

# VOOR ELK WAT WILS:

## Het voorstel voor de herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code

### **Inleiding**

GOVERNANCE IS VAN GROOT BELANG voor de gezonde ontwikkeling van de onderneming en haar maatschappelijke verankering. Bovendien leert de geschiedenis dat de governance van grote beursgenoteerde ondernemingen, met enige vertraging, medebepalend is voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, voor banken en voor grote instellingen in de tertiaire sector.

De belangrijkste bijdrage van een goede verdeling van taken en bevoegdheden tussen de organen van de onderneming schuilt in het opvoeren van de kwaliteit van het bestuur van de onderneming, dat wil zeggen de besluitvorming en bedrijfsvoering.

Goede besluitvorming vergt een richtinggevend uitgangspunt dat een gezonde ontwikkeling van de onderneming mogelijk maakt. Het is te prijzen dat de commissie aansluit bij de inmiddels breed gedragen opvatting dat ondernemingen zich zouden moeten richten op lange termijn waardecreatie. De commissie laat de kans onbenut om de voordelen daarvan te specificeren. En daarmee de kans sceptici te overtuigen van de vele voordelen van deze keuze. In deze lacune wordt hieronder in kort bestek voorzien.

Ernstiger is dat de commissie ervoor pleit dat “bij het formuleren van de strategie een zorgvuldige belangenafweging van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders wordt gemaakt”. Of de gezonde ontwikkeling van de onderneming gediend is met het “stakeholdermodel” moet ernstig worden betwijfeld, zoals hieronder wordt betoogd.

Ten slotte faalt de commissie door geen enkele aandacht te besteden aan de onverenigbaarheid van haar voorstellen met de huidige en inmiddels in vele ondernemingen diep verankerde praktijk om aandeelhoudersrendement centraal te stellen: het “shareholder” model.

De voorgestelde code reikt de onderneming drie fundamenteel verschillende uitgangspunten aan, met alle risico's van dien voor een richtingstrijd. Waardecreatie zou centraal moeten staan omdat dit de belangen van investeerders, en niet de beleggers, dient als ook indirect, door de nadruk op continuïteit en ontwikkeling van de onderneming, de belangen van de direct betrokken partijen als leveranciers, klanten en partners.

### **Waardecreatie**

Een aantal voordelen van de keuze voor waardecreatie als centrale doelstelling van de onderneming springen direct in het oog. Concentratie op de huidige en toekomstige kasstromen maakt het mogelijk na te gaan waar binnen de onderneming kapitaal wordt vernietigd en waar kapitaal rendeert. Het biedt een rationele grond voor allocatie van mensen en middelen en

onderbouwt, waar noodzakelijk, het afstoten of stopzetten van activiteiten. In het algemeen wordt de basis voor besluitvorming steviger omdat de waarde van geld, nu en in de toekomst, expliciet in beschouwing wordt genomen.

Afwijkingen van geprojecteerde kasstromen kunnen gemakkelijk en snel worden geïdentificeerd wat de wendbaarheid van de onderneming ten goede komt. Bestrijding van interne fraude en corruptie, beiden onderschatte problemen, wordt makkelijker.

De keuze voor economische waardecreatie maakt de bijdrage van alle functies in alle geledingen van de ondernemingen zichtbaar. Werk dat moet leiden tot een structurele verbetering van de door de onderneming gecreëerde waarde, dat doorgaans in stafafdelingen plaatsvindt, krijgt de waardering die het verdient. Het legt een goed te verdedigen basis voor de beoordeling van bestuur, management en medewerkers.

Ten slotte biedt waardecreatie en het streven naar een economisch surplus een veel betere basis voor het dividendbeleid dan winst. Waar de schijnzekerheid van de winst wordt losgelaten - een slechte voorspeller van de toekomstige prestaties van de onderneming - resteert de confrontatie met een onzekere toekomst als de enige weg vooruit. Minder comfortabel, wel noodzakelijk.

### **Belangenbehartiging**

De Commissie meent dat waardecreatie het beste gediend is met inachtneming van de belangen van alle bij de onderneming betrokken partijen. Dit suggereert een mate van autonomie van ondernemingen die ver staat van de werkelijkheid. De onderneming bepaalt maar in zeer beperkte mate wie de belanghebbenden zijn. In de praktijk wordt de ondernemingsagenda mede vastgesteld door vertegenwoordigers van deelbelangen die zich gelegitimeerd weten door de keuze voor het "stakeholder-model"

Transparantie van de besluitvorming is het eerste slachtoffer en leidt langs een aantal wegen tot waardevernietiging.

"Stakeholders" hebben naast lange termijn belangen, net als aandeelhouders, ook korte termijn belangen te behartigen. Hun legitimiteit wortelt in hun representativiteit en daarom moeten ongeduldige achterbannen worden bediend met publicitair aansprekende acties. "Stakeholders" zijn vaak coalities van deelbelangen. Prioriteiten verschuiven van jaar tot jaar. Zeker is dat verschillende "stakeholders" vaak tegenstrijdige eisen stellen. Onzekerheid voor de onderneming neemt verder toe door steeds wisselende coalities die "stakeholders" aangaan om de druk op de onderneming op te voeren of juist door conflicten tussen "stakeholders".

"Stakeholders" nemen geen verantwoordelijkheid voor de moeilijk in kaart te brengen kosten of onbedoelde nevengevolgen die de vervulling van hun eisen heeft voor de onderneming. Het is aan het bestuur om deze kosten en risico's te absorberen. Dat is een kostbare zaak voor de onderneming. Bestuur en "stakeholders" hebben daarbij een gemeenschappelijk belang bij het afwentelen van kosten op derden en doorschuiven van complicaties, immers de toekomstige "stakeholders" zitten niet aan tafel.

In Nederland is belangenbehartiging vergaand geïnstitutionaliseerd en daarmee staan veel initiatieven van "stakeholders" mede in dienst van het verdedigen van gevestigde belangen.

Vakbonden en Ngo's hebben daarbij ook eigenstandige belangen, zoals behoud van werkgelegenheid van hun staven. "Stakeholders" beschikken soms over machtsmiddelen die niet in verhouding staan tot het belangen die voor hen op het spel staan. Een afschrikwekkend voorbeeld is de luchtvaartindustrie gevangen in het web van nietsontziende categorale vakbonden.

Besluitvorming met inachtneming van de belangen van "stakeholders" vergt veel tijd. Bovendien zijn besluiten vaak niet definitief en met onzekerheid omgeven omdat achterbannen het onderhandelingsresultaat kunnen afwijzen. De harde praktijk is dat het oplossen van conflicten vaak niet mogelijk is zonder de kiem te leggen voor toekomstige conflicten.

In een dergelijke constellatie neemt niemand het op voor de onderneming die in dit bestel toch de enige organisatie is die waarde creëert.

### **Aandeelhoudersrendement**

In de Code wordt de stelling betrokken dat de concentratie op lange termijn waardecreatie met inachtneming van de belangen van de "stakeholders" de nadelen zou kunnen wegnemen van de huidige nadruk op korte termijn financiële resultaten en de concentratie op de belangen van beleggers.

Dit is een verwijtbare ontkenning van de vergaande en diepe verankering van de Angelsaksische wijze van besluitvorming en bedrijfsvoering binnen de grote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

Koninklijke Shell is een onderneming naar Engels recht en kan uit dien hoofde geen enkele andere partij dan haar aandeelhouders dienen. Wolters Kluwer is een instrument in de handen van beleggers. ABNAMRO heeft er vrijwillig voor gekozen om haar aandeelhouders tegemoet te komen door binnen extern bepaalde solvabiliteitseisen, winst per aandeel als centrale doelstelling te kiezen. De Bank biedt zelfs marktconforme besturing aan, wat voor de goede verstander ver aflight van besturing op basis van het afwegen van de belangen van de "stakeholders".

Er is een hele generatie managers en medewerkers opgegroeid die zich niet kan inbeelden dat er andere manieren zijn om ondernemingen in te richten.

De nadruk op kwartaalcijfers wordt als boosdoener opgevoerd, maar dat is slechts een symptoom van een intern consistent systeem dat de belangen van beleggers en bestuurders op een lijn brengt. Per kwartaal verantwoording afleggen is een uitvloeisel van de zogenaamde "guidance": de voorspelde winst en winst per aandeel gedurende het lopende boekjaar. Als "guidance" ontbreekt of in de ogen van financiële markten niet ambitieus of specifiek genoeg is, wordt dat afgestraft.

Een groot deel van de beloning van het bestuur hangt, direct of indirect, af van de beurskoers van de onderneming. Het bestuur dat werkt onder permanente druk van financiële markten wordt elke 4 jaar al dan herbenoemd. In het licht van zulke prikkels kan niemand verbaasd zijn dat de korte termijn winstmaximalisatie prevaleert.

De gevolgen voor waardecreatie zijn bekend. Er wordt een causaal verband veronderstelt tussen winst per aandeel en de beurskoers. Plausibel als het klinkt is dit een gevaarlijke illusie met alle negatieve gevolgen van dien voor de allocatie van mensen en middelen. Concentratie op winst per

aandeel leidt ook los van de relatie met de beurskoers tot vermindering van waardecreatie en zelfs waardevernietiging.

Investerings gaan op korte termijn ten koste van de winst en worden om die reden vaak uitgesteld of van het programma afgevoerd. Aantrekkelijke overnames die niet binnen enkele jaren bijdragen aan de winst per aandeel worden niet gedaan. Kostenbesparingen, te vaak synoniem aan saneringen van het personeelsbestand, vernietigen de informele interne en externe netwerken die essentieel zijn voor innovatie. Inkoop van aandelen verhoogt de winst per aandeel, maar gaat ten koste van toekomstige investeringsmogelijkheden.

De grote paradox is dat in naam van de aandeelhouder waardecreatie wordt beperkt en zelfs waarde wordt vernietigd. De onaangename waarheid is dat bestuurders, managers en medewerkers zijn geselecteerd, opgeleid en toegerust om winstmaximalisatie na te streven. Carrières zijn gebaseerd op de loyale uitvoering van de dictaten van financiële markten voor de wijze van bedrijfsvoering. Bestuurders en managers die hun twijfels hadden bij de invoering van het Angelsaksische ondernemingsmodel zijn lang geleden vertrokken. Er is sprake van een hoge mate van sociale en culturele homogeniteit.

Het Angelsaksische wereldbeeld ligt ten grondslag aan de keuze voor de aandeelhouder als opvolger van de ouderwetse ondernemer, de partij die aanzienlijke risico's neemt en daarom moreel en juridische aanspraak kan maken op de opbrengsten die de onderneming genereert. Dit wereldbeeld verschilt fundamenteel van het Rijnlandse. Het had de commissie tot nadenken moeten stemmen dat het Rijnlandse ondernemingsmodel gedurende de jaren negentig in korte tijd is weggevaagd door het Angelsaksische model.

### **De hybride onderneming**

De invoering van de Code zou er in de praktijk op neer komen dat drie ondernemingsmodellen, allen wortelend in zeer verschillende ideologische stelsels, permanent om voorrang moeten strijden. Dat zou een aanmerkelijke verslechtering van de huidige situatie betekenen: de transparantie en de kwaliteit van besluitvorming zullen hier ernstig onder lijden.

Op zijn minst leiden de voorstellen tot extra prestatie-indicatoren voor het bestuur en de bestuurslagen daaronder. Er is empirisch bewijs dat het tweede echelon nu al gebukt gaat onder de last van het grote aantal indicatoren en dat de oprechte wens de onderneming te vernieuwen en uit te bouwen wordt gesmoord in een moeras van rapportageverplichtingen en evaluatiesessies. Dit alles in de wetenschap dat als alles gezegd en gedaan is het belang van de financiële kengetallen de doorslag geeft.

De bestuursvoorzitter van Koninklijke Shell wordt ter bepaling van zijn bonus nu al op 10, voor een belangrijk deel operationele, criteria beoordeeld. Het invoeren van aanvullende criteria om de belangen van bij de onderneming betrokken partijen te waarborgen creëert verwachtingen die niet zullen worden ingelost. Tegelijkertijd vormt zijn bonus maar een bescheiden onderdeel van zijn totale variabele beloning. Zijn beurskoers-gevoelige uitkering in aandelen is een veelvoud daarvan.

## **Het alternatief**

De weg voorwaarts is het centraal stellen van de onderneming. Het gaat om investeerders en niet om beleggers. Het gaat om partijen die bijdragen, de klanten, de leveranciers, de partners, en niet om zelfbenoemde “stakeholders” Het gaat zeker niet om de individuele belangen van bestuurders en managers. De onderneming is een instituut, zoals de rechtspraak, het onderwijs, het parlement, de hoekstenen van de vrije markteconomie. Het vergt jaren inspanning van investeerders, bestuur en medewerkers voordat een onderneming structureel economische waarde kan toevoegen.

De onderneming verdient gepositioneerd te worden als werkgemeenschap met als maatschappelijk mandaat het creëren van economische waarde. Dit uitgangspunt, het opvoeren van de vrije kasstroom op middellange en lange termijn, vormt een sterke prikkel om de maatschappelijke legitimering van de onderneming niet uit het oog te verliezen. Het dwingt tot anticipatie op economische, technologische, maatschappelijke, culturele en politieke ontwikkelingen die in de toekomst extra waarde zullen toevoegen of waardecreatie zullen beperken. Daarbij staan verschillende kasstromen aan zeer verschillende invloeden bloot. Een diep in de organisatie ingebouwde oriëntatie op de toekomst versterkt de maatschappelijk verankering van de onderneming.

Daarmee creëert de onderneming de economische groei die de samenleving nodig heeft voor stabiliteit en om de grote problemen van deze tijd op te lossen.

## **Aanbeveling**

De keuze voor het creëren van economische waarde is door sommige ondernemingen al gemaakt, voor sommige andere ondernemingen is het een kleine stap. Voor geen enkele onderneming is het onbekend terrein, ook niet voor ondernemingen die het “shareholder” of het “stakeholder” model hebben omarmd. Het vormt een uitweg voor “hybride” ondernemingen.

De Code kan ondernemingen de weg wijzen. In de eerste plaats kan en moet de keuze voor waardecreatie beter dan nu onderbouwd worden. In de tweede plaats dient in kaart te worden gebracht welke barrières bij de implementatie geslecht moeten worden. In de derde plaats kan de schijnwerper worden gezet op succesvolle ondernemingen die waardecreatie centraal stellen, niet door Commissie, maar wel door derden die de onderneming een warm hart toedragen.

Daarmee kan de basis worden gelegd voor jaarlijkse rapportage over de geboekte vooruitgang. Van alle rapportageverplichtingen die in de Code worden gespecificeerd, zou dit veruit de belangrijkste zijn.

*Amsterdam 6 april, 2016*

Donald Kalff, ondernemer en publicist