vkwmetena

BELEIDSNOTA

NR 18 - JUNI 2007

Alfred Rappaport

Met uitgebreide commentaar van Ignace Van Doorselaere

Aandeelhouderswaarde

Tien principes om ze te creëren

Aandeelhouderswaarde

Tien principes om ze te creëren

Alfred Rappaport

Met uitgebreide commentaar van Ignace Van Doorselaere

Auteurs

Alfred Rappaport is emeritushoogleraar van de Kellog School of Management (Northwestern University).

Ignace Van Doorselaere is CEO bij Van de Velde.

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review.
This article was originally published under the English title, "Ten Ways to Create Shareholder Value", by Alfred Rappaport in the issue September 2006.
Copyright © 2006 by the Harvard Business School Publishing Corporation; all rights reserved.
This translation, Copyright © 2006 by the Harvard Business School Publishing Corporation.

ISSN nummer 1780-9525
Alfred Rappaport
Aandeelhouderswaarde. Tien principes om ze te creëren
Beleidsnota nr. 18 / Juni 2007
Wettelijk depot D/2007/10.346/5

Inhoudstafel

Auteur

Ten geleide 5

Tien principes om aandeelhouderswaarde te creëren (Alfred Rappaport) 7

1. Inleiding 7

2. De tien principes 9

3. Waardescheppende groei 18

Het standpunt van de roeier (Ignace Van Doorselaere) 21

Ten geleide

De jongste jaren werd het spanningsveld tussen de belangen van managers enerzijds en die van aandeelhouders anderzijds scherp naar voren gebracht door onder meer een aantal bedrijfsschandalen, maar ook de recente perikelen rond de overname van ABN-Amro zijn er een illustratie van. In het verlengstuk daarvan zagen heel wat initiatieven rond corporate governance of deugdelijk bestuur het daglicht. In de Verenigde Staten werd een wet ingevoerd, de Sarbanes-Oxley Act (SOX), die beursgenoteerde ondernemingen aanzet tot meer transparantie en dichter bij huis zagen diverse codes het licht, zoals de Nederlandse code voor deugdelijk bestuur van de commissie-Tabaksblat en in België de code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen en de code Buysse voor niet-beursgenoteerde bedrijven.

Toch blijft het een hele uitdaging om niet de speelbal te worden van de korte termijn golven van de beurs en om de bedrijfsstrategie in de eerste plaats te enten op échte waardecreatie voor de aandeelhouders op een langere tijdshorizon. De tien principes om aandeelhouderswaarde te creëren die Alfred Rappaport in het najaar van vorig jaar naar voren schoof in de Harvard Business Review en hier in vertaalde versie overgenomen, bieden in dat opzicht een houvast. Hij geeft daarbij een aantal concrete aanbevelingen die betrekking hebben op onder meer de strategie bij fusies en overnames, de communicatie en de beloningspolitiek van een bedrijf.

Theoretische beschouwingen zijn echter zelden zomaar toepasbaar in de praktijk. Toch merken we dat sommige bedrijven de jongste maanden een aantal van deze aanbevelingen al hebben toegepast. Zo kondigde Barco, zoals KBC eerder al deed, begin dit jaar aan geen vooruitzichten meer op kwartaalbasis te geven. Volatiele kortetermijnprestaties zijn immers geen goede indicator van de intrinsieke waarde van het bedrijf en leiden enkel tot bokkensprongen op de beurs.

De beschouwingen van Ignace Van Doorselaere (CEO Van de Velde) vormen een adequate aanvulling op de visie van Rappaport. Als kapitein op het schip en niet als stuurman aan wal, geeft hij op schitterende wijze weer hoe iedereen binnen het bedrijf, de manager, het kader, de medewerkers een rol te spelen heeft bij het creëren van aandeelhouderswaarde. Het uitstippelen van een beleidskader – of een scorekaart zoals hij het noemt – helpt de neuzen in dezelfde richting te zetten en zich te focussen op de strategische lange termijn doelstellingen van het bedrijf. De klemtoon in het beleidskader van een succesvol bedrijf moet vooral liggen op de klant, de leverancier en de medewerker. Met andere woorden, aandeelhouderswaarde creëren begint volgens Van Doorselaere in de eerste plaats met een goed stakeholdersmanagement.

Caroline Ven
Directeur VKW Metena

Tien principes om aandeelhouderswaarde te creëren - Alfred Rappaport

1. Inleiding

Plechtig beloven bedrijven dat ze aandeelhouderswaarde willen creëren. Zelden doen ze echt wat daarvoor nodig is. Hoe wordt het bedrijf wél een topper in het creëren van aandeelhouderswaarde? Alfred Rappaport, professor emeritus aan de befaamde Amerikaanse Kellogg School of Management, weet hoe. Zijn recept voor aandeelhouderswaarde omvat tien principes.

Als er iets mis gaat in het bedrijfsleven dan wordt dat maar al te graag geweten aan het principe van aandeelhouderswaarde. Managers en beleggers zijn geobsedeerd door het kwartaalresultaat. Die focus op de (zeer) korte termijn fnuikt het investeren in groei op lange termijn. De aandeelhouders willen immers vandaag nog poen scheppen, zo concluderen critici. Aandeelhouderswaarde is meteen ook de bron van alle hedendaags bedrijfsonheil, de boekhoudschandalen en andere bedrijfsfraude incluis. Enron, Worldcom of desnoods Lernout & Hauspie: het slangengebroed van het bedrijfsschandalenboek schuilt in de almacht van de beurs. De beurs is kop van Jut, maar het echte probleem ligt elders.

De jongste tijd lijkt het management alles, maar dan ook alles te doen om de aandeelhouders te plezieren. De aandeelhouderswaarde staat centraal. Dat is echter slechts schone schijn. In werkelijkheid lapt het management het creëren van aandeelhouderswaarde gewoon aan zijn laars. Die trend begon in de jaren negentig, toen veel bedrijven aandelen en opties geïntroduceerd hebben in het kader van hun beloningsbeleid voor het topmanagement. De gedachte daarachter leek nobel: de belangen van het management zouden samenvallen met die van de aandeelhouders.

De gul uitgestrooide opties hebben er echter helemaal niet toe bijgedragen dat managers meer op waardecreatie zijn gaan sturen. Integendeel, optieprogramma's hebben het tegenovergestelde uitgelokt. De vrij korte inlegperioden en de overtuiging dat het resultaat op korte termijn maatgevend is voor de aandelenkoers, hebben managers gestimuleerd om het directe resultaat te *masseren*, om zo snel mogelijk hun opties uit te oefenen en opportunistisch te langs de kassa te passeren.

In de jaren negentig was er nauwelijks aandacht voor die perverse gevolgen. *Goed* of *duurzaam bedrijfsbestuur* (*corporate governance*) stond niet bepaald hoog op de agenda, toen de beleggers hun aandelen razendsnel zagen klimmen. In het nieuwe millennium is het klimaat drastisch veranderd. Er kwamen schandalen naar buiten en de beurzen gingen aanvankelijk door een diep dal. De ene na de andere onderneming kapseisde. Het geschokte publieke vertrouwen gaf een sterke impuls aan de regelgeving. Belangrijk was vooral de invoering in 2002 van de Sarbanes-Oxley-wet (SOX). Die wet dwingt ondernemingen tot uitgebreide interne controles. Bovendien zijn topmanagers persoonlijk verantwoordelijk voor de juistheid van de financiële rapportage.

Ondanks SOX en andere maatregelen, blijft de nadruk in de bedrijfsvoering echter op de korte termijn liggen. Sommige topmanagers voeren ter verdediging aan dat ze geen keus hebben. Ze moeten zich wel op de korte termijn concentreren, omdat aandeelhouders hun stukken tegenwoordig veel korter aanhouden. In de jaren zestig hield een professioneel beleggingsfonds aandelen gemiddeld zowat zeven jaar in portefeuille. Tegenwoordig is dat nog niet één jaar.

Kortom, de trouwe aandeelhouder bestaat niet langer. Waarom zou een onderneming zich dan richten naar zijn belangen? Dát is evenwel een drogreden. Het gaat niet om de trouw of ontrouw van de aandeelhouder, maar om de waarderingshorizon: de jaren aan verwachte kasstromen die nodig zijn om de koers van het aandeel op de beurs te rechtvaardigen. De belegger legt zijn doel misschien onterecht te dichtbij en houdt zijn stukken wellicht te kort in portefeuille. Maar de beurskoers is een afspiegeling van de blik op de lange termijn. Onderzoek geeft aan dat er meer dan tien jaar aan waardescheppende kasstromen nodig zijn om de beurskoers van de meeste ondernemingen te rechtvaardigen. Het

management moet er dus voor zorgen dat die kasstromen er komen. Met andere woorden, het management moet vooral de waarde van de onderneming op de lange termijn maximaliseren, ongeacht de verhouding tussen loyale en vluchtige aandeelhouders. Een gebrek aan trouwe aandeelhouders geeft het management niet het recht om zich blind te staren op de prestaties op de korte termijn en daardoor de onderneming in gevaar te brengen. De strategie van een onderneming moet gebaseerd zijn op de markt en de concurrentie, niet op de lijst van aandeelhouders.

Wat moet een onderneming doen wanneer ze werkelijk waarde wil creëren voor de aandeelhouder? In dit artikel bepleit ik tien fundamentele sturingsprincipes voor waardecreatie. Ik kom tot deze principes op basis van mijn onderzoek en tientallen jaren ervaring als adviseur. Ongetwijfeld zijn de tien principes geen grote verrassing. De toepassing ervan vereist echter een manier van werken die fundamenteel indruist tegen de huidige praktijk. Geen enkele onderneming (met uitzondering misschien van Berkshire Hathaway, het beleggingsvehikel van levende legende Warren Buffett, *zie kader*) past deze principes allemaal toe. Dat is jammer voor de belegger, want precies Berkshire Hathaway blijkt een onderneming op *prestatieniveau 10* te zijn. Die onderneming houdt zich aan de tien principes én haalt al geruime tijd schitterende resultaten. Warren Buffett is niet toevallig de rijkste man wereldwijd, ná zijn vriend Bill Gates.

2. De tien principes

Principe 1
Geef geen resultaatprognose

Een onderneming die zich niet aan dit eerste principe voor aandeelhouderswaarde houdt, kan bijna zeker niet de overige principes toepassen. Dat geldt helaas voor de meeste ondernemingen. Vrijwel alle beursgenoteerde ondernemingen doen immers mee aan het spelletje van de resultaatprognoses. Uit een onderzoek in 2006 van het National Investor Relations Institute bleek dat 66 procent van de 654 onderzochte ondernemingen regelmatig een winstverwachting gaf aan de analisten van Wall Street. Uit een onderzoek in 2005 onder 401 financiële topmannen, uitgevoerd door John Graham en Campbell R. Harvey van Duke University en Shivaram Rajgopal van de Universiteit van Washington, bleek dat bedrijven hun resultaten niet alleen boekhoudkundig *masseren*. Zo'n 80 procent zei bereid te zijn om waardescheppende uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling, reclame, onderhoud, en werving en selectie terug te schroeven als ze daarmee de winstprognose konden halen. Meer dan de helft van alle ondervraagde topmanagers zei een project te zullen uitstellen, ook al werd daarmee waarde prijsgegeven.

Wat is er nu verkeerd aan de nadruk op het eerstvolgende gerapporteerde winstcijfer? Vier fundamentele redenen geven het antwoord:

1. Het cijfer van de boekhouder is geen goede afspiegeling van de waarde van een onderneming.
2. Dat getal is evenmin een goede weergave van de verandering in die waarde gedurende de periode waarover wordt gerapporteerd.
3. Een organisatie creëert geen waarde wanneer men, met het doel het resultaat op de korte termijn op te krikken, onder de kapitaalskosten investeert (overmatig investeren) of juist investeringsmogelijkheden laat schieten (te weinig investeren).
4. Operationele beslissingen waarmee waarde wordt vernietigd en een optimaal gebruik van de boekhoudkundige vrijheden vormen een gevaarlijke boemerang. Een onderneming die niet langer aan de verwachtingen van de belegger kan voldoen, vernietigt uiteindelijk een groot deel van haar marktwaarde, áls daar al iets van overblijft. WorldCom, Enron en Nortel Networks zijn enkele opmerkelijke voorbeelden daarvan.

Principe 2
Kies een strategie die resoluut de verwachte waarde doet toenemen (zelfs als dat het resultaat op korte termijn niet ten goede komt)

Een onderneming die vooral probeert het eerstvolgende winstcijfer zo hoog mogelijk te krijgen, past dit tweede principe vrijwel zeker niet toe. Het verwachte effect op de gerapporteerde winst is bij de meeste ondernemingen juist maatgevend bij strategische besluiten. In plaats daarvan zou de verwachte stijging van de waarde van de toekomstige kasstromen de doorslag moeten geven.

Een gedegen strategische analyse door de afdelingen of werkmaatschappijen van een onderneming zou gefundeerde antwoorden op drie vragen moeten opleveren:

1. Hoe wordt de waarde van het bedrijf beïnvloed door de mogelijke strategie?
2. Welke strategie genereert vermoedelijk de hoogste waarde?
3. Is er een strategie gekozen, hoe gevoelig is dan de waarde van het meest waarschijnlijke scenario voor mogelijke veranderingen in de concurrentieverhoudingen en veronderstellingen over de levenscycli van de technologie, de regelgeving en andere belangrijke variabelen?

Op groepsniveau moet het topmanagement zich ook drie vragen stellen:

1. Rechtvaardigt het waardescheppende potentieel van de afzonderlijke activiteiten extra investeringen in die activiteiten?
2. Welke activiteiten hebben slechts een beperkt potentieel om waarde te creëren en komen daarom in aanmerking voor herstructurering of afstoting?
3. Welke combinatie van investeringen in activiteiten levert de hoogste totale waarde op?

Principe 3

Realiseer overnames of fusies die de verwachte waarde de hoogte injagen (zelfs als dat het resultaat op korte termijn niet ten goede komt)

Een grote overname of fusie kan sneller waarde creëren óf vernietigen dan zowat om het even welke andere activiteit. Vandaag hebben veel ondernemingen ontzettend veel geld in kas en relatief weinig schulden. Die situatie is de beste humus om overnames of fusies te laten gedijen. Overnames en fusies worden dan ook almaar vaker ingezet als hefboom om de concurrentiepositie te verbeteren. Managers en bankiers beoordelen de aantrekkelijkheid van een mogelijke transactie doorgaans aan de hand van de vertrouwde criteria: de koers-winstverhouding van de overnamekandidaten en het directe effect van een transactie op de eigen winst per aandeel.

Een strakke focus op kortstondige winst is evenwel een probleem. Dat probleem wordt verergerd wanneer een onderneming alles afstemt op de winst per aandeel en een overname of fusie financiert met eigen aandelen. Ligt de koers-winstverhouding van de koper boven die van de overnamekandidaat, dan stijgt de winst per aandeel van de koper. Maar het omgekeerde geldt ook. Heeft de koper een lagere koers-winstverhouding dan het bedrijf dat wordt gekocht, dan daalt de winst per aandeel van de koper. In geen van beide gevallen zegt de winst per aandeel echter iets over de mate waarin de transactie op de duur waarde kan toevoegen.

Een beslissing over een fusie of overname moet gebaseerd zijn op de kans om met zo'n transactie waarde te creëren. Het directe effect ervan op de winst per aandeel mag niet maatgevend zijn. Bij een beoogde fusie of overname dient het management te bepalen waar, wanneer en hoe men het prestatieniveau van de onderneming na die transactie kan verbeteren. De waarde van de extra kasstromen van zo'n beoogde prestatieverbetering (na aftrek van de overnamepremie) kan daarbij de doorslag geven.

Managers en bestuurders die vooral letten op de waardeontwikkeling van de onderneming, kijken ook goed naar het risico dat de verwachte synergie er niet komt. Zij beseffen hoe moeilijk het is om twee ondernemingen in elkaar te doen passen. En ze weten dat de concurrentie niet lijdzaam zal toezien op de komst van de nieuwe combinatie. Als het management denkt dat een overname synergie oplevert die meer waard is dan de overnamepremie, wil het de overname cash betalen. Als het management niet zo zeker is van synergie, kan het zich indekken door te betalen in aandelen. Zo beperken ze het eventuele verlies voor de eigen aandeelhouders, die op die manier immers een relatief kleiner belang in de nieuwe onderneming krijgen.

Principe 4

Houd alleen activa die waarde maximaliseren

Een onderneming die haar beleid afstemt op waardecreatie gaat regelmatig na of divisies, merken, vastgoed en andere activa bij verkoop niet méér opbrengen dan de verwachte kasstroom. Ook al is de prestatie niet slecht, die bepaalde activiteit kan misschien beduidend meer opbrengen in andere handen. Zo'n kans grijpen ligt evenwel niet voor de hand, maar het is wel de enige optie voor wie waarde wil maximaliseren.

Wie die kans laat liggen, kan de aandeelhouder zelfs ernstige schade toebrengen. Denk maar aan de Amerikaanse discountreus Kmart, die in 2002 voor 1 miljard dollar overgenomen werd door het hedgefund ESL Investments van Edward Lampert. De voormalige winkeltrots stond toen voor de afgrond en werkte al onder bescherming tegen schuldeisers. Het aandeel was onder 1 dollar gesukkeld. De deal was nog maar net rond en Lampert verkocht een aantal winkels. Zo verdiende hij zowat zijn hele investering meteen terug. Kort daarop deed hij de deur dicht van slechtlopende winkels. Voortaan stond winst centraal. De voorraden werden drastisch afgeslankt en de kapitaalinzet werd verminderd. Zelfs de koopjesperiode schafte Lampert af. Gevolg: eind 2003 stond het aandeel van Kmart al op 30 dollar en in 2004 schoot het naar 100 dollar. In november 2004 nam Kmart de grote concurrent Sears over. Het kon die megakoop financieren met eigen aandelen. Voor de vroegere aandeelhouders moeten die druiven wel erg zuur geweest zijn. Waarom had het management al die maatregelen niet genomen toen zij nog aandeelhouder waren?

Een onderneming kan op twee manieren de kapitaalinzet afslanken en de waarde opkrikken:

Met Waren Buffett op weg naar niveau 10

Michael J. Mauboussin

Vinden we wel ondernemingen die de tien principes voor aandeelhouderswaarde toepassen? Berkshire Hathaway, geleid door investeringslegende Warren Buffett, komt misschien nog het dichtst in de buurt. Michael J. Mauboussin, Chief Investment Strategist bij Legg Mason Capital Management en aandeelhouder van Berkshire Hathaway, licht toe hoe de onderneming omgaat met de tien principes.

Warren Buffett, na Bill Gates de rijkste man wereldwijd, is grootaandeelhouder van Berkshire Hathaway. Hij bekijkt de factoren die aandeelhouderswaarde moeten creëren door de bril van belegger én van topmanager. "Ik ben een betere zakenman omdat ik belegger ben. En een betere belegger omdat ik zakenman ben. Als je zowel de ene als de andere mentaliteit hebt, dan kom je op beide terreinen verder", aldus Buffett (*).

Berkshire Hathaway geeft geen winstverwachtingen, omdat "de gerapporteerde winst misschien weinig zegt over onze werkelijke economische prestaties." (*Principe 1*) In plaats daarvan belooft de onderneming "eerlijk te zijn in onze rapportage, en de plussen en minnen duidelijk te maken die belangrijk zijn bij het inschatten van de waarde van ons bedrijf. We geven u de informatie die wij zelf ook zouden willen weten als we in uw schoenen stonden. Dat is wel het minste dat we u verschuldigd zijn." (*Principe 10*)

Hoe neemt de onderneming investeringsbeslissingen? "Boekhoudkundige besognes hebben geen impact op onze operationele en investeringsbeslissingen. Bij vergelijkbare overnamekosten kopen we liever 2 dollar aan resultaat dat we volgens de accountingregels niet mogen opvoeren dan 1 dollar aan resultaat dat we wel in de boeken mogen melden", aldus nog Buffett (*Principes 2 en 3*).

De focus ligt op het genereren van kasstromen op de lange termijn. Er vallen dan ook geen beslissingen waarmee het kortstondige resultaat wordt bevorderd ten koste van de ontwikkeling op lange termijn. In het jaarverslag van 2005 meldt Berkshire: "Als het management slechte beslissingen neemt om de winstdoelstelling op korte termijn te bereiken en daardoor in onmogelijke situaties belandt, is de schade op geen enkele manier meer goed te maken."

Berkshire neemt ook een unieke positie in op het gebied van *corporate governance* en beloning. Iedereen kan nagaan dat het vermogen van Buffett en van vicevoorzitter Charlie Munger precies schommelt zoals dat van de overige aandeelhouders: hun vermogen bestaat immers vooral uit aandelen in Berkshire (*Principe 9)*. Buffett: "Charlie en ik kunnen u geen resultaten beloven. Maar we kunnen u wel garanderen dat ons eigen vermogen zich op precies dezelfde manier ontwikkelt als dat van u, zolang u verkiest onze partner te zijn."

Het beloningsbeleid contrasteert schril met dat van de meeste Amerikaanse bedrijven. Buffett bungelt met een jaarsalaris van 100.000 dollar helemaal onderaan op de ranglijst met CEO-salarissen van de Fortune 500, waar de meeste topmanagers meer dan 8 miljoen dollar per jaar opstrijken. Berkshire is ook één van de weinige ondernemingen zonder aandelenopties voor het eigen personeel. Buffett is op zich geen tegenstander van beloning in de vorm van aandelen, maar hij vindt dat de meeste ondernemingen beloning en prestatie niet goed aan elkaar koppelen (*Principe 6*).

Buffett illustreert het beloningsbeleid van zijn onderneming aan de hand van Geico, de autoverzekeraar van Berkshire. De beloningsdoelen, aldus Buffett, moeten "toegesneden zijn op de specifieke operationele activiteit, eenvoudig van karakter zijn, zodat ook eenvoudig kan worden gemeten in hoeverre ze worden bereikt, en rechtstreeks verbonden zijn met de dagelijkse activiteiten van wie voor die beloning in aanmerking komt." Berkshire maakt van de beloning geen loterij, stipt Buffett aan, "waarbij de uiteindelijke waarde volstrekt buiten de invloedssfeer ligt van degene die we willen beïnvloeden." (*Principes 7 en 8*)

Toch zit Berkshire nog niet helemaal op niveau 10. Het houdt zich immers niet strak aan het vierde principe en het heeft het vijfde principe nog nooit toegepast. Uit commentaar van Buffett en Munger mogen we echter wel besluiten dat Berkshire in zijn investeringsbeleid wel degelijk ook met die principes rekening houdt, ook al past het bedrijf ze niet op zichzelf toe.

Principe 4 dicteert dat een activiteit moet worden verkocht als een koper voor die activiteit duidelijk méér wil betalen dan de geschatte waarde ervan. Buffett stelt echter onomwonden: "Ongeacht de prijs, zijn wij niet van plan om goede bedrijven uit onze portefeuille te verkopen." Hij geeft ronduit toe dat dit "negatief uitvalt voor ons financiële resultaat."

Eind 2005 had Berkshire meer dan 40 miljard dollar in kas, maar ook dan keerde het bedrijf geen geld uit aan de aandeelhouders. Berkshire hanteert wel een duidelijk criterium om liquide middelen al dan niet in het bedrijf te houden: het management schat in "of het aanhouden van liquide middelen de aandeelhouder op de duur ten minste een dollar aan marktwaarde oplevert voor elke dollar die in het bedrijf blijft." Dat criterium verwoordt het basisconcept van aandeelhouderswaarde: een investering moet méér opleveren dan wat het kost om het benodigde kapitaal ervoor aan te trekken. Geheel volgens het vijfde principe, is Buffett glashelder over de consequentie wanneer niet aan dat criterium voldaan wordt: "Op het ogenblik dat we geen extra waarde meer kunnen creëren door winst in het bedrijf te houden, dan betalen we die uit, zodat onze aandeelhouders kunnen beslissen wat ze ermee doen."

Warren Buffett beïnvloedt ook de bedrijven waar hij in de raad van bestuur heeft gezeten. De Washington Post en Coca-Cola, bijvoorbeeld, schaften in 2002 aandelenopties voor het personeel af. Ondernemingen waarbij Buffett betrokken was, hebben ook al eigen aandelen ingekocht.

(*) Citaten stammen uit de publicaties van Berkshire Hathaway en van verschillende publieke nieuwsbronnen.

1. De onderneming kan zich toespitsen op hoogwaardige activiteiten (zoals onderzoek en ontwikkeling) waarmee ze een concurrentievoordeel scoort.
2. Activiteiten met een lagere waarde (zoals productie) kunnen uitbesteed worden (althans, wanneer andere partijen die activiteiten degelijk, snel en goedkoop kunnen uitvoeren). Denk maar aan Apple Computer, dat de iPod in Californië ontwierp, maar het apparaat laat fabriceren in Taiwan. Of denk aan Dell, dat rechtstreeks aan de klant op maat samengestelde computers levert, waardoor het bespaart op distributie, verkoop en voorraad. De productie is uiteraard uitbesteed.

Principe 5

Betaal de aandeelhouders terug als er geen degelijke kans meer is om waarde te creëren met nieuwe investeringen

Vele ondernemingen bezitten momenteel een uitpuilende kas. De echt waardebewuste onderneming met zo'n propvolle kas, maar zonder veel mogelijkheden om te investeren in nog meer waardescheppende activiteiten, deelt dat geld uit onder zijn aandeelhouders. Dat kan door dividend uit te keren en eigen aandelen in te kopen. Prompt daalt het risico dat de managers met dat geld toch nog investeren zonder dat het iets oplevert. Niet zelden doen ze dan overbodige en foute overnames.

Een onderneming kan ook eigen aandelen inkopen om de winst per aandeel op te krikken. In dat geval is het echter lang niet zeker of die operatie economisch wel zin heeft. Toegegeven, de aandeelhouders die hun effecten verkopen maken dan meer winst. Als het aandeel overgewaardeerd is, gaat dat evenwel veeleer vroeg dan laat ten koste van de aandeelhouders die hun effecten houden.

Het inkopen van eigen aandelen gebeurt vaak om te voorkomen dat de winst per aandeel verwatert als gevolg van aandelenopties voor het personeel. Aantal en prijs worden dan bepaald door het aantal opties. Een onderneming die zich door waarde laat leiden, koopt alleen aandelen in wanneer het aandeel lager staat dan de onderneming waard is. Bovendien mag geen enkele investering in de onderneming dan uitzicht bieden op een hoger rendement. Staat het aandeel hoog en lijkt de waarde op de lange termijn niet duidelijk gediend met een investering, dan is het raadzaam om gewoon dividend uit te keren.

Principe 6

Beloon de topmanagers voor voortreffelijke resultaten op lange termijn

Het halen van een prima rendement vergt een uitgekiend beloningsbeleid. Dit zesde en de volgende twee principes geven richtlijnen voor de beloning van de top, de divisieverantwoordelijken en het middenkader of andere medewerkers. Allereerst hebben we het over de CEO en de andere topmanagers. Aandelenopties lijken het voor de hand liggende instrument, maar we weten al dat dit geen goede keuze is om mensen te doen kiezen voor een beleid gericht op de lange termijn.

In de jaren negentig is zelfs pijnlijk duidelijk gebleken dat managers bij een stijgende beurs altijd profiteren van een koersstijging, ook als die ver achter blijft bij de koersstijging van concurrenten. Doorgaans verzilveren topmanagers hun opties ook zo snel mogelijk. Dat kan moeilijk beschouwd worden als een prikkel om naar de lange termijn te kijken. Bovendien kan de uitoefenprijs zo ongelukkig uitvallen, dat de motivatie al helemaal wegsmelt. Denk maar aan 1999. De beurzen piekten en zowat een derde van de opties van Amerikaanse topmanagers tuimelde onder de uitoefenprijs. Van de weeromstuit hebben toen heel wat bedrijven het salaris van hun topmanagers verhoogd of extra opties uitgekeerd.

Hoe kunnen alle nadelen van opties opgevangen worden? Door te kiezen voor indexgebonden opties of voor *discounted equity risk options* (*dero's*), opties waarbij rekening wordt gehouden met het aandelenrisico. Bij de indexgebonden versie strijken managers alleen geld op als de aandelen van de onderneming beter scoren dan een index van de concurrenten (dus niet alleen als de beurs stijgt). Om het management een permanente prikkel te geven om zoveel mogelijk waarde te creëren, kan de uitoefenprijs voor geïndiceerde opties verlaagd worden. In dat geval kan het management profiteren van prestatieniveaus die iets onder de index liggen. Het andere nadeel van de traditionele personeelsopties (de korte inlegperiode) kan opgevangen

worden door de aandelen grotendeels voor een lange periode te doen houden.

Dero's zijn een goed alternatief voor een onderneming die geen billijke referentiegroep van bedrijven kan samenstellen voor een prestatie-index. De uitoefenprijs van dero's stijgt elk jaar volgens het rendement van tienjarige Amerikaanse schatkistcertificaten, vermeerderd met een deel van de geraamde aandelenrisicopremie én verminderd met het dividend dat wordt uitgekeerd aan de houders van de aandelen. Door in het stijgingspercentage van de uitoefenprijs slechts voor een klein deel de geschatte risicopremie op te nemen, hopen de bestuurders dat de hogere kosten van deze vorm van prestatiebeloning worden vergoed door de waarde die het management voor de onderneming creëert. Uitgekeerd dividend wordt afgetrokken van de uitoefenprijs om te voorkomen dat het management overtollige liquiditeit in bet bedrijf houdt.

Principe 7
Beloon de divisieverantwoordelijken voor jarenlange voortreffelijke waardecreatie

De managers van een divisie of dochterbedrijf hebben slechts een beperkte invloed op de prestatie van de hele onderneming. Het aandeel kan kelderen door slechte prestaties in een deel van de groep waar de divisiemanager niets mee te maken heeft. Het kan ook omgekeerd: het management van een slecht presterend bedrijf in de groep strijkt de aandelenwinst op als de groep in zijn geheel sterk scoort. In beide gevallen lijken opties niet bepaald een goed motivatie-instrument. Alleen wanneer de werkmaatschappijen van een onderneming zeer nauw met elkaar vervlochten zijn, kan de beurskoers een bruikbare indicatie zijn van prestaties.

Bedrijven werken vaak met prestatiebeloning per jaar en over een langere periode (vaak drie jaar). Bedrijfsmanagers worden beloond wanneer ze bepaalde financiële doelen overtreffen, bijvoorbeeld een omzetdoel en een doel voor het bedrijfsresultaat. Een koppeling van de prestatiebeloning aan het bedrijfsbudget kan echter aanleiding zijn om het potentiële prestatieniveau van hun divisie conservatief in te schatten. De gebruikelijke prestatiecriteria (zoals winst of andere boekhoudkundige maatstaven) zijn ook niet op een betrouwbare manier gekoppeld aan kasstromen die zorgen voor de aandeelhouderswaarde. Dat geldt zeker wanneer die criteria worden gebruikt als prestatiemaatstaven per kwartaal en per jaar.

Voor prestatieprikkels op het niveau van divisies of dochterbedrijven wordt best een criterium gecreëerd zoals *shareholder value added* of *SVA*: *toegevoegde waarde voor de aandeelhouder*. Om die te berekenen, worden verdisconteringtechnieken toegepast op de verwachte operationele kasstromen die voortvloeien uit de omzetgroei en de winstmarge. Dat bedrag wordt verminderd met de investeringen in die periode. SVA is volledig gebaseerd op de kasstroom, zodat een boekhoudkundige vertekening voorkomen wordt. Om bij dit criterium echt rekening te houden met de lange termijn, wordt best de meetperiode uitgebreid. Drie jaar is een minimum. Een deel van de jaarbonus kan bevroren worden tot de resultaten uit de volgende jaren bekend zijn. In plaats van budgetgebonden drempels voor prestatiebeloning, kunnen normen worden ontwikkeld voor een jaarlijkse prestatieverbetering, benchmarking en de prestatieverwachting die tot uitdrukking komt in de koers van het aandeel.

Principe 8
Beloon het middenkader en andere medewerkers voor waardecreatie op zaken die ze rechtstreeks kunnen beïnvloeden

Omzetgroei, operationele marge en investeringen zijn te ruim om de prestaties in beeld te brengen van het middenkader en andere medewerkers. Daarom is het beter om waardebarometers te ontwikkelen. Het gaat om duidelijke kengetallen voor prestaties die de medewerkers op de werkvloer rechtstreeks kunnen beïnvloeden. Die prestaties moeten een grote positieve invloed hebben op de waarde van de onderneming op de lange termijn. Denk maar aan de tijd om nieuwe producten uit te brengen, personeelsverloop, loyaliteit van klanten en de opening van nieuwe winkels of productiefaciliteiten. Meestal volstaan drie tot vijf prestatiebarometers om een belangrijk deel van het waardecreërende potentieel op de lange termijn te realiseren.

Principe 9
Topmanagers moeten dezelfde risico's als de eigenaars lopen

Om de belangen van topmanagers en aandeelhouders beter op elkaar af te stemmen, hebben veel ondernemingen richtlijnen opgesteld voor het aandelenbezit van het topmanagement. Vaak moeten topmanagers op zijn minst een veelvoud van hun jaarsalaris als belang in de onderneming houden. Bij eBay, bijvoorbeeld, wordt de CEO geacht aandelen in de onderneming aan te houden ter waarde van vijf keer het jaarlijkse basissalaris. Bovendien wordt van vele topmanagers geëist dat ze van de aandelen die ze verkrijgen door opties uit te oefenen, een bepaald percentage houden tot ze het gespecificeerde totale aantal aandelen in hun bezit hebben.

Met een aandelenoptieprogramma lopen topmanagers meestal niet hetzelfde risico als de overige aandeelhouders. Om hun belang te financieren, krijgen ze wel eens een lening van de onderneming. Als het aandeel niet floreert, wordt die lening nogal eens kwijtgescholden. Zo ontstaat het gevaar een beloningsstelsel te institutionaliseren dat indruist tegen de geest en de doelen van prestatiebeloning. Hetzelfde geldt voor ondernemingen die de optieprijs bijstellen.

Uitgekeerde aandelen die voor een bepaalde periode moeten worden aangehouden (in wanopties met een uitoefenprijs van 0) worden meestal meegeteld bij het minimumbelang dat de manager in de onderneming moet opbouwen. Dergelijke uitkeringen in aandelen met een handelsrestrictie zijn bedoeld om managers aan de onderneming te binden. Dit type beloning vormt een sterke prikkel voor topmanagers om op safe te spelen en er vooral voor te zorgen dat ze intussen niet worden ontslagen. Een beloning in de vorm van tijdelijk niet verhandelbare aandelen beloont de manager dan ook niet voor geleverde prestaties, maar... omdat hij elke dag braaf naar zijn werk komt.

Nogal wat bedrijven stellen ondertussen extra eisen bij dergelijke uitkeringen: de manager moet niet alleen in dienst blijven, maar moet ook bepaalde prestatiedoelen halen. Daarbij zijn verschillende prestatiecriteria mogelijk: de ontwikkeling van de winst per aandeel, een omzetdoel, een bepaald rendement... Prestatieaandelen vereisen weliswaar prestaties, maar vaak gaat het niet om de prestaties die waarde op lange termijn viseren.

Wat moet de onderneming dan wel doen? Zonder beloning in aandelen worden managers wellicht te voorzichtig: ze willen geen fouten maken die hun aan de deur doen vliegen. Maar met een te groot belang in de onderneming gaan managers zich misschien risicomijdend gedragen om de waarde van hun portefeuille te beschermen. Een oplossing: managers moeten langer de uit opties verkregen aandelen aanhouden.

Principe 10
Geef de belegger informatie over échte waarde

Een goede communicatie met de belegger of aandeelhouder is een prima middel tegen de obsessie met het eerstvolgende kwartaalresultaat. Bovendien vermindert degelijke informatie de onzekerheid bij de belegger. Op de duur levert dat beslist lagere kapitaalskosten en een hogere aandelenkoers op. In mijn artikel *De bedrijfseconomische gevolgen van de obsessie met korte termijnresultaten* (in de *Financial Analysts Journal* van mei-juni 2005) heb ik uiteengezet dat de belegger/aandeelhouder beter kan worden geïnformeerd via een *prestatieverklaring* (een *corporate performance statement*). Op figuur 1 (zie volgende bladzijde) vindt u een model voor zo'n verklaring, die de volgende vijf elementen bevat:

1. Scheiding van de kasstroom en veranderingen in balansposten, zodat er een historisch uitgangspunt wordt gegeven voor het schatten van de kasstroomvooruitzichten. Analisten kunnen dan bepalen in hoeverre de veranderingen in de activa en passiva op de balans correct zijn ingeschat.
2. Verdeel balansposten met lange *cash conversiecycli* in gemiddelde en hoge niveaus van onzekerheid.
3. Geef een bandbreedte en de meest waarschijnlijke inschatting voor afzonderlijke balansposten (in plaats van de ramingen waarmee vele mogelijke uitkomsten worden genegeerd).
4. Houd geen rekening met willekeurige en voor de waarde irrelevante mogelijke uitkomsten (zoals afschrijvingen).

5. Specificeer veronderstellingen en risico's voor elke post en geeft prestatiecriteria die bepalend zijn voor de waarde van de onderneming.

Is zo'n rapportage dan niet te duur? Topmanagers van goed geleide ondernemingen maken vandaag al gebruik van de informatie die in zo'n rapport thuishoort. Als een onderneming die informatie niet verschaft, mogen aandeelhouders zich afvragen of het management wel voldoende zicht heeft op het bedrijf, en of de bestuurders hun rol wel vervullen. Zeker in het huidige klimaat, waarin geknoei met de boekhouding op geen genade meer kan rekenen, heeft een onderneming die nadrukkelijk inzet op waardecreatie, hiermee een mooie kans om waarde te creëren louter en alleen al door de vorm en de inhoud van de verslaggeving.

De belegger heeft een uitgangspunt nodig om de verwachte kasstroom van de onderneming én de mogelijke schommelingen ervan te kunnen bepalen. De prestatieverklaring geeft de mogelijkheid voor zowel het een als het ander door de gerealiseerde kasstroom te scheiden van balansposten die alleen vooruitblikken.

Operationele kasstroom
Het eerste deel van de prestatieverklaring belicht uitsluitend de operationele kasstroom. Dit overzicht dient niet ter vervanging van de traditionele rapportage over de kasstroom, want de kasstroom uit financiële activiteiten (nieuwe aandelenemissies, inkoop van eigen aandelen, terugbetaling van uitstaande leningen, rentebetalingen) valt erbuiten.

Omzet- en kostenposten op de balans
In het tweede deel van de prestatieverklaring vinden we de omzet- en kostenposten op de balans, voor toekomstige inkomsten en uitgaven in contanten die voortvloeien uit de huidige aan- en verkooptransacties. Het management geeft een inschatting voor drie scenario's (meest waarschijnlijk, optimistisch, pessimistisch) voor posten van uiteenlopende niveaus van onzekerheid gekenmerkt door lange cashconversiecycli en uiteenlopende bandbreedtes van mogelijke uitkomsten.

Toelichtingen analyse van het management
In het derde deel presenteert het management het businessmodel, de cruciale prestatiecriteria (financiële en niet-financiële) en de cruciale veronderstellingen die aan de basis liggen van de inschatting voor elke post.

Operationele kasstroom	Omzet- en kostenposten op de balans			
		Meest waarschijnlijk	Optimistisch	Pessimistisch
$ Totale omzet				
- Bedrijfskosten: (1)				
Productie				
Marketing en verkoop	- Posten met gemiddelde onzekerheid			
Administratie				
Belastingen	- Niet-gerealiseerde opbrengst van			
= Bedrijfsresultaat na belasting	- Langlopende contracten	$ _____	_____	_____
	- Oninbare vorderingen	_____	_____	_____
+/- Verandering in werkkapitaal	- Garantieverplichtingen	_____	_____	_____
	- Herstructureringskosten	_____	_____	_____
= Kasstroom uit gewone bedrijfsuitoefening	- Uitgestelde belastingverplichtingen	_____	_____	_____
Investeringen:				
- Kapitaalinvesteringen (min opbrengst verkoop activa)	**Posten met hoge onzekerheid**			
- Onderzoek & Ontwikkeling	- Toegezegde pensioenverplichtingen	_____	_____	_____
- Overige immateriële investeringen	- Aandelenopties personeel	_____		
=$ Vrije kasstroom (voor schuldeisers)				

Opmerkingen van het management:

(1) Niet inbegrepen: niet-contante kosten zoals afschrijving en amortisatie, uitgestelde belastingverplichting, en herwaarderingen van activa en passiva.

Figuur 1:
Prestatieverklaring.

Bron: Aangepaste versie van Alfred Rappaport, 'The Economics of Short-Term Performance Obsession', Financial Analysis Journal, mei-juni 2005.

3. Waardescheppende groei

Vindt de aandeelhouder uiteindelijk baat bij de toepassing van deze tien principes? Voor de meeste ondernemingen luidt het antwoord ondubbelzinnig *ja*. Het zou al een hele verbetering zijn, mochten waardescheppende investeringen niet langer worden uitgesteld (of geschrapt) om een winstprognose te halen. Het zou ook al een fikse verbetering zijn als winst of omzet niet naar de lopende rapportageperiode toegehaald wordt en kosten doorgeschoven worden naar een latere verslagperiode. Dergelijke opsmuk van de resultaten kan niet volgehouden worden. Ooit loopt de schmink uit, kan de onderneming niet langer voldoen aan de hooggespannen verwachtingen én keldert het aandeel.

Voor de meeste organisaties is groei die echte waarde creeert de uitdaging par excellence. Zo'n groei vereist dat een onderneming nieuwe en potentieel baanbrekende bedrijfsactiviteiten ontwikkelt. Doorgaans weerspiegelt de aandelenkoers immers de groeiverwachting. Als een onderneming aan die verwachting voldoet, verdienen de aandeelhouders een gewoon rendement. Om op langere termijn superieure rendementen te bieden, moet het aandeel sterker stijgen dan dat van de onmiddellijke concurrenten. De verwachtingen moeten dus vrijwel constant overtroffen worden of er moeten nieuwe activiteiten ontplooid worden die extra waarde scheppen. Het is haast onmogelijk om bij herhaling de verwachtingen over bestaande bedrijfsactiviteiten te overtreffen. Dan verhoogt de belegger gewoon zijn verwachtingen. Rest dus alleen het inzetten op nieuwe kansen. Als in de aandelenkoers ook al verwachtingen over nieuwe activiteiten schuilen (omdat de belegger ook dat gewoon geworden is van de onderneming), dan wordt het alsnog een enorme uitdaging om superieure rendementen neer te zetten.

Een onderneming die al haar troeven uitspeelt op de korte termijn, kan geen succes scoren op langere termijn. De onderneming is dan immers gedwongen om zich te concentreren op de huidige activiteiten. Er is gewoon geen ruimte, geen tijd, geen kapitaal om nieuwe activiteiten te ontwikkelen. Als managers te veel tijd stoppen in de huidige kernactiviteiten, raakt het vat leeg. Een onderneming komt dan in een vicieuze cirkel terecht, zoals Clay Christensen en Michael Raynor zo raak beschrijven in hun boek *The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth* (Harvard Business School Press, 2003).

In een licht vereenvoudigde vorm komt hun redenering op het volgende neer:

1. Terwijl de groei van de kernactiviteiten vertraagt en de marge krimpt, blijft het management zich focussen op de ontwikkeling van dezelfde activiteiten en ontwikkelt geen nieuwe activiteiten met groeipotentieel.
2. Op een dag leveren de investeringen in de kernactiviteiten niet langer de verwachte groei op. Het aandeel neemt een duikvlucht.
3. In een verwoede poging om de aandelenkoers op te vijzelen, kondigt het management een wel zeer ambitieuze (en vooral onrealistische) doelstelling aan.
4. Om de kloof tussen verwachte en verwezenlijkte groei te verkleinen, wordt alleen nog geïnvesteerd in projecten die zeer snel winst moeten opleveren.
5. Het management pakt uit met een al te optimistische prognose om een financiering rond te krijgen voor initiatieven in grote bestaande markten die snel genoeg de benodigde omzetgroei lijken te beloven.
6. De kosten lopen op om het met veel tromgeroffel aangekondigde groeiplan te halen, maar de meeromzet is nog niet beginnen binnenlopen.
7. Als de omzetgroei lager uitvalt dan de verwachting en het verlies gewoon voortgaat, krijgt het aandeel een nieuwe opdoffer. In paniek verschijnt een nieuwe CEO ten tonele om het tij te keren.
8. De nieuwe CEO ziet in dat er geen nieuwe groei aankomt en tracht het bloeden te stelpen. Hij concentreert zich dan maar volledig op de kernactiviteiten.
9. Zo is de cirkel rond. De onderneming heeft vreselijk veel aandeelhouderswaarde vernietigd.

Hoe het dan wel moet? Een onderneming moet investeren in nieuwe groeikansen vooraleer de huidige kernactiviteiten afbrokkelen. Zo wordt de onderneming ook een pionier, waardoor ze hoge toetredingsdrempels kan opwerpen (schaal- of kennisvoordelen, positieve netwerkeffecten en een sterk imago).

Veel ondernemingen die de tien principes toepassen, kunnen hun lange termijnvooruitzichten ongetwijfeld ver-

beteren. Maar wat als de belegger zich blindstaart op de korte termijn? Een lage aandelenkoers heeft in bepaalde situaties een weerslag op de prestaties. Dit is bijvoorbeeld een acuut risico voor startende bedrijven in hoogwaardige technologie. Zij hebben een hoge aandelenkoers nodig om hun groei te financieren en positieve signalen te geven aan medewerkers, klanten en leveranciers. Wanneer de aandelenkoers onder druk staat, verwatert een aandelenemissie het belang van bestaande aandeelhouders. Soms wordt de onderneming zelfs onaantrekkelijk voor potentiële beleggers. In dat geval zal het management misschien zijn plannen voor waardescheppende groei moeten uitstellen of schrappen. De beleggers geraken dan in paniek en de onderneming kan voor een habbekrats overgenomen worden. Of ze kapseist.

Een onderneming die krap bij kas zit, is ook kwetsbaar, zeker wanneer de arbeidsmarkt overspannen is, er weinig klanten zijn of leveranciers een sterke onderhandelingspositie innemen. Met een lage aandelenkoers kunnen medewerkers alvast geen opties aangeboden worden. Een hoog salaris is sowieso al moeilijk, waardoor het moeilijk wordt talent aan te trekken of te houden. Ook klanten stellen zich vragen. Zal die onderneming wel kunnen leveren? En een goede service bieden? Leveranciers en distributeurs kunnen hun voorwaarden verstrengen – als ze al niet afhaken. Als dan ook nog de banken en investeerders terugdeinzen... In zo'n geval kunnen de tien principes slechts in een mildere vorm toegepast worden. De onderneming moet immers overleven... op de korte termijn.

De meeste gevestigde en beursgenoteerde ondernemingen bevinden zich in betere omstandigheden, zodat ze geen excuus hebben om de tien principes te negeren. Managers en bestuurders mogen dan ook niet aarzelen. Ze moeten de onderneming naar niveau 10 brengen. Institutionele beleggers kunnen alvast waardemanagement eisen. Daar hebben alle aandeelhouders en alle betrokkenen het meest baat bij.

(Uit: Harvard Business Review, september 2006)

Het standpunt van de roeier - Ignace Van Doorselaere

Academici leven over het algemeen dicht bij de waarheid, maar vaak vér van de realiteit. Zij hebben het voordeel om in een goed geïsoleerde ruimte een wereld te kunnen analyseren waarin zij nooit écht hebben geleefd noch geploeterd. Hun analyses en diagnoses zijn nodig, vaak verhelderend – maar soms té makkelijk geponeerd vanuit het luchtledige, waar geen menselijke weerstanden zijn. Rappaport's taal in het artikel in Harvard Business Review is weliswaar direct en vaak toepasbaar.

Mijn standpunt daarentegen is dit van de roeier, of misschien de kapitein van één schip, die zelden het voordeel geniet van het perfecte overzicht noch het historisch perspectief, maar die door weer en wind zijn weg moet vinden naar een bewegende bestemming. Het biedt een andere invalshoek, minder juist in waarheidsgehalte, weliswaar dichter bij de realiteit waarin menig menselijk intrige en passie deel uitmaakt van het verhaal. En toch moet die boot vooruit – met een duidelijke richting, maar evenveel onverwachte stromingen en belemmeringen.

Rappaport stelt een aantal zinvolle zaken – maar de bedoeling van mijn repliek mag niet zijn om een aantal open deuren enkel wat verder te openen. Wel wil ik snel een paar 'ja-knikkers' onderstrepen want hoewel zeer evident, worden ze wel eens over het hoofd gezien.

- "De strategie van een onderneming moet gebaseerd zijn op de concurrentieomgeving (vergeet de klant niet), niet op de lijst van aandeelhouders". Strategie is 'winnen op lange termijn' en keuzes maken waarin je meer toegevoegde waarde hebt dan de anderen. Ja dus.
- "De essentiële vraag is : 'heeft de onderneming een gezond businessmodel en weet ze het uit te voeren ?" Alles draait om de visie op lange termijn en de vertaling ervan in relevante businessdrivers. Maak de poten onder je eigen tafel sterker, maar wees eerst zeker dat het de juiste poten zijn. Winst is hier een gevolg van en komt dus nadien.
- "Gooi nutteloze activa weg" Het is menselijk (maar zakelijk verkeerd) om te lang vast te houden aan projecten die niet draaien, activa die weinig toegevoegde waarde hebben of verlieslatende divisies waar je emotioneel mee verbonden bent. Is het blindheid of eergevoel die in de weg staan ? Het maakt niet uit.
- "Een onderneming die zich door waarde laat leiden koopt alleen eigen aandelen in wanneer het aandeel lager staat dan de onderneming waard is (volgens de beste inschatting van het management). Dit is zo simpel evident dat het soms over het hoofd gezien wordt.
- "Waardescheppende groei is de strategische uitdaging bij uitstek en vereist het vermogen om nieuwe en baanbrekende activiteiten te ontwikkelen" Daar zijn we allemaal van overtuigd, maar het is niet altijd simpel om aan te knopen met de volgende groeicurve vooral omdat bijna iedereen er naar op zoek is. Velen zijn geroepen, maar weinigen uitverkoren.

Tot hier een snelle selectie op basis van de visie van een eenzame roeier. Uiteraard wordt het spannender als we de controverse gaan opzoeken – de verschilpunten tussen theorie en praktijk of hemel en aarde.

Wat is waardecreatie eigenlijk ?

De prijs van het aandeel is niet meer dan het evenwicht tussen vraag en aanbod naar dat aandeel op een bepaald moment in de tijd. Dat evenwicht is het resultaat van een veelvoud van externe krachten – waarvan er nogal wat nauwelijks iets met de onderneming te maken hebben. Hoe zal de koers van Van de Velde of Inbev evolueren wanneer morgen China Taiwan aanvalt, de olieprijs 90$ bereikt na een staatsgreep in Pakistan of een aanval op Iran, de rente scherp stijgt door inflatiedruk of de Amerikaanse schuldbubbel barst onder het faillissement van de consument? Wat kan ik met mijn bootje als het zwaar stormt op zee? Hoeveel verdienste heeft ons managementteam anderzijds aan de bijna 4-jaar durende beurshausse die in 2003 aanvatte, deels gebaseerd op lage rentestanden en een fenomenale economische groei op wereldniveau? Het zijn vaak de stroming van de rivier of de kracht van de wind die de snelheid van mijn schip bepalen, eerder dan de kapitein en zijn team. Maar eigenlijk, wat maakt het uit, want het antwoord – de koers én dus de waarde van de onderneming - staat dagelijks in de krant.

Uiteraard blijft de strategische visie van de onderneming belangrijk, bepaalt de track record in hoge mate haar geloof-

waardigheid en zal de scherpte én implementatiekracht van het management fundamenteel blijven. De hierop gefundeerde analyse én projectie leidt uiteindelijk naar de verwachte groei van de EBITDA en vrije kasstromen [1] (het resultaat van goed management), en nadien wordt het een koud kunstje de netto actuele waarde van de vrije kasstromen te berekenen. Laten we het vooral niet hebben over hoe je tot die 'terminal value' komt en hoe gevoelig de juiste discontovoet is voor de berekening. Het punt is dat je finaal uitkomt bij een getal, *de intrinsieke waarde van de onderneming*, dat in principe dé juiste waarde zou moeten zijn aangezien ze rekening houdt met alle geïdentificeerde groeiprojecten.

Nu is de beurskoers zelden gelijk aan de actuele waarde van die kasstromen waarin alle korte- en lange termijn strategische keuzes zouden moeten ingecalculeerd zijn. Wie heeft er dan gelijk? De krant of de rekenmachine? Als we topmanagers belonen met aandelen- en optieplannen dan is 'de krant' ontegensprekelijk de relevante barometer. Je schakelt in dat geval managers en aandeelhouders gelijk in de beloningslogica. Dit neemt echter niet weg dat je de managers niet écht beloont voor wat ze hebben verwezenlijkt. Ze krijgen of te veel, of te weinig. Bij het tot stand komen van de beurskoers is de impact van externe factoren immers cruciaal. Is het dan niet beter om op basis van puur interne factoren en vaste formules te komen tot een beoordeling van de prestaties van het management? Bijvoorbeeld, door middel van de gerealiseerde groei van EBITDA of vrije kasstromen ? Zo kom je in elk geval dichter bij de échte waardecreatie door managers. Een nadeel is dat je niet ontkomt aan de controverse van de juiste berekeningswijze.

Hoe meten we verdienste?

Wat is de juiste waardemeter van de verdienste van het management? Een teambonus, gericht op vooruitgang op de juiste business-drivers die leiden tot een hogere EBITDA op 3 tot 5 jaar.

Om uit dit dilemma te geraken, is het volgens mij perfect mogelijk om te werken met een scorekaart. Een strategie laat zich vertalen in meerdere kwantificeerbare doelstellingen. Breng die samen in een scorekaart en je hebt een zeer zinvol instrument om de pijlers (i.e. *business drivers*) onder een onderneming in kaart te brengen. Mits goed afgelijnde doelstellingen komt het er voor het management op aan om vooruitgang te boeken op elk van die pijlers. Concreet zal dit raamwerk handelen over marktaandeel, merkimago, distributieposities, kostenstructuren, innovatietrajecten, kwaliteit van mensen,... Het kan haast niet anders dat vooruitgang op elk van die pijlers leidt tot EBITDA-groei. Als de pijlers goed geïdentificeerd zijn, dan is duurzame waardecreatie een logisch gevolg. Ik ben bijgevolg voorstander van een teambonus (bedrijven leiden is een ploegsport) voor het directiecomité, gekoppeld aan progressie op een aantal van die pijlers. Uiteraard dient EBITDA-groei deel uit te maken van die teambonus. Moet je hier 1 of 5 jaar vooruit denken? Sluit ik opties of aandelen uit? Neen, de beurskoers heeft ook zijn betekenis. De aangewezen weg is aldus een gezond evenwicht tussen enerzijds de scorekaartincentieven (= groei door interne verdienste van het bedrijf) én anderzijds aandelen en/of opties (= gelijkschakeling met de aandeelhouder). Een goede beloningslogica vindt een evenwicht tussen teambonus – kort of lange termijn gericht - en opties/aandelen – met mogelijkerwijze andere tijdshorizonten.

Verzoen kort met lang

Kies altijd de lange termijn, maar die staat minder in tegenspraak met de korte termijn dan we denken. Druk helpt om scherper te denken.

Waardecreatie heeft tijd nodig. Een strategie scherp zetten en implementeren, innovatieprogramma's rendabel vertalen naar de realiteit, merken versterken, kanalen uitbouwen, nieuwe markten innemen, schaalvoordelen creëren, een cultuur uitbouwen gebaseerd op goede principes en resultaatgerichtheid - dat heeft tijd nodig. Teneinde continu-

1 EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) of de bedrijfskasstroom, zijnde het bedrijfsresultaat voor rentelasten, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen. Vrije cashflow is een maatstaf die aangeeft of het bedrijf voldoende cash genereert om in de toekomst te kunnen blijven groeien.

iteit in te bouwen in de groeicurve, moet het bedrijf de groei goed faseren. McKinsey noemt dit horizon 1, horizon 2, horizon 3 denken. We weten allemaal dat EBITDA-groei alleen in de tekstboeken een rechte lijn is maar in de praktijk niet elk jaar naadloos aansluit op het ritme van het jaar voordien. Het is aan het management om een intelligent evenwicht te vinden tussen noodzakelijke investeringen voor lange termijngroei enerzijds en korte termijnbesparingen in vaste kosten, inkoopbesparingen, nutteloze promotie- en marketinginvesteringen anderzijds. Dit is constant dansen op een slappe koord, maar wel aan de juiste kant – die van de lange termijn. Toch hoeven korte en lange termijn elkaar niet zo vaak tegen te spreken als we denken. *De voetbalcoach die kampioen wil worden verliest best niet té veel wedstrijden op rij, maar het is inderdaad verstandig om een seizoen bewust de titel niet te willen halen om het team te versterken voor de komende 3 jaar.* Korte termijn progressie op relevante *business drivers* maakt de lange termijn geloofwaardiger en sterker.

Korte termijnprestatiedruk, zoals de kwartaal & halfjaarresultaten van beursgenoteerde ondernemingen, zal zeker helpen om scherpere keuzes te maken, mits je voldoende rust en overzicht behoudt. Beursgenoteerde bedrijven zijn het in feite aan zichzelf en hun aandeelhouders verplicht om aan de verleiding te weerstaan om de korte termijn te laten primeren op de lange termijn. Heel veel hangt hier echter af van de steun die ze vinden bij hun aandeelhouders én hun raad van bestuur. Is het toeval dat een recente studie van Patrick Millecam aantoont dat het vooral familiaal geleide bedrijven met een familiale referentieaandeelhouder zijn die de lange termijnrendementen van Berkshire Hathaway kloppen? Een goed management heeft een goede aandeelhouder nodig, en omgekeerd. De druk & transparantie van de beurs kan hierbij helpen, mits rust primeert op paniek.

Als bedrijfsleider doe je je best voor de onderneming en dus voor elke aandeelhouder. Je maakt geen onderscheid in de inspanning. Echter, 'een belegger' – als anonieme investeerder die enkel naar rendement kijkt en elke dag kan in- of uitstappen – is duidelijk wat anders dan een 'aandeelhouder' – zijnde een persoon die je kent en die een actief engagement biedt naast de financiële investering en ook niet zomaar kan in- of uitstappen in goede en slechte dagen. De aandeelhouder zal – mits er wederzijds vertrouwen is – meer steun bieden in moeilijke dagen en heeft door zijn situatie meer geduld en oog voor de lange termijn. Als je met de hoofdaandeelhouders aan tafel een moedige keuze maakt voor de lange termijn ontstaat er toch een ander soort 'druk' nadien. De tijdshorizon van de beoordelingscriteria ligt anders en er ontstaat meer zelfvertrouwen – ja zelfs een soort solidariteit die uiteraard nefast is bij slechte beslissingen. Je wordt als Raad van Bestuur iets minder gevoelig voor de *cash-flow* druk van 'morgen' – ook al mag die nooit wegebben want te veel toegeeflijkheid leidt tot winterslaap.

De menselijke dynamiek

> *Bedrijven leiden is geen spelletje, omdat het ook gaat over de mens - zijn energie, zijn vertrouwen, zijn passies en frustraties. Waardecreatie is een doel, businessdrivers vormen het kader, mensen maken het de moeite waard.*

Ook al is het menselijk dat de band met een stabiele aandeelhouder tot meer betrokkenheid leidt, wie ook die aandeelhouder moge zijn, ik werk echter vooral voor en met de collega's en medewerkers rondom mij – omdat we er plezier in scheppen om samen te knokken, elkaar beter te maken en liefst de wedstrijd te winnen. Dat geeft voldoening als je 's avonds thuis komt. Uiteraard bouwen we samen een huis voor de lange termijn.

In dat huis fungeren geldstromen als een thermometer, maar de menselijke dynamiek – in al zijn dimensies zoals die van medewerker, klant, ondernemingsraad, leverancier,... - is veel boeiender. Een bedrijf is een gemeenschap met een doel. Het doel - waarde creëren voor klanten, mensen motiveren, kasstromen laten groeien voor de aandeelhouders - leidt tot een beleidskader (Cf. scorekaart) waarbinnen de eerlijkheid en de scherpte van de menselijke dynamiek essentieel blijft. Managen is het kanaliseren van menselijke energie naar duurzame doelstellingen, niet het maximaliseren van winst. Dit doe je op basis van inzet en vertrouwen, ook in moeilijke omstandigheden. Dit mag evenmin leiden tot zachte heelmeesters – de harde leerschool is en

blijft de beste. Goed stakeholdermanagement ligt derhalve zeer dicht in de buurt van goed shareholdermanagement. Een goed aandeelhouder kiest voor vertrouwen ten aanzien van de klanten, de medewerkers en de leveranciers en een goed stakeholdermanager weet dat hij zijn aandeelhouder tevreden moet houden.

Een parachute is geen bonus

Parachutes zijn in wezen verkeerd, dat raden van bestuur ze toestaan is onverstandig.

Ik wil mijn betoog graag eindigen met een nadrukkelijke knipoog naar de actualiteit. Managers zouden zich pas op het einde van het jaar de vraag mogen stellen hoe groot de bonus is. Het is een verdiende beloning voor goed werk, maar geen doel op zich. Anderzijds mogen ze zich niet onderbetaald voelen. De aandeelhouder heeft de plicht om te delen met degene die een deel van hun leven investeren in zijn geld. Het is niet zozeer het maximaliseren van de bonus, maar het maximaliseren van voldaanheid met een aanvaardbare bonus die de échte zielen van de huurlingen onderscheidt. Het is – mag ik hopen – niet de grootte van de bonus, maar de scherpte van de targets en de kwaliteit van de feedback die het verschil maken voor de motivatie van de mens. Maar de bonus helpt, laten we niet hypocriet zijn.

Wel storend zijn parachutes. Waarom mag de kapitein een schip in moeilijkheden verlaten met een reddingssloep vol goud? Waarom zou het voor een CEO moeilijker zijn om een nieuwe job te vinden dan voor een arbeider of bediende na ontslag? De toegevoegde waarde zit in de vergoeding en de bonus tijdens het werk, niet in de parachute erna. Nooit zou ik als aandeelhouder of Raad van Bestuur parachutes toekennen – en evenmin zou ik ze vragen als CEO. Een correcte afscheidsvergoeding tussen de 6 en 9 maanden moet kunnen. Iedereen heeft recht op wat tijd om zich te herori-ënteren.

voorheen reeds verschenen in de reeks beleidsnota

1. De concurrentiepositie van België anno 2004: het falen van de loonnorm
door Marc De Vos, Geert Janssens, Johan Van Overtveldt

2. De relatie tussen loonlastenverlaging en jobs
door Jozef Konings

3. 'Duovaardigheid' bevorderen: op weg naar een organisatie die resultaatgerichtheid en aanpassingsvermogen met elkaar verzoent
door Julian Birkinshaw, Cristina Gibson, met Aimé Heene

4. Rusland na het communisme: een normaal land
door Andrei Shleifer en Daniel Treisman

5. Loonkosten en jobcreatie: regionale en sectorale verschillen
door Jozef Konings

6. Snelle jongens: Naar een betere intergratie van nieuwkomers in de onderneming
door Keith Rollag, Salvatore Parise, Rob Cross en ingeleid door Leon Vliegen

7**. Vennootschapsbelasting in Europees perspectief**
door Hylke Vandenbussche

8. Zin en onzin van fusies en overnames
door Herman Vantrappen, Koen Dejonckheere, Paul Van Hooghten

9. Mobiliteit, rekeningrijden en de prijsstructuur in de transportsector
door Bruno De Borger

10. Notionele interestaftrek: een nieuwe fiscale incentive
door Chris Vandermeersche

11. Leidt de EU-uitbreiding tot sociale afbouw?
door Filip Abraham

12 A. Het QWERTY-model. Sociaal-economisch overleg in België
door Johan Van Overtveldt, Geert Janssens en Serge Huyghe

12 B. De AZERTY-toets. Internationale lessen voor het Belgisch overlegmodel
door Johan Van Overtveldt, Geert Janssens en Serge Huyghe

13. Vennootschapsbelasting, tewerkstelling en groei
door Jozef Konings en Hylke Vandenbussche

14. Processie van Echternach. Het Belgische concurrentievermogen: twee vooruit, drie achteruit
door Geert Janssens en Johan Van Overtveldt

15. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen in Vlaanderen
door Xavier Carbonez

16. Blind date!? Het psychologisch contract als uitdaging voor HRM
door Dirk Buyens, Ans De Vos en Thomas Dewilde

17. Kortsluiting op energiefactuur. Stijgende energieprijzen zijn voetveeg voor concurrentiekracht
door Daan Killemaes

Waarde creëren voor de aandeelhouder? Is dat nog mogelijk in een wereld waar het aandeelhouderschap zelf vluchtig is geworden en vaak kiest voor gewin op korte termijn? Volgens Alfred Rappaport, emeritushoogleraar aan Northwestern University, zijn dit soort overwegingen flauwe kul. Aan de hand van tien principes laat hij zien dat de sleutels om een lange termijnstrategie veilig te stellen hoofdzakelijk liggen bij de bedrijfsleiding zelf. In een tweede bijdrage hamert Ignace Van Doorselaere, CEO bij Van de Velde, er op dat het daarbij van essentieel belang is om de verdienste van het management tot het eindresultaat correct in te schatten en dito te belonen. Als men die voorwaarde goed invult, liggen korte en lange termijn dicht bij elkaar en zijn de belangen van stakeholders en aandeelhouders nagenoeg dezelfde. Alles wat een team versterkt, leidt tot betere prestaties. En dat is wat alle supporters willen zien.

VKW Metena

Vertrekkend vanuit een economische oriëntatie doet **VKW Metena** aan onderzoekswerk dat betrekking heeft op brede maatschappelijke problemen en discussies.

verantwoordelijke uitgever

VKW Denktank
Sneeuwbeslaan 20
2610 Wilrijk

www.vkwmetena.be
vkw.metena@vkw.be