten die na aftrek van alle kosten een positief saldo opleveren.

De Monitoring Commissie Corporate Governance, die op 8 december haar definitieve voorstel voor aanpassing van de Code publiceert, sluit zich aan bij dit standpunt. Maar tegelijk bepleit de commissie dat 'bij het formuleren van de strategie een zorgvuldige belangenafweging van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders' wordt gemaakt. Prioriteit van waardecreatie én stakeholdersbelang, die op veel momenten strijdig zijn, moeten tezamen tegenwicht bieden aan ondernemingen die aandeelhoudersrendement prioriteit geven. De commissie spreekt over een noodzakelijke cultuurverandering, terwijl ervaring op dit terrein bij banken geen overweldigend resultaat heeft opgeleverd.

Veel ondernemingen richten zich op het opvoeren van de winst per aandeel op basis van de al lang doorgeprikte mythe dat daarmee de beurskoers en dus het aandelenrendement zullen stijgen. Een groot deel van de beloning van het bestuur hangt, direct of indirect, af van rendement en beurskoers waardoor winstmaximalisatie prevaleert. Daarbij komt dat bestuurders elke vier jaar worden geëvalueerd.

Investerings gaan op korte termijn ten koste van de winst en worden uit- of afgesteld. Aantrekkelijke overnames die niet snel bijdragen aan de winst per aandeel worden niet gedaan. Kostenbesparingen, te vaak sanering van het personeelsbestand, vernietigen de informele interne en externe netwerken die essentieel zijn voor innovatie. Inkoop van aandelen verhoogt de winst per aandeel, maar gaat ten koste van toekomstige investeringen.

De onaangename waarheid is dat bestuurders, managers en medewerkers zijn geselecteerd, opgeleid en toegerust om winst-



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD

maximalisatie na te streven. Ook stakeholders hebben korte termijn belangen te behartigen. De legitimiteit van vakbonden en andere belangenorganisaties wortelt in hun representativiteit en leidt tot publicitair aansprekende acties om ongeduldige achterbannen te bedienen. Prioriteiten verschuiven van jaar tot jaar en de onderneming wordt geconfronteerd met steeds wisselende coalities. Op andere momenten wordt de onderneming geconfronteerd met ernstige meningsverschillen tussen stakeholders.

Stakeholders nemen geen verantwoordelijkheid voor kosten of onbedoelde nevengevolgen die vervulling van hun eisen heeft voor de onderneming. Het bestuur moet deze kosten en risi-

**Weg voorwaarts is ondernemerschap en ondernemersbelang centraal stellen**

co's absorberen, ten koste van de waardecreatie door de onderneming of door deze af te wentelen op toekomstige stakeholders die uiteraard niet aan tafel zitten.

De weg voorwaarts is het ondernemingsbelang en ondernemerschap centraal te stellen. De onderneming is een werkgemeenschap met als maatschappelijk mandaat het creëren van economische waarde. De onderneming doet dat door te sturen op de huidige en toekomstige kasstromen, die inzichtelijk maken waar binnen de onderneming kapitaal wordt vernietigd en waar kapitaal rendeert. Het biedt een rationele grond voor allocatie van mensen en middelen. Het is de basis voor fusies en overnames en waar nodig het afstoten of stoppen van activiteiten.

Waardecreatie is een goed criterium voor de beoordeling van bestuur, management en medewerkers. Afwijkingen van geprojecteerde kasstromen kunnen gemakkelijk en snel worden geïdentificeerd, wat de wendbaarheid van de onderneming

ten goede komt. Bestrijding van interne fraude en corruptie wordt makkelijker. Het streven naar een economisch surplus legt bovendien een veel betere basis voor het dividendbeleid dan winst.

Een focus op waardecreatie dwingt tot anticipatie op economische, technologische, maatschappelijke, culturele en politieke ontwikkelingen. Een ingebouwde oriëntatie op de toekomst versterkt de maatschappelijk verankering van de onderneming en draagt bij aan de economische groei die de samenleving nodig heeft.

De commissie had haar keuze voor waardecreatie beter moeten onderbouwen. Ze had ondernemingen kunnen helpen bij het slechten van de barrières die een echte keuze voor waardecreatie in de weg staan. Van alle rapportageverplichtingen die de Code specificeert, had vooruitgang in waardecreatie veruit het belangrijkste moeten zijn.

Donald Kalff is ondernemer en publicist.