

Beslisregels voor langetermijnwaardecreatie

Willem Schramade, Dirk Schoenmaker, Reinier de Adelhart Toorop

Received 15 February 2021 | Accepted 26 June 2021 | Published 12 July 2021

Samenvatting

Toekomstgerichte bedrijven sturen op langetermijnwaardecreatie (LTW) in plaats van alleen op aandeelhouderswaarde. LTW gaat om het beheren en balanceren van verschillende ‘waardedimensies’: financieel, sociaal en ecologisch. Dat vergt beslisregels voor de investeringen van bedrijven. Dit artikel leidt dergelijke beslisregels af door te analyseren wat nodig is voor LTW; en hoe LTW verschilt van aandeelhouderswaardemaximalisatie. Ook schetst het artikel transitietrajecten voor bedrijven die momenteel waardevernietigend zijn op één van de dimensies. Ten slotte introduceert het eenvoudige modellen die het mogelijk maken om specifieke soorten waarde te prioriteren, in overeenstemming met de missie van de onderneming.

Relevantie voor de praktijk

De corporategovernancecode stelt dat het bestuur van een onderneming op langetermijnwaardecreatie moet sturen. De code geeft echter geen nadering invulling. In de praktijk neemt het management vaak beslissingen op basis van kwalitatieve criteria. Dit artikel biedt managers modelmatige beslisregels voor langetermijnwaardecreatie.

Trefwoorden

langetermijnwaardecreatie, nettocontantewaarde, integralecontantewaarde, waardering

1. Inleiding

Ecologische en sociale problemen worden steeds meer ook een financieel probleem. Naast de gevaren van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies zijn er toenemende economische ongelijkheid en sociale problemen die de toekomst van onze samenleving in gevaar brengen. Dit alles zet het financieel-economisch systeem onder druk. Er is dringend behoefte aan betere methoden en resultaten, om binnen sociale en planetaire grenzen te blijven. Dat vraagt om een ander ondernemingsdoel: langetermijnwaardecreatie (LTW) in plaats van aandeelhouderswaarde of traditionele stakeholderwaarde. LTW combineert de sterke punten van die beide benaderingen om binnen sociale en planetaire grenzen te blijven. De herziene corporategovernancecode geeft ook aan dat het bestuur zich moet richten op de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap.¹ Dit vergt andere sturing en

vereist andere beslisregels. Dit artikel schetst dergelijke alternatieve beslisregels, die bedrijven helpen om de verschillende soorten waarde in evenwicht te brengen en om te gaan met afwegingen tussen soorten waarde.

De standaardwaarderingmethode in financiering is het Netto Contante Waarde (NCW)-model, dat de bedrijfs- of projectwaarde bepaalt door verdiscontering van de verwachte toekomstige kasstromen. Het is puur gericht op de financiële waarde en vertelt daarom niet het volledige verhaal. Ook de ecologische en sociale waarde moeten in overweging worden genomen. Eerdere pogingen zijn onder meer de *balanced scorecard* en de *multicapital scorecard*, die financiële, sociale en ecologische indicatoren op een kwalitatieve wijze meenemen in strategiebepaling en besluitvorming (Kaplan and Norton 1997; McElroy and Thomas 2015). De *scorecard*-benaderingen

geven echter geen heldere richtlijnen hoe de verschillende indicatoren te wegen en te aggregeren. De *operations research*-literatuur heeft een kwantitatieve methode, *multiple decision criteria analysis*, ontwikkeld (Greco et al. 2016). Deze methode maakt weging van de criteria mogelijk in besluitvorming, maar nog geen aggregatie. Recente ontwikkelingen in impactwaardering stellen bedrijven in staat om ecologische en sociale waarde in hun eigen eenheden te meten en ze vervolgens in monetaire vorm uit te drukken via prijzen (De Adelhart Toorop et al. 2019; Serafeim et al. 2019). De monetarisering maakt aggregatie mogelijk.

De waarde op lange termijn is gebaseerd op het concept van integrale waarde, dat financiële, sociale en ecologische waarde combineert (Schoenmaker and Schramade 2019). Daarmee verschuift de beslisregel van NCW naar Integrale Contante Waarde (ICW), die bovendien genuanceerder wordt toegepast. Dit artikel laat zien hoe dat werkt en neemt daarbij het perspectief van de onderneming die maatschappelijk verantwoord wil ondernemen.² In het onderzoek staat de vraag centraal hoe integrale waarde, geïntroduceerd door Mayer (2018), Schoenmaker and Schramade (2019) en Edmans (2020), modelmatig kan worden uitgewerkt tot beslisregels voor investeringen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 beschrijft wat problematisch is in de huidige aandeelhouderswaarde- en stakeholderbenaderingen, hoe LTW eruit zou moeten zien en wat de gevolgen zijn voor besluitvorming. Dat stelt ons in staat om in paragraaf 3 zowel investeringsbeslissingen als waardecreatieprofielen van bedrijven te classificeren in termen van LTW versus aandeelhouderswaarde. Daarmee leiden we in paragraaf 4 LTW-principes en -modellen af. Paragraaf 5 concludeert.

2. Een alternatieve ondernemingsdoelstelling: naar LTW

2.1. Langetermijnwaardecreeatie

De huidige bedrijfsmodellen slagen er niet in om sociale standaarden (zoals goede werkomstandigheden, betaling van leefbaar loon en geen kinderarbeid in de waardeketen) en planetaire grenzen (zoals beperking CO₂-uitstoot en geen verlies van biodiversiteit) te respecteren. Het aandeelhouderswaardeparadigma houdt geen rekening met sociale (S) en ecologische (E) externaliteiten (Schoenmaker and Schramade 2019). Hoewel synergiën tussen de financiële (F), ecologische (E) en sociale (S) waarde in theorie worden meegenomen in het aandeelhouderswaardeparadigma, worden ze in de praktijk meestal genegeerd. Die synergiën zijn er: als een bedrijf in staat is om waarde te creëren op E en S, dan maakt het meer kans om op lange termijn waardecreërend te zijn op F. Immers, als externaliteiten (zowel positief als negatief) worden

geïnternaliseerd, dan winnen de bedrijven die daarop een concurrentievoordeel hebben (Edmans 2020). Dat wil zeggen, de zware vervuiler zal zijn F zien afnemen of zelfs negatief worden, terwijl de bedrijven die goed presteren op E en S worden beloond met sterkere F.

Sommigen beweren dat bedrijven het zich niet kunnen veroorloven om meer aandacht te geven aan E en S, omdat dat hen uit de markt zal prijzen (Kaplan 2020). Het argument van de productconcurrentie is in de praktijk echter niet sterk: het neemt impliciet aan dat de externaliteit statisch is. Bedrijven met hoge marges kunnen een deel van die marge opgeven door hogere kosten te maken zonder de prijzen van hun producten te wijzigen. Verder kunnen bedrijven hun bedrijfsmodel aanpassen en overgangstrajecten ontwerpen om negatieve E en S in de loop van de tijd te verminderen.

Ook de stakeholderbenadering is niet goed genoeg. Deze houdt onvoldoende rekening met toekomstige generaties en het milieu, die immers hun stem niet verheffen. Bovendien scoort het stakeholdermodel slecht op het nemen en afleggen van verantwoording, omdat het geen duidelijke besluitvormingsregels geeft voor hoe met de verschillende belangen om te gaan (Tirole 2001).

Om toch sociale en planetaire grenzen te respecteren, is een model nodig dat zorgt voor:

1. inclusie van belangen van alle huidige en toekomstige belanghebbenden;
2. een langetermijnperspectief;
3. verantwoording.

Langetermijnwaardecreeatie (LTW) biedt die drie voorwaarden. LTW ligt ook ten grondslag aan de Nederlandse corporategovernancecode, zoals aangegeven in de introductie. Kwantificering van LTW helpt om afwegingen tussen agency-problemen en duurzaamheid te beoordelen. Zo stellen De Adelhart Toorop et al. (2017) een maatschappelijke toets voor bij overnames om de belangen van alle stakeholders mee te laten wegen. Alleen als de langetermijnwaarde van de gefuseerde bedrijven (zoals bijvoorbeeld bij AkzoNobel-PPG of Unilever-Kraft Heinz) hoger is dan die van de som van de afzonderlijke bedrijven zou de fusie doorgang kunnen vinden. Een ander recent voorbeeld betreft Danone, waarbij de aandeelhouders de CEO, die een duurzame strategie heeft geïmplementeerd, hebben weggestuurd vanwege ondermaatse financiële prestaties. De performance zou aan de hand van de langetermijnwaardecreeatie in plaats van alleen financiële waardecreatie kunnen worden beoordeeld.

2.2. Inclusie van belangen van alle huidige en toekomstige belanghebbenden

De inclusie van alle belangen van huidige en toekomstige belanghebbenden vindt plaats door middel van het concept van integrale waarde, waarbij financiële waarde (F), sociale waarde (S) en ecologische waarde (E) worden gecombineerd (Schoenmaker and Schramade 2019). Sociale

waarde omvat de gevolgen voor werknemers (menselijk kapitaal) en de lokale gemeenschap (sociaal kapitaal), terwijl ecologische waarde de gevolgen voor de fysieke omgeving (natuurlijk kapitaal) meet. Impactwaardering stelt bedrijven in staat om sociale en ecologische waarde in hun eigen eenheden te meten en ze vervolgens in monetaire vorm uit te drukken. De gehanteerde prijzen voor de monetaïsering zijn afgeleid uit kosten- en welvaartsgebaseerde methoden (De Adelhart Toorop et al. 2019; Serafeim et al. 2019). Meting van S en E is tegenwoordig steeds beter mogelijk, al zijn beoordelingen van E en vooral S doorgaans minder robuust dan die van F; en nog weinig bedrijven gebruiken ze al expliciet voor sturing.

De grote vraag die we stellen is hoe die besturing eruit moet zien – en in het bijzonder wat de relatie moet zijn tussen E en S aan de ene kant, en F aan de andere kant. Met andere woorden, hoe kunnen we integrale waarde definiëren en erop sturen?³

Een ‘eenvoudige’ manier is om F, E en S te sommeren, wat mogelijk is als ecologische en sociale waarde worden uitgedrukt in dezelfde taal als de financiële waarde. Maar we moeten hier voorzichtig te werk gaan. Het salderen van waarden mag niet tussen de verschillende dimensies gebeuren (De Adelhart Toorop et al. 2019). Bedrijven die E en/of S sterk verminderen, kunnen immers nog steeds een positieve integrale waarde hebben als F voldoende groot is, terwijl hun waardecreatie voor de samenleving twijfelachtig is.

2.3. Langetermijnperspectief

Een langetermijnperspectief houdt rekening met alle huidige en toekomstige stakeholders. Dit omvat de natuur en heeft verschillende gevolgen. Ten eerste veronderstelt dit perspectief een economie die binnen planetaire grenzen opereert (Steffen et al. 2015). Gezamenlijk mogen economische actoren niet bijdragen aan (verdere) overschrijding van de veilige ruimte voor planetaire systemen (bijvoorbeeld geen netto-uitstoot van broeikasgassen, geen bijdrage aan biodiversiteitsverlies). Ofwel, alle ondernemingen bij elkaar mogen geen negatieve gevolgen hebben voor de planeet (E). Maar het vermijden van verdere schade is niet genoeg. Met name op het gebied van biodiversiteit, klimaat en stikstof moeten de ecosystemen weer actief worden hersteld om aan de planetaire grenzen te voldoen (Steffen et al. 2015).

Ten tweede veronderstelt het langetermijnperspectief een economie die binnen sociale grenzen opereert, dus zonder uitbuiting en met leefbare lonen in elk deel van de waardeketen, respect voor mensenrechten en gendergelijkheid (Raworth 2017). De som van alle ondernemingen creëert dus ten minste een niet-negatieve waarde op S. Idealiter creëert de typische of gemiddelde onderneming zelfs positieve waarde op S.

Het derde gevolg is een economie die binnen financiële grenzen opereert met bedrijfsmodellen die economisch levensvatbaar zijn. Positieve waarde op F (dat wil zeggen geen financieel verlies) is een voorwaarde om ook

E- en S-waarde te kunnen genereren. Dit geldt evenzeer voor sociale en missie-gedreven ondernemingen die hun maatschappelijk doel (E en/of S) vooropzetten en geen winst(maximalisatie) (F) nastreven.

Deze drie gevolgen betekenen dat E, S en F geaggregeerd allemaal niet-negatief (of zelfs positief) moeten zijn (Schoenmaker and Schramade 2019). De economie bevindt zich daarmee in kwadrant 2 van het waardevenster (zie Tabel 1).

Tabel 1. Het waardevenster.

	E+S waardevernietigend	E+S waardecreërend
F waardecreërend	Kwadrant 1 Uitbuiting	Kwadrant 2 Win-win
F waardevernietigend	Kwadrant 3 Neergang	Kwadrant 4 Liefdadigheid

Bron: Schramade (2020).

Om kwadrant 2 te bereiken, zullen E, S en F voor de meeste bedrijven positief moeten worden. Bedrijven die nu in kwadrant 1 zitten, moeten naar kwadrant 2 om in bedrijf te blijven; anders verdwijnen ze (kwadrant 3). Het eindmodel is kwadrant 2 en er zijn overgangstrajecten nodig voor kwadrant 1 (Kurznack et al. 2021). Dat is een kans voor de koplopers, vooral wanneer regeringen hun regels en belastingen versnellen om externaliteiten op S en E te internaliseren. Zo zullen bedrijven zoals Philips en Novozymes profiteren van een hogere CO₂-prijs, omdat deze bedrijven een strategie hebben gevonden om de CO₂-uitstoot te beperken ten opzichte van hun concurrenten (Schoenmaker and Schramade 2019).

2.4. Verantwoording

Verantwoording over LTW heeft verschillende gevolgen voor bedrijven. Ten eerste betekent het dat ze intern zicht hebben op hun waardecreatie op E, S en F en zorgen voor een redelijke mate van externe transparantie. Ten tweede kunnen ze uitleggen hoe ze de afweging tussen E, S en F maken. Ten derde worden bedrijven (en hun managers) die waardecreatief zijn op E, S en F, daarvoor beloond en gestimuleerd. Ten vierde moeten bedrijven die waardevernietigend zijn op E, S of F, een geloofwaardig pad naar waardecreatie in alle waardedimensies laten zien.

In plaats van maximalisatie, gaan we uit van allostase (Sterling 2004). Dat is een concept uit de gezondheidszorg dat vraagt hoe de stabiliteit kan worden hersteld als antwoord op een ernstige uitdaging. Dan blijkt dat alle belangrijke indicatoren ieder in een gezond bereik moeten liggen. Het simpelweg maximaliseren van de som der delen volstaat niet. In plaats daarvan spreken Lima de Miranda and Snower (2020) van een “gebalanceerde welzijnsfunctie”. Die zou het volgende gedrag moeten opleveren:

- Investeringsbeslissingen zijn netto waardecreatief op integrale waarde. Netto negatieve waarden zijn onaanvaardbaar. Voor zover die activiteiten bestaan,

Tabel 2. F, E en S afwegen in investeringsbeslissingen.

Project type	Waarde van F, E en S	NCW F zegt	ICW F+E+S zegt	Zelfde uitkomst	Uitleg
1	F>0, E≥0 en S≥0	ja	ja	ja	Alle drie ≥0, dus ICW positief. Doen, tenzij er betere projecten zijn. Gedaan want F>0, tenzij concurrerende projecten hogere F bieden.
2	F>0, E<0 of S<0 zodanig dat nog steeds F+E+S>0	ja	ja	ja	F en ICW positief, dus doen, tenzij er betere projecten zijn. Schadeherstel in de negatieve component moet serieus worden overwogen
3	F>0, E<0 en/of S<0 zodanig dat F+E+S≤0	ja	nee	nee	F positief, maar ernstige schade elders (negatieve E en/of S). Het wordt gedaan want F>0, maar is onwenselijk.
4	F≤0, E en S zodanig dat F+E+S>0	nee	ja	nee	Negatieve F, maar positieve E, S en ICW, dus wenselijk vanuit maatschappelijk perspectief. Maar gebeurt niet vanwege F.
5	F≤0, E en S zodanig dat ook F+E+S≤0	nee	nee	ja	ICW negatief, dus doe het niet. "Gelukkig" ook F≤0, zodat bedrijven niet in de verleiding komen om dit te doen.

Bron: Analyse van de auteurs. Opmerking: F is financieel, E is ecologisch, en S is sociaal. NCW is nettocontantewaarde en ICW is integralecontantewaarde.

- worden ze tijdens een overgangperiode uitgefaseerd.
- Investeringsbeslissingen die negatieve E en S hebben, maar die nog steeds netto positief zijn over de integrale waarde als gevolg van positieve F, zijn ook niet aanvaardbaar. Ze kunnen echter aanvaardbaar worden gemaakt door verbetering van de negatieve E en S ten koste van (een deel van de) F. Ook hier geldt een overgangperiode.
- Investeringsbeslissingen die negatieve E en positieve S hebben of andersom, worden kritisch beoordeeld. Ze kunnen alleen aanvaardbaar zijn als de positieve bijdrage groter is dan de negatieve – en zelfs dan zijn ze problematisch, omdat hun bijdrage aan sommige belanghebbenden ten koste gaat van anderen. Verbetering van de negatieve effecten moet worden overwogen.⁴
- Bedrijven met een aanzienlijke waardevernietiging op E, S of F zullen hun investeringen en inspanningen vooral richten op verbetering van hun zwakste waardedimensie.
- Voor ondernemingen die waardecreatief zijn op alle drie de dimensies zal de prioritering van verdere verbeteringen afhangen van de missie en mogelijkheden van het bedrijf. Het is dan wel zinvol om de drie soorten waarde op te tellen.

Samengevat: als alle drie de waardedimensies positief zijn, dan is optellen toegestaan. Als er een of meer negatief is, dan overheerst de meest negatieve. Een geloofwaardig transitiepad terug naar positief is dan de belangrijkste focus. Het volgende deel past deze benadering toe op investeringsbeslissingen en waardecreatieprofielen van bedrijven om waarderings- en investeringsprincipes af te leiden voor een LTW-model.

3. Classificatie van investeringsbeslissingen en waardecreatieprofielen in een LTW-model

In deze paragraaf brengen we in kaart hoe investeringsbeslissingen en waardecreatieprofielen eruit zien op twee sets van besluitvormingsregels: aandeelhouderswaarde (NCW; alleen F) en integralecontantewaarde (ICW; F, S

en E). Deze classificatie wordt vergeleken met de wenselijkheid vanuit een duurzaam waardeperspectief op lange termijn.

3.1. Classificatie van bedrijfsinvesteringsbeslissingen

Laten we uitgaan van een simplistische wereld waarin investeringsbeslissingen kunnen variëren in drie dimensies: prestaties op F, E en S; en waarin elk slechts drie waarden kan aannemen, negatief, neutraal en positief.⁵ Dat levert vijf soorten investeringsvoorstellen op, waarbij NCW en ICW afwisselend dezelfde en een verschillende conclusie geven. Tabel 2 geeft daarvan een overzicht.

De bovenste en onderste rijen van Tabel 2 tonen de gevallen waarin er sprake is van afstemming tussen ICW en NCW. De andere gevallen zijn de interessantste:

1. **Overinvesteringsbeslissingen** in het derde type waar investeringen plaatsvinden (vanwege positieve NCW) terwijl dit onwenselijk is (ernstige schade aan E en/of S).
2. **Onderinvesteringsbeslissingen** in het vierde type waar investeringen niet plaatsvinden (omdat NCW negatief is) terwijl ze wenselijk zijn (ICW>0 en geen schade).

Investeringsbeslissingen worden niet in een vacuüm genomen, maar in een bepaalde bedrijfscontext. Daarom is het zinvol om ook waardecreatieprofielen van bedrijven te classificeren.

3.2 Classificatie van waarde creatieprofielen van ondernemingen

Net zoals bij investeringsprojecten, kan ook het geheel van bedrijfsactiviteiten variëren qua waardecreatie op integrale waarde (IW; F, S en E). Dit geeft 5 soorten waardecreatieprofielen (overeenkomstig de projecttypen in Tabel 2).

Bedrijven van type 1 en 4 zijn maatschappelijk wenselijk, maar bedrijven van type 4 zijn financieel niet levensvatbaar, tenzij ze geholpen worden door de overheid (bijvoorbeeld via subsidies) vanwege hun maatschappelijke wenselijkheid. Bedrijven van type 5 zijn noch sociaal wenselijk, noch financieel levensvatbaar. In de praktijk kunnen dergelijke zombiebedrijven echter in leven worden gehouden door overheidssubsidies.

De belangrijkste uitdagingen liggen bij bedrijven van types 2 en 3. Sommige daarvan zijn zeer schadelijk (type 3 met negatieve integrale waarde), maar legaal, zoals tabaksbedrijven. Het ergste zijn type 3-bedrijven die type 3-projecten (zie Tabel 2) doen. LTW-beslisregels kunnen bedrijven van type 3 sturen naar projecten van type 1 of 4 zodat hun waardecreatieprofiel verbetert. Het principe van allostase zegt dat deze bedrijven zich daarbij moeten richten op projecten die precies het type waarde herstellen waarvan het bedrijf het meeste vernietigt.

Bedrijven van type 2 zijn netto wel waardecreatief, maar waardedestructief op E of S. Dit is vooral problematisch in de gevallen waarin die schade niet herstelbaar is. Dergelijke bedrijven zijn minder schadelijk dan die van type 3, maar ook talrijker: een groot deel van de economie heeft effectief dit profiel. Het is maar de vraag of deze bedrijven een ‘license to operate’ hebben. Is het toestaan van salderen over verschillende dimensies, zoals we impliciet hebben toegestaan, dan in orde? Net als bedrijven van type 3 kunnen deze bedrijven zich verbeteren door zich op projecten met positieve E en S te richten. Idealiter doen type 1-bedrijven vooral projecten van type 1. Maar zelfs die bedrijven moeten beslissen wat te prioriteren. Dat hangt dan af van hun missie (Mayer 2018).

4. Besluitvormingsprincipes en -regels in een LTW-model

4.1 Principes voor een LTW model

Op basis van de bespreking van het LTW-concept in paragraaf 2 en de numerieke voorbeelden in paragraaf 3, stellen we vier principes voor LTW voor in Tabel 3.

Aan de hand van de modelleringsprincipes ontwikkelen we verschillende modellen, met verschillende doelfuncties, op basis van:

1. diverse formules voor waardecreatie W (verschillende weging van positieve en negatieve waarden gerelateerd aan principes #1 tot en met #3)
 - a) Model A – eenvoudige som: $W = F + \beta \cdot S + \gamma \cdot E$
 - b) Model B – geen saldering: $W = \min(F, \beta \cdot S, \gamma \cdot E)$

- c) Model C – negatieve waarden bestraffen: $W = 1 * \{F^+ + \beta \cdot S^+ + \gamma \cdot E^+\} + \delta * \{F^- + \beta \cdot S^- + \gamma \cdot E^-\}$ met $\delta > 1$ (waarbij het superscript +/- staat voor respectievelijk een positieve/negatieve waarde)

2. diverse parameters voor bèta en gamma (verschillende weging van de waardedimensies gerelateerd aan principe #4) om rekening te houden met zowel wettelijke als sociale limieten voor bedrijven; en om bedrijven in staat te stellen op missie te sturen:
 - a) Regime 1: financieel regime dat blind is voor duurzaamheid: $\beta = \gamma = 0$
 - b) Regime 2: gematigde waardering van duurzaamheid: $\beta = \gamma = 0,5$
 - c) Regime 3: gelijke weging: $\beta = \gamma = 1$
 - d) Regime 4: missie-georiënteerd: $\beta = \gamma = 2$

De modellering van LTW sluit aan bij de *sustainable finance* (SF)-typologie van Schoenmaker and Schramade (2019). In *finance-as-usual* wordt alleen F meegewogen (regime 1). Dit geeft in feite de ‘oude economie’ weer. In SF 1.0 staat F voorop met een beperkte weging van S en E. Dit regime 2 weerspiegelt de huidige realiteit van sommige redelijk duurzame bedrijven, die wel wat in E en S willen investeren maar niet ten koste van al te veel F. SF 2.0 weegt de drie waarden in gelijke mate. Dit regime 3 reproduceert het eenvoudige integralewaardemodel. In SF 3.0 staan de sociale en ecologische waarde voorop met een lagere weging voor de financiële waarde. Dit regime 4 betreft de kleine subset van bedrijven die puur voor hun missie bestaan, waarbij de sociale en ecologische aspecten een groter gewicht krijgen dan het financiële aspect. Dit zijn bijvoorbeeld bedrijven die de industrie willen opschudden en hopen dat hun voorbeeld gevolgd wordt. Het Nederlandse chocolademerkt Tony’s Chocolonely is een voorbeeld van een missie-gedreven bedrijf dat zo’n visie heeft.

4.2 Een vergelijkende analyse van modellen

In deze sub-paragraaf worden de modellen vergeleken. De basis voor de vergelijking zijn de vijf waardecreatieprofielen uit paragraaf 3. Ter illustratie gebruiken we concrete waarden voor F, E en S, die elk drie waarden kan aannemen: -5, 0 en 5. Tabel 4 maakt gebruik van model A

Tabel 3. Besluitvormingsprincipes en modelimplicaties.

Principe	Uitleg	Modelimplicaties
1. Brede waardecreatie: waardecreatie wordt gestimuleerd en is positief voor alle drie de waardedimensies.	Dit is het langetermijndoel voor alle beslissingen, maar is niet altijd onmiddellijk mogelijk op bestaande activiteiten.	Optimaliseer W $F \geq 0, S \geq 0, E \geq 0$
2. Transitie: waar waarde wordt vernietigd, wordt een transitiepad naar herstel vastgesteld.	Dit moet gelden voor alle drie de waardedimensies. Het transitiepad naar het beëindigen van de waardevernietiging moet geloofwaardig zijn.	Dit kan worden vastgelegd in transitiecurves.
3. Niet-substutueerbaar: salderen is in beginsel niet toegestaan.	Negatieve effecten kunnen in beginsel niet worden gecompenseerd door positieve effecten, zelfs niet binnen dezelfde categorie. Als een project bijvoorbeeld de uitstoot van broeikasgassen vermindert, maar de biodiversiteit schaadt, moeten beide effecten zichtbaar zijn en worden geëvalueerd.	Negatieve waarden hebben een groter effect dan positieve waarden van dezelfde omvang. Dat kan met een wegingsfactor (hier: $\delta > 1$).
4. Missie: ondernemingen hebben de ruimte om hun eigen missie vast te stellen en in de besluitvorming op te nemen.	De ruimte voor de eigen missie is groter naarmate beter aan bovenstaande voorwaarden wordt voldaan. De missie weerspiegelt waar bedrijven goed in zijn. Daarom kan het bedrijf prioriteit geven aan een specifiek type waarde, zonder de anderen te verwaarlozen.	Prioriteit kan met wegingsfactoren (hier: bèta en gamma). Deze worden bepaald door de betrokken aandeelhouders en belanghebbenden van het bedrijf.

Tabel 4. Model A – eenvoudige sommatie.

	Waarde	Onderneming type 1	Onderneming type 2	Onderneming type 3	Onderneming type 4	Onderneming type 5
Huidige waardecreatieprofielen	F	5	5	5	-5	0
	S	5	5	-5	5	-5
	E	5	-5	-5	5	0
Regime 1: alleen financiële waarde	W	5	5	5	-5	0
Regime 2: gematigd duurzaam	W	10	5	0	0	-2,5
Regime 3: gelijke gewichten	W	15	5	-5	5	-5
Regime 4: missie-gedreven	W	25	5	-15	15	-10

Tabel 5. Model B – geen verrekening.

	Waarde	Onderneming type 1	Onderneming type 2	Onderneming type 3	Onderneming type 4	Onderneming type 5
Huidige waardecreatieprofielen	F	5	5	5	-5	0
	S	5	5	-5	5	-5
	E	5	-5	-5	5	0
Regime 1: alleen financiële waarde	W	0	0	0	-5	0
Regime 2: gematigd duurzaam	W	2,5	-2,5	-2,5	-5	-2,5
Regime 3: gelijke gewichten	W	5	-5	-5	-5	-5
Regime 4: missie-gedreven	W	5	-10	-10	-5	-10

– dus met sommatie van alle waarden, waarbij saldering (netting) wordt toegestaan. De waarde W van de onderneming - onder model A - wordt uitgewerkt voor de vier regimes uit paragraaf 4.1.

Opvallend is dat zelfs het ondernemingstype 4 (maatschappelijk waardevol, maar financieel onvoldoende) waardevol wordt onder gelijke gewichten en missie-gedreven parameters. Het probleem met model type A is echter dat het salderen effectief toestaat in alle regimes (schending van principe #3), zelfs onder missie-gedreven parameters (regime 4). Zo hebben bedrijven van type 2 een positieve W in regime 4, ook al zijn ze problematisch door hun waardecreatie op F en S ten koste van E. Ze worden in dit model niet “gestraft” voor negatieve bijdragen (schending van principe #2).

Model B in Tabel 5 lost de problemen van model A op door geen saldering toe te staan (principe #3). Dit model richt zich op het type waarde dat het meest negatief is. Ook betekent het financiële regime niet langer $W = F$, maar wordt $W = \min(F, 0, 0)$. Het resultaat is echter dat de bedrijven van type 2, 3 en 5 in feite als hetzelfde (in casu niet waardevol) worden beschouwd, wat niet evenwichtig lijkt (te restrictief). Immers, type 2-bedrijven zijn negatief op S of E, terwijl type 3-bedrijven negatief zijn op beide. Het model ziet dit onderscheid niet. Verder kan model B tot onderinvesteringen leiden: het kan de risicobereidheid van het management voor nieuwe projecten verminderen, omdat deze potentiële negatieve waarden (ten koste van alles) wil vermijden. De eenzijdige nadruk op verbeteren van de minimumwaarde beperkt de waardecreatie (schending van principe #1).

In model C ten slotte, krijgen negatieve waarden (aangeduid met het superscript -) een hoger gewicht, door ze te wegen met een factor $\delta > 1$. In Tabel 6 wordt $\delta = 2$ gebruikt, wat consistent is met gedragsbevindingen over verliezen: het effect daarvan op welzijn wordt ervaren als zijnde van gelijke (doch tegenovergestelde) omvang als winsten van ongeveer tweemaal dat bedrag (bijvoorbeeld Kahneman and Tversky 1979). Daar staat tegenover dat een dergelijke verliesmijdende nutsfunctie kan leiden tot

risicozoekend gedrag van het management in een verlies-situatie. Dat vraagt om extra aandacht van de raad toezicht.

Model C komt ‘evenwichtig’ over, met name in regime 3, aangezien het duidelijk onderscheid maakt tussen bedrijven van type 2, 3 en 5. Verder wordt het salderingsprobleem aanzienlijk beperkt. Bedrijven worden zwaar gestraft voor negatieve waarden in S of E, maar ze worden niet zo snel afgeschreven als in model B. Het is duidelijk dat herstelinvesteringen dan lonen. Als een type 2-onderneming een negatieve E- of S-waarde kan verminderen ten koste van F, dan zal dat de W verhogen. Bovendien wordt onderneming type 4 (maatschappelijk waardevol, maar financieel niet) relevant onder gelijke gewichten en missie-gedreven parameters. Dit zijn sociale ondernemingen die vanuit de overheid of private bronnen (een goededoelenstichting en/of filantropie) financieel worden ondersteund in hun missie.

4.3 Beoordeling van modellen

In de Tabellen 4 tot en met 6 betekenen de negatieve cellen dat de onderneming zijn doel niet haalt, gestraft kan worden en zich zal moeten aanpassen. Een voorbeeld van straf is dat langetermijnbeleggers weglopen als ze geen verbeterpotentieel richting kwadrant 2 in Tabel 1 zien. Een ander voorbeeld is de overheid die negatieve uitkomsten verbiedt of belast. Voor aanpassingen hebben ondernemingen geloofwaardige transitietrajecten (onderbouwd met daadwerkelijke investeringen) nodig richting kwadrant 2.

De modelmatige beslisregels kunnen op dynamische wijze worden toegepast. Ondernemingen (en hun financiers) kunnen de waarde-implicatie van interventies schatten. Een voorbeeld is het berekenen van de integralecontantewaarde van de introductie van een koolstofarme technologie. Een ander voorbeeld is de verwachte kosten van herscholing van werknemers mee te nemen bij het ontwikkelen van transitietrajecten. Verder kunnen banken en investeerders het LTW-model gebruiken om de waardecreatie van engagement met ondernemingen

Tabel 6. Model C – negatieve waarden bestraffen.

	Waarde	Onderneming type 1	Onderneming type 2	Onderneming type 3	Onderneming type 4	Onderneming type 5
Huidige waardecreatieprofielen	F	5	5	5	-5	0
	S	5	5	-5	5	-5
	E	5	-5	-5	5	0
	F ⁺	5	5	5	0	0
	S ⁺	5	5	0	5	0
	E ⁺	5	0	0	5	0
	2*F ⁻	0	0	0	-10	0
	2*S ⁻	0	0	-10	0	-10
	2*E ⁻	0	-10	-10	0	0
	Regime 1: alleen financiële waarde	W	5	5	5	-10
Regime 2: gematigd duurzaam	W	10	2,5	-5	-5	-5
Regime 3: gelijke gewichten	W	15	0	-15	0	-10
Regime 4: missie-gedreven	W	25	-5	-35	10	-20

in hun portefeuille te schatten. Het LTW-model kan ook worden gebruikt om impact op te schalen. Net als bij nettocontantewaarde, selecteert integralecontantewaarde de projecten met de hoogste integrale waarde.

Tot slot rijst de vraag welk model de voorkeur verdient. Dit doen we door toetsing aan de drie principes voor het model uit Tabel 3. Model A telt de drie waardedimensies op, met verschillende gewichten. Dit is eenvoudig, maar heeft als nadeel dat saldering toegestaan is (schending van principe #3). Hierdoor kunnen bedrijven waardevernietiging in de ene dimensie (veelal S of E) continueren en compenseren met waardecreatie in een andere dimensie (veelal F). Model B lost het salderingsprobleem op door zich te richten op de zwakste schakel. Dit kan echter te restrictief zijn, omdat het ondernemingen belemmert in de creatie van positieve waarden (schending van principe #1).

Model C maakt onderscheid tussen ondernemingen in termen van waardecreatie. Zowel positieve als negatieve waarden worden meegenomen, met een groter gewicht voor negatieve waarden. Dit geeft ondernemingen een prikkel om sociale en ecologische externaliteiten te verminderen. Bij toepassing van de principes uit Tabel 3, komt model C overeen met LTW omdat het streeft naar positieve waardecreatie op alle drie de dimensies als langetermijndoel (principe #1) en tegelijkertijd prikkels geeft om negatieve waarden (principe #2) en substitutie (principe #3) uit te faseren.

5. Conclusies

Toekomstgerichte bedrijven sturen op langetermijnwaardecreatie (LTW) in plaats van alleen op aandeelhouderswaarde. LTW gaat om het beheren en balanceren van verschillende soorten waarde: financieel (F), sociaal (S) en ecologisch (E). Dat vraagt om beslisregels voor de investeringsbeslissingen van bedrijven. Dit artikel leidt

dergelijke beslisregels af door te beginnen met wat nodig is voor LTW; en hoe LTW verschilt van aandeelhouderswaardemaximalisatie en de stakeholderbenadering. Ook schetst het artikel transitietrajecten voor bedrijven die momenteel waardevernietigend zijn op een van de dimensies. Ten slotte introduceert het eenvoudige modellen die het mogelijk maken om specifieke soorten waarde te prioriteren, in overeenstemming met de ondernemingsdoelen.

Het balanceren van positieve en negatieve waarden is een belangrijk element van deze beslisregels. Bij het louter sommeren van positieve en negatieve waarden is saldering mogelijk. Onevenwichtigheden in de sociale en/of ecologische dimensie kunnen zich dan verder opstapelen, zoals nu in de praktijk gebeurt. Het andere uiterste, geen saldering, is echter zeer restrictief. Elke negatieve waarde moet dan worden vermeden, wat kan leiden tot een stilstand van bedrijfsinvesteringen en daarmee van waardecreatie. De beslisregels die negatieve waarden sterker wegen dan positieve waarden (model C) maken LTW mogelijk. Bedrijven hebben dan een prikkel om negatieve (sociale en ecologische) waarden uit te faseren en zodoende positieve waarde op alle drie de dimensies te creëren op lange termijn.

Een tweede element van onze beslisregels is de wegging over de verschillende waardedimensies. Ons model stelt bedrijven in staat om hun mate van duurzaamheid te kiezen: van gematigd (lagere gewichten voor E en/of S dan voor F), via gelijke gewichten, tot missie-gedreven (hogere gewichten voor E en/of S dan voor F). Hoewel de meerderheid van de bedrijven gematigde of gelijke gewichten zal toepassen, is de minderheid van missie-gedreven bedrijven zeer belangrijk. Dit zijn de koplopers die de transitie naar een economie binnen sociale en planetaire grenzen mogelijk maken door bedrijfstakingen en waardeketens op te schudden (Kurznack et al. 2021). De bedrijven, die er vervolgens in slagen hun comparatieve voordeel het beste op te schalen, zijn de uiteindelijke voorlopers, die de transitie versnellen (Edmans 2020).

- **Dr. W. Schramade** is fellow van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation en oprichter van de Sustainable Finance Factory.
- **Prof. dr. D. Schoenmaker** is hoogleraar financiering aan de Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit en academisch directeur van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation.
- **Dr. R. de Adelhart Toorop** is hoofd onderzoek van het Impact Institute.

Dankwoord

De auteurs danken Chris Knoops (editor), een anonieme reviewer, Arnoud Boot, Erik Breen, Alex Edmans, Charles Evers, Gianfranco Gianfrate, Hans Haanappel, Abe de Jong, Colin Mayer, Daniel Metzger, Kjell Nyborg, Annebeth Roor, Arjen Siegmann en Hans Stegeman voor nuttig commentaar.

Noten

1. Zie <https://www.mccg.nl/?page=5178>.
2. Zie Zuidema (1983) voor maatschappelijke kosten- en batenanalyse (KBA) van overheidsprojecten.
3. Geïntegreerde waarde is gerelateerd aan de kapitaalbenadering van de International Integrated Reporting Council (2013), die gebruik maakt van zes kapitalen: financieel en gefabriceerd kapitaal (financiële waarde), sociaal en menselijk kapitaal (sociale waarde), natuurlijk kapitaal (ecologische waarde) en intellectueel kapitaal (alle drie waarden).
4. In feite kan hetzelfde argument worden gemaakt voor investeringen die positief zijn voor sommige aspecten binnen E (of S), terwijl ze negatief zijn op andere. Bijvoorbeeld een bedrijf dat broeikasgassen afzondert om klimaatverandering te beperken, maar de biodiversiteit schaadt.
5. De lijst van 27 mogelijkheden levert vijf soorten situaties op. De volledige lijst is bij de auteurs op te vragen.

Literatuur

- De Adelhart Toorop R, De Groot Ruiz A, Schoenmaker D (2017) Maatschappelijke toetsing overnames is nodig. *ESB* 102(4752): 360–363. <https://esb.nu/esb/20030103/maatschappelijke-toetsing-van-overnames-is-nodig>
- De Adelhart Toorop R, Kuiper J, Hartanto V, De Groot Ruiz A (2019) Framework for impact statements, Beta Version. Impact Institute, Amsterdam. <https://www.impactinstitute.com/framework-for-impact-statements/>
- Edmans A (2020) *Grow the pie: How great companies deliver both purpose and profit*. Cambridge University Press, Cambridge, 368 pp. <https://doi.org/10.1017/9781108860093>
- Greco S, Figueira J, Ehr Gott M (2016) *Multiple Criteria Decision Analysis*. Springer, New York, 1347 pp. <https://doi.org/10.1007/978-1-4939-3094-4>
- IIRC [International Integrated Reporting Council] (2013) The international <IR> framework. IIRC, London. <https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>
- Kahneman D, Tversky A (1979) Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47(2): 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kaplan R, Norton D (1996) *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business School Press, Boston.
- Kaplan S (2020) The enduring wisdom of Milton Friedman. In: Zingales L, Kasperkevic J, Schechter A (Eds) *Milton Friedman 50 years later*. ProMarket & Stigler Center, Chicago, 4–6.
- Kurznack L, Schoenmaker D, Schramade W (2021) A model of long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment te verschijnen*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1920231>
- Lima de Miranda K, Snower D (2020) Recoupling economic and social prosperity. *Global Perspectives* 1(1): 11867. <https://doi.org/10.1525/001c.11867>
- Mayer C (2018) *Prosperity: Better business makes the greater good*. Oxford University Press, Oxford.
- McElroy M, Thomas M (2015) The MultiCapital scorecard. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 6(3): 425–438. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-04-2015-0025>
- Raworth K (2017) *Doughnut economics: Seven ways to think like a 21st-century economist*. Random House Business Books, London.
- Schoenmaker D, Schramade W (2019) *Principles of sustainable finance*. Oxford University Press, Oxford.
- Schramade W (2020) *Duurzaam kapitalisme. Een andere kijk op waarde*. Bertram + de Leeuw, Haarlem.
- Serafeim G, Zochowski R, Downing J (2019) *Impact-weighted financial accounts: The missing piece for an impact economy*. White Paper. Harvard Business School, Boston. https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Documents/Impact-Weighted-Accounts-Report-2019_preview.pdf
- Steffen W, Richardson K, Rockström J, Cornell S, Fetzer I, Bennett E, Biggs R, Carpenter S, De Vries W, De Wit C, Folke C, Gerten D, Heinke J, Mace G, Persson L, Ramanathan V, Reyers B, Sörlinet S (2015) Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet. *Science* 347(6223): 736–747. <https://doi.org/10.1126/science.1259855>
- Sterling P (2004) Principles of allostasis: optimal design, predictive regulation, pathophysiology, and rational therapeutics. In: Schulkin J (Ed.) *Allostasis, homeostasis, and the costs of physiological adaptation*. Cambridge University Press, Cambridge, 17–63. <https://doi.org/10.1017/CBO9781316257081>
- Tirole J (2001) Corporate governance. *Econometrica* 69(1): 1–35. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00177>
- Zuidema T (1983) Investeringsbeslissingen in de overheidshuishouding. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 57(7/9): 293–298. <https://doi.org/10.5117/mab.57.20918>