



Waardemanagement 2.0

Op 27 november stond met grote koppen voorop *het Financieele Dagblad*: 'Beursfondsen verbranden geld'. Een artikel dat ten onrechte de indruk wekt dat het verbranden van geld alleen bij beursfondsen gebeurt. Feit is dat het ook daarbuiten op grote schaal voorkomt. Lees je het artikel, dan wordt al snel duidelijk dat het best vreemd is dat we er zo weinig mee bezig zijn. Waardemanagement was ooit, zeker bij grote ondernemingen, top of mind. Maar het heeft die aandacht niet vast weten te houden.

Op zoek naar de drivers achter omzet, kosten en risico's en daarmee cash

Het managen van waarde heeft betrekking op financiële, maar ook op minder of zelfs niet-financiële zaken, die allemaal hun impact hebben op de waardeontwikkelingen van – en binnen – ondernemingen. Zo beschouwd is het managen van waarde geen doel, maar een middel om in het belang van alle stakeholders waarde te optimaliseren. Waardeontwikkeling waar niet zozeer direct, maar vooral ook indirect, de aandeelhouder wijzer van wordt. Hoogste tijd om het waardebegrip weer eens af te stoffen en in de huidige tijdgeest te plaatsen.

Daartoe is dit artikel als het ware de kapstok waar vervolgens allerlei waardebegrippen aan op kunnen hangen. En wel zo dat een moderne controller er met succes een dashboard op kan ontwikkelen.

Wat was ook al weer waardemanagement?

We laten de discussie over wat nu eigenlijk waardemanagement of value based management (VBM) is maar over aan de specialisten. Simpelweg om twee redenen. De ene is dat VBM al gauw weer naar de financiële invulling neigt. De andere is dat verlichte geesten als Stern & Stewart een term als economic value added (EVA), op tijd van een 'trademark' hebben voorzien en ook Copeland cs in hun bestseller 'Valuation' weliswaar breed starten maar toch al snel in 'sometjes' vervallen. Niet onbelangrijk, maar er is meer dan dat. Bij Holland Consulting Group hadden ze dat beter begrepen. Daar produceerden enkele partners een uitermate leesbaar werkje onder de titel 'Value Based Scorecard'. Een prima leidraad om er meer mee te doen en met een mooie integratie met denken in scorecards. Overigens gedachtengoed dat ook van een 'trademark' werd voorzien.

Feitelijk is waardemanagement een methode waarmee het management van ondernemingen de eigen inspanningen zodanig kan richten dat een tevoren beoogde uitkomst van het managementproces kan worden gerealiseerd, zo dat de output een zekere waardetoeename laat zien. Dat kan een waarde zijn, zoals Stern & Stewart, Copeland en HCG beogen, maar ook een waarde die hier, in eerste instantie, niets mee van doen heeft. Denk bijvoorbeeld aan 'medewerkerwaarde' of 'klantwaarde'. Het aardige van Copeland cs is dat ze er in hun boek wel oog voor hebben en enkele bruikbare voorbeelden ter illustratie aanreiken.

Hoe helpt waardemanagement?

Als management wil je vooral de goede dingen doen om de gestelde doelen en daarmee het creëren en ontwikkelen van waarde te realiseren. Maar je wilt vooral ook de goede dingen goed doen. In beide gevallen is er de keuze uit meerdere wegen naar Rome. Het komt aan op de afweging van alternatieven, ieder met eigen voor- en nadelen. Ook in financiële zin. Geld is immers schaars en zoekt zijn weg naar het hoogste rendement in relatie tot het geringste risico op mislukking. Geld kun je maar een keer uitgeven. In financiële jargon heet dat 'capital budgetting' en Copeland cs leggen je feilloos uit welke sommen je daar voor kunt maken. Zonder die ingewikkelde sommen heet het ook wel management control als het gaat om

het op resultaat sturen op de wat langere termijn en management accounting als het gaat om 'what-if op de korte termijn. Het gaat dan uiteindelijk om strategische en tactische keuzes, en ja, het worden dan ook financieel-strategische en financieel-tactische keuzes. Niet om ook hier de financiën de boventoon te laten voeren maar simpelweg omdat we nu eenmaal te behalen resultaten 'smart' en daarom in cijfers willen uitdrukken. Een casus ter verduidelijking.

De nieuwe cfo van een projectorganisatie wil van de manager opleiding & training weten wat hij toevoegt. Met andere woorden; wat is de toegevoegde waarde uit die investering. De manager weet dat er een lastig te leggen directe relatie is, maar wel een indirecte. Door een investering van een kwart miljoen in een trainingsprogramma projectbeheersing is er niet alleen een significante reductie van de faalkosten tijdens de projecten waardoor het resultaat verbetert. Ook wordt er beter op voorraden, debiteuren en onderhandenwerk gelet waardoor het werkzame vermogen lager is. De verbetering van het rendement is een veelvoud van de investering in training, door een beter resultaat ten opzichte van minder vermogen.

De nieuwe cfo van een projectorganisatie wil van de manager opleiding & training weten wat hij toevoegt. Met andere woorden; wat is de toegevoegde waarde uit die investering. De manager weet dat er een lastig te leggen directe relatie is, maar wel een indirecte. Door een investering van een kwart miljoen in een trainingsprogramma projectbeheersing is er niet alleen een significante reductie van de faalkosten tijdens de projecten waardoor het resultaat verbetert. Ook wordt er beter op voorraden, debiteuren en onderhandenwerk gelet waardoor het werkzame vermogen lager is. De verbetering van het rendement is een veelvoud van de investering in training, door een beter resultaat ten opzichte van minder vermogen.

Beursfondsen verbranden geld

De kosten om kapitaal aan te trekken zijn bij veel Nederlandse bedrijven hoger dan het rendement dat dit kapitaal oplevert. Dit geldt voor bijna de helft van de Nederlandse bedrijven met een beursnotering. Anders gezegd: deze bedrijven vernietigen waarde.

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 27 november 2013

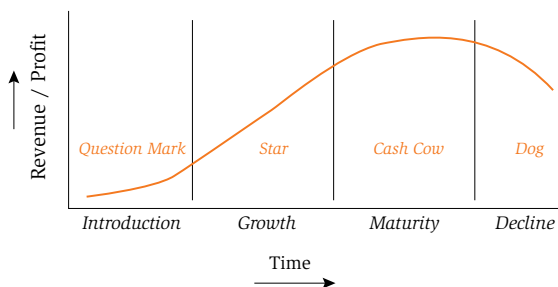


Het gaat dan om investeren in activiteiten en in activa, of er juist op besparen of afstand doen van activa. Kortweg: waar stop ik mijn dure geld in, respectievelijk waar haal ik het er weer uit? Maar ook: om cash te genereren, zal ik cash moeten besteden. De besteding moet dan wel een realistische relatie tot het genereren van cash hebben wil de exercitie zinvol zijn.

Ik veronderstel dat u enigszins bekend bent met het gedachtegoed van Michael Porter. Waar deze het heeft over zijn company- en productlifecycle en het zodanig managen van de supply chain dat er op zowel primair proces als ondersteunende activiteiten een meerwaarde te verdienen moet zijn, zal u dat enigszins bekend zijn. Even zo zal de Boston matrix bij de meesten wel bekend zijn.

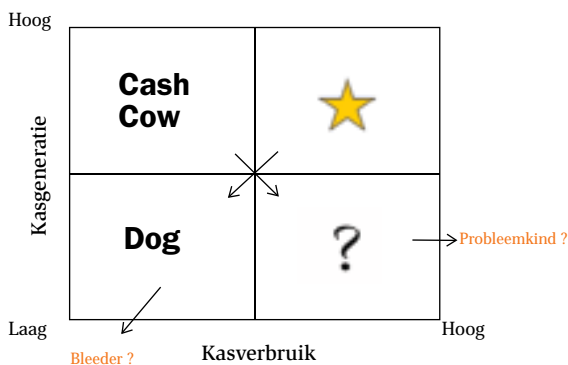
Interessant wordt het als we deze gedachten en modellen gaan combineren. In het gedachtegoed van Boston vervangen we marktaandeel door de mate van cashgeneratie, marktgroei is dan het besteden van cash. De kosten gaan immers voor de baten uit.

Op de as van het marktaandeel introduceren we een minimaal te genereren rendement en op de as van de marktgroei de niëren we een minimaal te realiseren groeivoet. En voila, de ?, stars, cash cows en dogs vinden moeiteloos hun plaats (figuur 1). Brengen we vervolgens de lifecycle van Porter in het schema dan wordt al snel duidelijk hoe die zijn weg vindt in het portfolio van activiteiten (figuur 2).



Figuur 1. Porter's Lifecycle samen met BCG gedachtegoed

We investeren immers alleen daar waar we naar verwachtingen de groeivoet kunnen realiseren en we aanvaarden dat we in eerste instantie de rendementseis niet kunnen halen. De vooruitzichten daarop moeten er echter wel zijn. Op straffe van een 'problem child'. Zoals bekend de andere naam van het ?-kwadrant. Hetzelfde



Figuur 2. De Boston Matrix vanuit kasperspectief

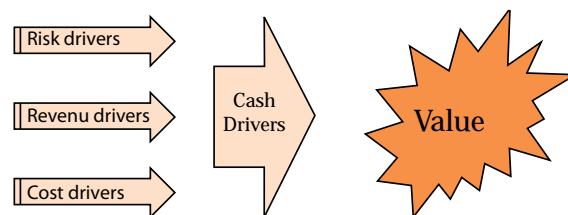
geldt voor activiteiten aan het einde van hun groeicurve en met onvoldoende rendement. Dat is waar 'het geld wordt verbrand'.

Het gaat uiteindelijk om het duurzaam cashgenererend vermogen van het portfolio als pijler onder waardeontwikkeling. Belangrijk is daarbij de samenhang tussen alternatieven voor input en alternatieven voor output. Die verbanden kunnen zichtbaar worden gemaakt met een 'waardeboom' of 'value tree' (figuur 3). Aan die boom hangen vruchten en soms zelfs laaghangend fruit. Een metafoor van soorten input met een signifiante output tot gevolg. Die vruchten heten ook wel 'waardestuwars' of 'value drivers'.

Waardeboom en waardestuwars: value tree en value drivers

De twee belangrijkste takken uit de stam van de waardeboom zijn ter ene zijde het te behalen resultaat en ter andere zijde het daartoe geïnvesteerde vermogen. Dat resultaat is weer het gevolg van omzet minus kosten en het geïnvesteerde vermogen bestaat uit vaste activa die langer aan de onderneming verbonden zijn en werkkapitaal als weerslag van operationele processen. Uit het behaalde resultaat in een percentage van het geïnvesteerde vermogen volgt het rendement.

Belangrijk is dat dit rendement hoger is dan de vergoeding die aandeelhouder en andere financiers vragen voor door hen ingebrachte financiering. Ook wel de WACC of gemiddelde gewogen kapitaalkostenvoet. In een gewogen gemiddelde en op basis van risicoperceptie indiceerde recent *het Financieele Dagblad* een goed te maken voet van zo'n negen procent. Een onderneming die structureel onder die voet scoort doet of niet de goede dingen, of de goede dingen niet goed, ofwel een combinatie van beiden.



Figuur 4. Value drivers

Meer aandacht voor de verschillende drivers binnen de onderneming en haar waardeboom is gewenst:

- » revenue drivers: wat beïnvloedt de opbrengsten? Denk aan klanttevredenheid, prijs-kwaliteit, concurrentiepositie maar ook de kwaliteit van verkopend personeel en service en marketinginvesteringen;
- » cost drivers: wat veroorzaakt de grootste kostenposten en hoe kosteneffectief is men? Denk aan productiviteit, inkoop van grondstoffen, faalkosten. Maar ook aan bijvoorbeeld ziekteverzuim;
- » risk drivers: welke markt-, operationele en financiële risico's beïnvloeden de kostenstructuur, de opbrengsten en het geïnvesteerde vermogen. Wat is de kans

op een event en als het zich voordoet wat is dan de impact;

- » cash drivers: revenue, cost en risk drivers beïnvloeden de cash flow en hebben daarmee impact op het kas genererend vermogen.

Kengetallen rendement en waardecreatie

Er zijn verschillende maatstaven voor rendement op geïnvesteerd vermogen. De norm is echter niet het doel op zich. De keuze wordt veelal bepaald door de mate waarin er detaillering mogelijk is en hangt ook af van uit welk niveau binnen de onderneming wordt beoordeeld in verband met belastingdruk. Een nadere beschouwing leert dat veel maatstaven een vooral financieel technische achtergrond hebben (zoals CFROI) of veel maatwerk aanpassingen vereisen (zoals economic value added). Soms ook is de praktische toepassing te beperkt (zoals bij residual income: bedrijfsresultaat – vermogenskosten).

Grofweg blijven er twee categorieën over die ook in de waardeboom te vinden zijn.

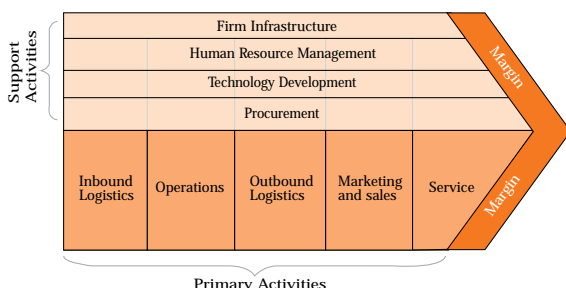
Dat kan zijn return on investment (ROI) als uitkomst van bedrijfsresultaat/totaal vermogen en ROCE of wel in gewoon Nederlands het rendement op het werkzame vermogen.

De laatste maatstaf gaat niet uit van het totaal geïnvesteerd vermogen maar van het netto geïnvesteerd vermogen. Feitelijk dus vaste activa + werkkapitaal. Gebruikelijk bij deze methode is dat in plaats van het bedrijfsresultaat, het bedrijfsresultaat na belasting wordt toegepast. In jargon NOPAT (net operating profit after tax).

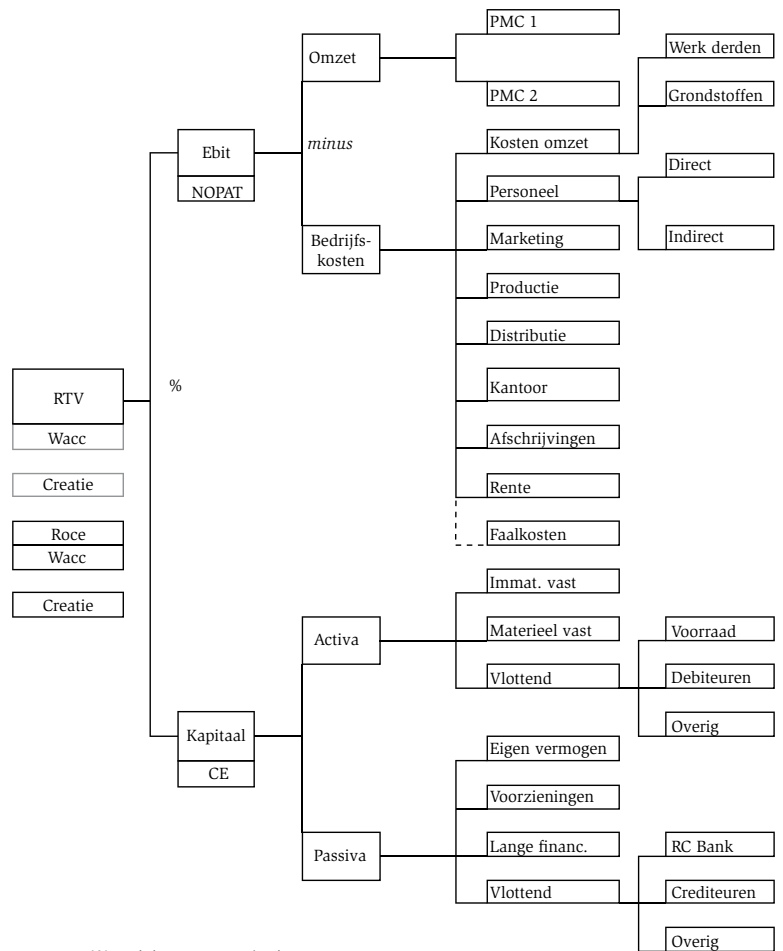
Wanneer u de literatuur erop naslaat, leest u dat deze rendementenormen vooral vanuit economisch perspectief moeten worden toegepast en niet boekhoudkundig. Theoretisch gezien juist als er wordt gewerkt met contante waarden van activa en kasstromen. Als opstap naar het waardedenken, zoals hier bedoeld, wordt het daardoor juist een ‘nancieel feestje met zelf opgehangen slingers’ en sterft het in schoonheid.

Op zoek naar de drivers

De uitdaging voor veel ondernemingen en hun controllers, is te vinden in het onderzoek naar de drivers achter omzet, kosten en risico's en daarmee cash. Daarvoor is in het gedachtegoed van Michael Porter een goed hulpmiddel beschikbaar in de vorm van zijn waardeketen. Meer in het bijzonder een van schakels daarvan.



Figuur 5. De waardeketen van Porter



Figuur 3. Waardeboom nancieel

Wat ons te doen staat is aan de hand van een praktische vertaling van de theorie naar praktische inzichten en dito praktijkcases de verschillende domeinen en hun drivers ‘handjes en voetjes’ te geven. Daartoe zal in vervolgvragen van *Tijdschrift Controlling* telkens een domein worden uitgediept.

Meer lezen

- » Copeland, T., T. Koller, J. Murrin, *Valuation*, McKinsey & Company.
- » *De Value Based Scorecard*, Holland Consulting Group (www.HCG.net).
- » www.valuebasedmanagement.net voor een overzicht van technieken en de methoden.

