

Kapitaal moet renderen: de kapitaalmarkt verlangt realisatie van (kasstroom) potentie. *Hidden value* (vanuit immateriële activa, nieuwe concepten, reële disrupties), benutting van talent en human resources, en absolute outperformance ten opzichte van de concurrentie. Het is de taak van het toezicht die kasstroompotentie constant op het netvlies te houden – van bestuur, medewerkers, andere stakeholders én van zichzelf. Ook staat meervoudige waardecreatie, waaronder dus de kasstroom, steeds vaker op de agenda. Om dat te bereiken is goede governance een voorwaarde, betogen **Leen Paape** en **Leo van der Voort**.



Leen Paape is hoogleraar Corporate Governance aan Nyenrode Business Universiteit en tevens commissaris/toezichthouder bij een aantal organisaties.

Leo van der Voort is consultant en partner bij Fuel for living Strategies, spreker en auteur.

PERFORMEN ALS EEN TOPSPORTER MET DE BLIK VAN EEN ROOFVOGEL

'When the value of the company clearly has fallen below what its assets are worth, having a shareholder who says, 'Let's get a better board' can be helpful'.

Ben Horowitz, CEO Opsware

De roep om bescherming van het nationale erfgoed aan bedrijven neemt – nog steeds – toe. Maar we kunnen beschermen wat we willen, zolang bedrijven *structureel* ondermaats presteren blijft de kapitaalmarkt bedreigend. Dat vraagt meer dan een papieren werkelijkheid; dat vergt een drie-eenheid van durf, verbeeldingskracht en grensverleggend leiderschap. En dat blijkt schaars.

Steeds luider klinkt de roep om bescherming tegen activistische aandeelhouders. Het geweeeklaag over de 'uitverkoop van de BV Nederland' is niet van de lucht. We moeten, zo wordt gesteld, beter op onze 'kroonju-

welen' passen. Onze stelling is dat we erg weinig kroonjuwelen hebben (gedefinieerd als *langdurig* waardecreërende ondernemingen), en dat de daadwerkelijke kroonjuwelen erg goed op zichzelf passen. Zij realiseren voldoende waarde voor *alle* stakeholders om een eigen onafhankelijke koers te kunnen blijven varen.

Hoog tijd voor zelfkritiek

Zeer matige rendementen maakt beursfondsen tot aantrekkelijke (en vaak ook gemakkelijke) prooi voor veelal buitenlandse, sterk op kasstromen georiënteerde 'opkopers' (zoals KKR, Apax, CVC, TCI, et cetera) of andere strategische partijen. Nog zeer recent: de voorgenomen de-listings van DPA, ICT Groep en mogelijk KPN.

‘Toezichthouders moeten hun attitude veranderen; van *beheerskramp* naar *risicovreugde*’

Die matige rendementen reflecteren zich in de geboden overnamepremie's die fluctueren tussen 20 procent (Unilever/Kraft Heinz), 30 procent (Akzo Nobel/PPG), en 50 procent (TMG/Talpa) of meer, met als uitschieter de premie van 65 procent bij het bod van Fortis op ASR. Gemiddeld betalen de (buitenlandse) overnemers een premie van ruim 40 procent. In zekere zin zou je kunnen stellen dat, als er al sprake is van hijgerige activistische beleggers die bedrijven op de huid zitten, die bedrijven dat dus zelf veroorzaakt hebben. Niet de vermeende 'sprinkhanen' zijn dus het probleem, maar falend bestuur en het toezicht daarop. Ondernemingswaarde is gebaseerd op de waarde van de verwachte kasstromen die een onderneming weet te genereren met haar *asset base*. Overnemende partijen zien een flink hoger potentieel in die assets – dat kan zijn gelegen in kostenvoordelen, schaalvergroting, andere verdienmodellen, versnelling van innovaties, introductie op nieuwe markten, et cetera. Met andere woorden, zij verwachten blijvend hogere kasstromen te genereren dan de oorspronkelijke eigenaar. Indien dat niet het geval zou zijn, dan zou een de-listing zinloos zijn. Immers, wie biedt er op Apple, Intel, Google of ASML? Niemand. Zij zijn zelf in staat het maximale uit hun geïnvesteerd vermogen te halen. Maar ook klanten, vakbonden en medewerkers zijn zelden erg gelukkig met de performance van een onderneming. Er gaat van alles chronisch mis met de klanten- en medewerkerstevredenheid, met de beloning voor (fysiek) kapitaal en met het innovatievermogen. Dit zou op zichzelf al voldoende veranderingurgentie moeten genereren. Quod non. Daarmee kan ook de meervoudige waardecreatie niet uit de verf komen. De basis is immers niet op orde.

Activa worden onvoldoende omgezet in kasstromen. Het midden van risico's is in het huidige bedrijfsklimaat de meest riskante optie van allemaal. De échte bedrijfsuitdaging is om de ter beschikking staande

assets (overvloed aan menskracht, kapitaal, middelen) volledig te benutten met een gewetensvolle, volgehouden outperformance ten opzichte van de ten minste verlangde rendementseis. Heel veel ingewikkelder is het niet. Door de manifeste afwezigheid van beloftevolle en grensverleggende strategieën en de geringe ambitie om uitdagende en risicovolle, maar daarom erg lonende wegen in te slaan, verzanden we al snel in kostenreducties, desinvesteringen, inkoopprogramma's van eigen aandelen en vaak kansloze fusie- en overnametrajecten.

De spanning voor aandeelhouders (en andere financiers) verandert niet – ze moeten de overtuiging hebben dat hun investering tot een redelijk (!) rendement leidt. En dan zijn er zinnvollere zaken te bepraten dan het louter afserveren van aandeelhouders:

- Wat is een redelijk rendement? (Boeiende en transparante benaderingen zijn – met alle beperkingen – het Capital Asset Pricing Model/CAPM.)
- Gaat het om rendement uit waarde-extractie (bijvoorbeeld dividend, of inkoop van eigen aandelen) of waardecreatie (bijvoorbeeld door investeren)?
- Hoe belonen we loyaliteit van financiers?

Die houding van 'doe maar gewoon' staat in de weg van prikkelende visies op meervoudige waardecreatie en waarderealisatie. Het palet aan activa wordt onvoldoende uitgenut en omgezet in positieve kasstromen. Dat lokt sprinkhanen, roofookkapitalisten en barbaren.

Activistisch toezichthouden kent drie beslissende facetten

Bij toezichthouders gaat de aandacht meestal uit naar de financieel-economische kant van de bedrijfsvoering en de bijbehorende compliance-issues. Als alles budgettair en volgens de letter van de wet klopt, is het al snel goed. Applaus voor het bestuur, dat zorgt voor voorspelbaarheid, rust en het beloofde dividend. Maar

is goed in de huidige context eigenlijk nog wel goed genoeg? Moet er niet intensiever gezocht worden naar prestatieverbetering en naar kansen om (over)morgen nog relevant te zijn? Hoe houd je elkaar scherp als zelfgenoegzaamheid en tevredenheid op de loer liggen? Hoe vullen we de roep van de samenleving en de corporate governance code in om te streven naar (meervoudige) langetermijnwaardecreatie?

Tijdige verbeeldingskracht is een conditio sine qua non in strategievorming

Ambitie en verbeeldingskracht gaan in essentie over het telkens hoger leggen van de lat. Uit oprechte interesse voor de ontginning en inzet van het aanwezige potentieel. In moreel opzicht (waarden beleven en realiseren) en in strategisch-financieel opzicht (waarde creëren). Gezonde ambitie verplicht tot het optimaal benutten van de mogelijkheden die er zijn: de opgebouwde assets in de vorm van menskracht, kapitaal en middelen, en de aanwezige collectieve intelligentie. Betrokken leiders hebben de ambitie om die kwaliteiten optimaal tot wasdom te brengen; enthousiasmerend, prikkelend en samenbindend, zodat mensen individueel én collectief tot hun allerbeste prestaties komen. Leiders moeten niet uitgaan van het haalbare, zij prikkelen de fantasie en helpen om 'het onmogelijke' waar te maken. Dit type leiderschap bestaat uit een krachtige combinatie van voorstellingsvermogen en ambitie. Te denken valt aan Feike Sijbesma / ex-DSM, of Frans van Houten / Philips. Meervoudige waardecreatie – organisatie, mens en maatschappij – staat bij hen ook hoog in het vaandel.

Risico-aversie leidt tot verstarring

Een aantrekkelijk perspectief komt zelden zonder prijs. Het vergt moed om de structurele spanning tussen je comfortzone en het avontuurlijke leiderschapspad (naar een échte *purpose*) op te zoeken. Dit pad wordt nog spannender in een bedrijfscultuur waarbinnen risico-aversie, blinde gehoorzaamheid en passieve lijdzaamheid domineren. Het leidt tot een spagaat in onze ziel. De eigenschappen van het systeem worden met net zoveel kracht afgewezen als omarmd – zolang dit ons uitkomt. Voor deze zelfrechtvaardiging betalen we een hoge prijs: vervreemding van ons diepste weten

en verdamping van onze geloofwaardigheid als persoon en als leidinggevende. Het risico van een moedige stap voorwaarts is veel minder groot. Moed is nodig waar kennis, kunde en ervaring ontoereikend zijn geworden. Het is de brandstof om dingen uit te proberen waarvan de uitkomst onzeker is. Moed is niet de afwezigheid van angst; het is je angst voelen en tóch uit je comfortzone stappen.

Strategievorming is niets zonder realisatiekracht

Juist van leiders wordt verlangd dat ze voorgaan in het realiseren en versnellen van de noodzakelijke veranderingsprocessen. De S-curve leert ons dat er steeds moet worden geïnnoveerd om een nieuwe S-curve te kunnen starten. Dus, exploitatie en het focussen op de kasstroom kan niet zonder aandacht voor de exploratie als aanjager van toekomstige kasstromen en meervoudige waardecreatie. Het gebrek daaraan is veelal de reden dat 'barbaren' langskomen; zij zien wel potentie in het benutten van assets en competenties. Beter dus prestatieverbetering op eigen initiatief dan dat zij dat voor je komen doen. Deze leiders zijn daarbij ten opzichte van zichzelf en hun organisatie grensverlegend bezig. Om succesvol te zijn in deze rol moeten ze het onontgonnen potentieel zien en de moed hebben om hun mensen hierop aan te spreken. Daarmee is het willen geregeld, maar is er in de praktijk nog niets gebeurd. Dit vergt realisatiekracht: de bundeling van voorwaarts gerichte energie, vaktrots, doorzettingsvermogen en discipline. Menig bedrijf zou geholpen zijn met minder nadruk op reguleren, handhaven en straffen, maar juist op vertrouwen, motiveren en aanmoedigen. Om deze beweging te maken, is verhoging van de realisatiekracht van belang: dan groeit vanzelf het onderlinge vertrouwen dat deze verandering mogelijk maakt.

Nieuwe governance modellen zijn nodig voor (meervoudige) langetermijnwaardecreatie

De aandacht van toezichthouders gaat vaak meer naar het verleden uit dan naar de toekomst. Dat moet anders. De belangrijkste redenen zijn simpel te duiden:

- Hoeveel besteden wij aan innovatie en hoe succesvol is dat eigenlijk?
- En de meest indringende en persoonlijke vraag: ben ik wel de juiste persoon om het bedrijf alsnog *fit for the fight* te maken? En vooral, wanneer het uit de hand is gelopen: wat moet mijn omgeving doen geloven dat ik daar ook nu nog de juiste persoon voor ben?

Ambitieuzer, beter geïnformeerd en meer bij de pinken, voordat kapitaalkrachtige partijen dit noodzakelijk maken en paniek de reorganisatiedrijfveer wordt, die de handelingsvrijheid van het bestuur beperkt, veel geld kost en veel menselijk leed veroorzaakt. Daarom daagt een effectieve toezichthouder de status quo constant uit door onredelijk, onrealistisch en soms zelfs onuitstaanbaar te zijn – als het gaat om middelmatige prestaties, gebrekkig ondernemerschap en onvoldoende competente en scherpe bestuurders. Wie geen zin heeft in dergelijke confrontaties met barbaren aan de poort, moet zich niet op de beurs begeven. Daar wordt immers vooral gekeken naar de waarde van het aandeel en het groeipotentieel van de onderneming – en de benutting van dit potentieel. Daar wordt het bestuur terecht op aangesproken en beoordeeld; een goede rentmeester zorgt er nu eenmaal inherent voor dat alle assets meer dan voldoende (duurzaam) renderen. Zo'n rentmeester kan het niet uitstaan als bestuurders dit kunstje slecht beheersen. Dit laatste is nu het geval in veel Nederlandse ondernemingen. Toezicht, grijp in!

Gezocht: toezichthouders nieuwe stijl

Gelukkig is het niet aan het bestuur, maar aan de aandeelhouders om zich hierover uit te spreken. Zij 'stemmen met hun voeten'. Het bestuur heeft zijn kans gehad en heeft eenvoudigweg verzuimd de ultieme beschermingsconstructie in stelling te brengen: het realiseren van een dermate hoge waardering van het aandeel dat een premie vanuit een jager simpelweg 'niet uit' kan of zelfs wil. Als externe partijen wel actief interesse in een bedrijf tonen, zou deze belangstelling moeten uitnodigen tot oprechte zelfreflectie, zelfkritiek

en alertheid, gecombineerd met opwaarts corrigerende acties. Want alleen topresultaten en inspirerend en waarde toevoegend bestuurlijk gedrag leiden tot de gewenste autonomie en onafhankelijkheid. Nederland is een land vol overijverige toezichthouders. Ze hebben vaak twee drijfveren gemeen: hun gerichtheid op het behoud van de status quo en het zeker stellen van de belangen van de mensen wier belangen zij vertegenwoordigen. Zij willen liever geen verandering, en zeker geen verrassing, maar een heden dat zich eindeloos continueert. Onze disruptieve tijd vraagt bij uitstek om toezichthouders die op een activistische en energieke manier verantwoordelijkheid nemen voor de toekomst van hun onderneming en alle stakeholders. Dát is de beste beschermingsconstructie. Daarom is de 'toezichthouder nieuwe stijl' niet tevreden met gemiddelde resultaten. Dát is een reset om naar uit te kijken, noodzakelijk voor zowel korte als lange termijn.

Bronnen

- Bezemer, D., (2020). *Een land van kleine buffers*. Uitgeverij Pluim, Amsterdam.
- Heijne, S., & Noten, H., (2020). *Fantoomgroei*. Uitgeverij Atlas Contact, Amsterdam/Antwerpen.
- Keen, Steve (2011). *Debunking Economics: The Naked Emperor Dethroned?* Zed Books, London.
- Lazonick, W. (2017). Innovative Enterprise Solves the Agency Problem: The Theory of the Firm, Financial Flows, and Economic Performance. *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series No. 62y*.
- Mazzucato, M., (2018). *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*. Public Affairs, London.
- Paape, L., (2018). *Corporate Governance: De oogkleppen van het paard en de blik van de adelaar*. Nyenrode Business Universiteit, Breukelen.
- Piketty, T. (2019). *Kapitaal en ideologie*. De Geus, Amsterdam.
- Polanyi, K., (2001). *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd ed. Edition, Beacon Press, Boston.
- Raworth, K. (2017). *Doughnut Economics*. Penguin Books, London.
- Stout, L. A. (2012). *The Shareholder Value Myth*. Berrett-Koehler Publishers.

Leen Paape en Leo van de Voort zijn auteurs van *Fantoomtrots* (verschijnt september 2021 bij Uitgeverij Mediawerf).