



MOREEL KOMPAS OP DE LANGE TERMIJN

Corporate Governance Code 2016 schiet tekort bij lange termijn waardecreatie

Eén van de thema's in de Nederlandse Corporate Governance Code 2016 is lange termijn waardecreatie. De Code noemt een aantal *best practices* om lange termijn waardecreatie te realiseren. De praktijk leert echter dat daarvoor meer en andere dingen nodig zijn dan de Code suggereert. Dit roept de vraag op of bestuur en commissarissen, voor hun morele taak om lange termijn waardecreatie na te streven, zich kunnen disculperen met een beroep op de Code. Of impliceert goed bestuur en idem toezicht dat zij gehouden mogen worden aan de *best practices* uit de praktijk in plaats van die uit de Code?

Hans Strikwerda¹

De Code-2016 is thematisch opgezet in tegenstelling tot die uit 2008, die systematisch van opzet was. Eén van de thema's in de Code-2016 (hierna: Code), geformuleerd in Principe 1.1 is lange termijn waardecreatie: "Het bestuur is verantwoordelijk voor de continuïteit van de onderneming². Het bestuur richt zich op de lange termijn waardecreatie van de onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders*. De raad van commissarissen houdt toezicht op het bestuur terzake."

De Code stipuleert vervolgens wat het bestuur zou moeten doen om die lange termijn waardecreatie te realiseren. Het bestuur dient een visie te ontwikkelen gericht op lange termijn waardecreatie en een daarbij passende strategie (§ 1.1.1). Het bestuur wordt in §1.1.2 geacht de raad van commissarissen te betrekken bij die strategie en het bestuur moet over die strategie verantwoording afleggen aan de raad van commissarissen. De raad moet toezicht houden op de wijze waarop het bestuur de strategie uitvoert en daarover verantwoording afleggen, zoals ook in het bestuursverslag het bestuur de lange termijn visie moet toelichten.

Principe 2.5 stelt dat het bestuur verantwoordelijk is voor het vormgeven van een cultuur gericht op lange termijn waardecreatie van de onderneming. Ook hierop dient de raad van commissarissen toezicht te houden. De Code doet dan nog een aantal suggesties hoe die cultuur te bevorderen, door het hanteren van waarden, een gedragscode en voorbeeldgedrag.

Deze bepalingen in de Code lijken op zich helder. Om echter in de praktijk, in concrete specifieke gevallen te beoordelen of het bestuur juist handelt met betrekking tot lange termijn waardecreatie zal een nadere invulling noodzakelijk zijn. Dat dit niet in de Code uitgewerkt wordt is terecht; wetgeving moet abstract zijn en de invulling ervan moet worden overgelaten aan diegenen die daarvoor in het concrete geval verantwoordelijk zijn. Wel suggereert de Code een aantal maatregelen.

De Code roept diverse vragen op. Wat is nu precies lange termijn waardecreatie, wanneer is daarvan sprake en wanneer niet? Zijn visie, strategie, cultuur en beloningsbeleid voldoende om een onderneming effectief gericht te doen zijn op lange termijn waardecreatie, of is daar meer voor nodig?

Lange termijn waardecreatie.

Wat is lange termijn waardecreatie? Gaat het daarbij om aandeelhouderswaarde of om welvaart? De Sociaal-Economische Raad noemt als een van de kenmerken van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) een voldoende gerichtheid van de onderneming op de bijdrage aan de maatschappelijke welvaart op de langere termijn.³ Een van de relaties tussen maatschappelijke welvaart op de langere termijn en lange termijn waardecreatie door ondernemingen is de daarvoor noodzakelijke investering in menselijk kapitaal. De reden dat de Monitoring Commissie het thema van lange termijn waardecreatie centraal stelt, is dat naar het oordeel van de Commissie veel misstanden in het bedrijfsleven terug te voeren zijn op een gerichtheid op het behalen van winst op de korte termijn. Een tweede door de Commissie genoemde reden is dat de snelle en disruptieve technologische ontwikkelingen en daarmee veranderende businessmodellen, van bestuurders vragen zich bewust te zijn van en te anticiperen op ontwikkelingen die veelal buiten de bestaande *business scope* van de onderneming liggen, maar wel relevant zijn voor de onderneming.⁴

De idee van waardecreatie en continuïteit op lange termijn roept een aantal vragen op. Wat is korte termijn, wat is lange termijn? Dit kan verschillend zijn van onderneming tot onderneming, mede afhankelijk van de *lead time* van de ontwikkeling van producten en processen, de aard van technologie en de aard van markten. Voor die ondernemingen waar de ontwikkeling van nieuwe producten jaren in beslag neemt, auto's, vliegtuigen, is de lange termijn in decennia uit te drukken. Voor ander type bedrijven kan een tijdhorizon van vijf jaar lange termijn zijn. Bij continuïteit moet worden bedacht dat de gemiddelde onderneming dertig tot veertig jaar bestaat, het percentage ondernemingen dat langer dan honderd jaar bestaat is ongeveer 0,1 procent.⁵

Bij investeerders kunnen eigen opvattingen leven over wat korte termijn is en wat lange termijn. *Private equity* neemt als middellange termijn doorgaans drie tot vijf jaar (met een beoogd rendement van rond de 40 procent) en als lange termijn wordt zeven tot tien jaar genomen (waarbij dan het rendement onder de 10 procent ligt). De wijze waarop sommige *private equity*

EEN OP DE LANGE TERMIJN GERICHT BESTUUR ZIET WINST ALS EEN RESULTANTE VAN BEDRIJFSACTIVITEITEN, NIET ALS EEN DOEL

investeerders op de middellange termijn het beoogde resultaat bereiken roept weerstand op, omdat die resultaten niet worden gerealiseerd door investeringen.

Bij lange termijn waardecreatie zou wel het criterium moeten worden gehanteerd dat het gaat om continuïteit met voldoende rendement op geïnvesteerd vermogen, groei van de arbeidsproductiviteit en een redelijke groei van het inkomen van medewerkers. En daarbij óók het voldoen aan de eis van duurzaamheid, zowel wat betreft het fysieke milieu als het sociale milieu.

Niemand is gebaat bij een marginale continuïteit van een onderneming. De economie als geheel en daarmee de welvaart in de samenleving is gebaat bij een tijdige reallocatie van productiemiddelen (*allocation efficiency*), waartoe het wenselijk kan zijn dat een onderneming wordt opgebroken en dat de onderdelen in andere configuraties tot hogere productiviteit worden gebracht. Een te eenzijdige nadruk op de continuïteit van bestaande ondernemingen houdt het risico in dat het bedrijfsleven als geheel veroudert (het aantal nieuwe bedrijven is dan lager dan het aantal geliquideerde ondernemingen) waardoor de ontwikkeling van de productiviteit stagneert, zoals al enige tijd het geval is in de Verenigde Staten.⁶ Er is meer vernieuwing van de interne organisatie, de adoptie van nieuwe organisatievormen zoals nodig voor de groei van de arbeidsproductiviteit en het opschuiven van de grenzen van de productiefunctie, bij nieuwe ondernemingen met nieuwe organisatievormen dan bij bestaande ondernemingen die zichzelf weten te transformeren.⁷ Omgekeerd betekent het gegeven van technologische veroudering dat een gerichtheid op de lange termijn waardecreatie, met inachtneming van groei van de productiviteit en duurzaamheid, alleen gerealiseerd kan worden door continue innovatie en aanpassing, en zoals dat bij tijd en wijle nodig is, een transformatie van de onderneming.

De vraag is dan waarop de RvC precies moet letten om te beoordelen of het bestuur feitelijk een beleid voert dat gericht is op duurzame en productieve lange termijn waardecreatie.

Wat zijn kenmerken van ondernemingen gericht op lange termijn waardecreatie?

De Code noemt een aantal maatregelen die de raad van bestuur zou moeten nemen om op lange termijn waardecreatie gericht te zijn. Het bestuur wordt geacht een visie en een strategie te hebben die gericht is op de lange termijn. Principe 2.5 draagt het bestuur op een cultuur vorm te geven, evenals een beloningsbeleid, gericht op lange termijn waardecreatie. De vraag is dan of deze maatregelen voldoende zijn voor een effectieve lange termijn waardecreatie. Integendeel; meer en anders is nodig.

Het blijkt dat ondernemingen met een vruchtbare, dus niet-marginale lange termijn continuïteit en idem waardecreatie een aantal karakteristieken kennen.⁸

Deze karakteristieken zijn:

1. Een tolerante stijl van besturen. Die tolerantie geldt dan in het bijzonder de aandacht voor zwakke, nieuwe signalen uit de marge van de onderneming, van de markt, van de sector, die op mogelijke essentiële veranderingen duiden en die niet te snel als onbetekenend weggewuifd moeten worden. Die tolerantie geldt ook voor de ruimte die medewerkers wordt gegeven, conform Herbert Simon's *loose control* en *loose programming* om via experimenten antwoorden te vinden op nieuwe vragen uit de markt, waarvan de organisatie als geheel kan leren. Deze tolerante bestuursstijl is wel gekoppeld aan vasthoudendheid aan de missie en waarden van de onderneming, die door het tolerante bestuur duidelijk geformuleerd zijn.
2. Er wordt een organische organisatie in stand

- gehouden als tegenhanger van de mechanische organisatie, waarmee samenhangt dat medewerkers als zelf-gemotiveerd worden gezien, hun expertise en kunde wordt gewaardeerd (in het bijzonder ook hun participatie in extern kennisnetwerken) en ruimte wordt gegeven voor zelforganisatie om gestelde doelen te realiseren.⁹
3. De organisatie van de informatie. In zulke ondernemingen is de informatie niet gefragmenteerd georganiseerd op basis van het bestaande ondernemingsmodel, of naar bestaande applicaties, afdelingen, divisies noch uitsluitend gericht op de jaarrekening. Op de lange termijn gerichte ondernemingen organiseren de database van de onderneming als één geheel, buiten de structuur van de interne organisatie, qua dimensies van informaties open naar de toekomst. Hierdoor kan die database ook worden gebruikt om nieuwe mogelijke businessmodellen te simuleren, dat data met nieuwe concepten anders kan worden geïnterpreteerd en dat die data ruimte biedt voor *trial-and-error* om met onvoorspelbare situaties om te kunnen gaan. Ook wordt zorgvuldig onderscheid gemaakt tussen managementinformatie en verantwoordingsinformatie, systemen voor de eerste worden niet afgeleid uit systemen voor de tweede.
 4. Conservatieve financiering. Onderneming gericht op de lange termijn zijn conservatief gefinancierd en het financieel rendement is wat lager dan dat van de op korte termijn gerichte ondernemingen, doch niet zo laag dat actieve aandeelhouders daardoor worden aangetrokken. Hiermee hangt samen dat er geen vaste dividend belofte wordt afgegeven. Het oog is niet uitsluitend is gericht op aandeelhouderswaarde, maar op *stakeholder value*. Een op de lange termijn gericht bestuur ziet winst als een resultante van bedrijfsactiviteiten, niet als een doel, wel moet er voldoende winst zijn om de toekomst te financieren.¹⁰
 5. De onderneming wordt niet als winstmachine gezien, maar als een institutie in de samenleving en daarmee ook als duurzaam opererend met betrekking tot zowel het sociale als het fysieke milieu.¹¹
 6. Voldoende investeringen in R&D en vooral ook in human capital. Dit laatste wordt dan gedaan in de vorm van management development programma's, waarin niet zozeer kennis wordt overgedragen voor direct nut, maar waarin het meer gaat om ontwikkelingen in de samenleving, mogelijke nieuwe businessmodellen, andere organisatievormen, andere vormen van leidinggeven. Zulke programma's dienen meer als zaadjes voor mogelijke nieuwe ontwikkelingen en om nieuwe initiatieven van onderop te voeden dan voor direct gewin.
 7. Er wordt tijd, geld en energie gestoken in scenario-planning. Dat houdt in dat de vraag wordt gesteld naar wat voor de onderneming fundamentele onzekerheden zijn, welke combinaties van ontwikkelingen in de omgeving, in de breedste zin, zich zouden kunnen voordoen en wat die dan kunnen betekenen voor de onderneming en hoe de onderneming zich daarop zal kunnen prepareren.
 8. Er is sprake van het tegelijk en evenwichtig gericht zijn op exploitatie (winst op de korte termijn) en exploratie (van nieuwe ideeën gericht op inkomsten in de toekomst). Deze combinatie van exploitatie en exploratie kan worden teruggevonden in de budgetten van de onderneming, in de methode voor uitvoering van de strategie (er wordt prioriteit gegeven aan investeringen in immateriële activa), de aard van managementinformatie even als in de prestatieparameters die intern worden gehanteerd.¹²
- Het is verleidelijk om deze acht karakteristieken te versimpelen tot 'cultuur'. In het bijzonder de karakteristieken 1 en 2 zijn nauw gerelateerd aan cultuur.¹³ Echter, versimpelen zonder begrip onttaardt in simplisme.¹⁴ Het is zaak om steeds zicht te houden op de specifieke aspecten en concrete maatregelen en die niet te verhullen in de mist van cultuur.
- Een visie op lange termijn waardecreatie kan niet los worden gezien van de persoonlijkheid van de bestuursvoorzitter, in het bijzonder het door haar of hem gehanteerde mensbeeld en maatschappijbeeld en of de betrokkene een altruïstische politieke persoonlijkheid heeft of bijvoorbeeld beantwoordt aan dat van het *resourceful, evaluating, maximizing model* (REMM), ofwel een economische rationaliteit hanteert.¹⁵
- Vanwege de endogene relatie tussen de strategie van een onderneming en haar organisatie, kan een organisatie die niet aan de hiervoor genoemde karakteristieken voldoet niet een strategie ontwikke-

len die op lange termijn waardecreatie is gericht, in ieder geval niet op een geloofwaardige wijze. Een cultuur realiseren die gericht is op lange termijn waardecreatie vergt meer dan waarden, los ervan dat de voor lange termijn waardecreatie noodzakelijke finale waarden vastgelegd zullen moeten zijn in de constitutie van de onderneming. Een gedragscode is voor lange termijn waardecreatie evenmin een effectief instrument omdat lange termijn waardecreatie nauw samenhangt met intrinsieke motivatie.

Wat in de Code in *best practice* 1.1.1 als aandachtspunten van een op lange termijn waardecreatie gerichte strategie wordt genoemd schiet eenvoudig tekort. Wel wordt in de Code, terecht, de nadruk gelegd op het belang van scenarioanalyses, bedoeld zal zijn scenario-planning, maar vreemd genoeg is dit slechts onderdeel van het beloningsbeleid.

Voor het realiseren van het nobele doel van lange termijn waarde creatie zijn meer en andere dingen nodig dan wordt gesuggereerd in de Code.

Hoe nu met de Code om te gaan?

Het maatschappelijk belang van lange termijn waardecreatie staat buiten kijf. Als een onderneming daarvoor kiest, dan moet er sprake zijn van een *credible commitment* en zal de raad van commissarissen er toezicht op moeten houden, overigens te beginnen met het benoemen van een juiste bestuursvoorzitter, dat die lange termijn waardecreatie ook feitelijk wordt gerealiseerd, respectievelijk dat er *assurance* is op basis van gemaakte keuzes en in gang gezette activiteiten dat die lange termijn waardecreatie materialiseert.

De vraag zal in de praktijk kunnen zijn of een raad van bestuur en een raad van commissarissen zich kunnen disculperen door zich te beroepen op de in de Code gesuggereerde maatregelen als voldoende maatregelen voor lange termijn waardecreatie.

De Code is gebaseerd op het principe van 'pas toe of

leg uit'. Dit wordt doorgaans begrepen dat een bepaling uit de Code niet wordt toegepast. Dit principe impliceert ook dat waar er betere inzichten en praktijken bestaan dan in de Code gesuggereerd, de bestuurder ertoe gehouden kan zijn, op grond van artikel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, betere inzichten en praktijken toe te passen dan de Code vermeldt. Immers een *best practice* is in het economisch verkeer niet wat algemeen gangbaar is, het zogenoemde peer group beginsel zoals gehanteerd door rechters bij de beoordeling of er sprake is van goed bestuur, een *best practice* is de meest efficiënte methode of werkwijze, normstellend in het economisch verkeer, ook al is het nog een minderheid van de onderneming die het toepast.

De Duitse filosoof Nietzsche schreef ooit dat het naleven van gedragscodes een vorm van zelfmoord is. Iets vriendelijker uitgedrukt, dat is het uitschakelen van het moreel besef. Bij lange termijn waardecreatie speelt het moreel kompas een grote rol; een Code kan niet voorzien in allerlei nieuwe situaties zoals die zich ontwikkelen in een dynamisch complexe economie. In de ethiek is de idee van een moreel kompas in de eerste plaats een erkenning van het tekortschieten van de deontologie, van de geformuleerde plichten, dus ook van codes voor corporate governance.¹⁶ De verlichtingsfilosoof Immanuel Kant zag het zich eigen maken van kennis (wat kan ik weten?) als een morele plicht; *sapere aude*. De bestuurder kan en mag zich niet verschuilen achter de wet of governance codes.

De raad van bestuur die kiest voor lange termijn waardecreatie is dus wel verplicht gebruik te maken van inzichten zoals hierboven geformuleerd en zoals die zich in de praktijk blijven ontwikkelen en eveneens is de raad van commissarissen verplicht daarvan gebruik te maken in het door de Code gevraagde toezicht.

Immers lange termijn waardecreatie is maatschappe-

DE BESTUURDER KAN EN MAG ZICH NIET VERSCHUILEN ACHTER DE WET OF GOVERNANCE CODES

lijk te belangrijk om dit te laten verzanden in simulacra, een spel van woorden zonder dat deze naar een feitelijke praktijk verwijzen.¹⁷ Het is niet voldoende te rapporteren dat er aan lange termijn waardecreatie gewerkt wordt; uitgelegd zal moeten worden wat aan concrete maatregelen is en wordt genomen, inclusief hoeveel hierin wordt geïnvesteerd.

Noten

- 1 Auteur van het boek *De Nederlandse Corporate Governance Code: Ingeleid, toegelicht en becommentarieerd*, (mei 2018) Tweede herziene editie. Dit artikel is ontleend aan dit boek.
- 2 De in de Code gehanteerde uitdrukking 'de vennootschap en de met haar verbonden onderneming' wordt hier niet overgenomen. Juist de onderneming waarop de Code ziet is in de regel geïncorporeerd in meerdere vennootschappen waarbij, in het bijzonder bij internationaal opererende bedrijven de corporate governance van lokale werkmaatschappijen niet triviaal is, de Code gaat hieraan voorbij (Strikwerda, 2009). Bovendien, in het maatschappelijk verkeer staat niet de vennootschap centraal maar de onderneming; de vennootschap is een instrument ten behoeve van het ondernemen.
- 3 (Sociaal-Economische Raad, 2000)
- 4 (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2016)
- 5 (de Geus, 1997)
- 6 (Hathaway & Litan, 2014)
- 7 (Baum, 1996)
- 8 (de Geus, 1997; Lévy, Eskew, Bernotat, & Barner, 2007)
- 9 Voor een volledig overzicht van de karakteristieken van een organische organisatie zij verwezen naar bijvoorbeeld (Huczynski & Buchanan, 2007, p. 562)
- 10 (de Geus, 1997)
- 11 (Kanter, 2011)
- 12 (Kaplan & Norton, 1996, 2008; March, 1991)
- 13 Zie over de complexiteit van het begrip cultuur § C2.5 van het in voetnoot 1 genoemde boek.
- 14 (de Bono, 1998)
- 15 (Jensen & Meckling, 1998)
- 16 (Etzioni, 1988, pp. 41-48)
- 17 (Tirole, 2017, p. 186)

Literatuur

- Baum, J. A. C. (1996). Organizational Ecology. In S. R. Clegg, C. Hardy, & W. R. Nord (Eds.), *Handbook of Organization Studies*. London: SAGE.

- de Bono, E. (1998). *Simplicity*. London: The Penguin Group.
- de Geus, A. (1997). *The Living Company*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Etzioni, A. (1988). *The Moral Dimension: Towards A New Economics*. New York: The Free Press.
- Hathaway, I., & Litan, R. E. (2014). *The other aging of America: The increasing dominance of older firms*. Washington: Blooming Institute.
- Huczynski, A. A., & Buchanan, D. A. (2007). *Organizational Behaviour* (6th ed.). Harlow, England: Financial Times-Prentice Hall.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1998). The Nature of Man. In M. C. Jensen (Ed.), *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge MA: Harvard University Press.
- Kanter, R. M. (2011). How great companies think differently. *Harvard Business Review* (November).
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston, Mass.: Harvard Business School Press.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2008). *The execution premium: Linking strategy to operations for competitive advantage*. Boston, Mass.: Harvard Business Press.
- Lévy, M., Eskew, M., Bernotat, W. H., & Barner, M. (2007). Who owns the long term? *Harvard Business Review* (July-August).
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in *Organizational Learning*. *Organization Science*, 1, 71-87.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code. (2016). *Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: De belangrijkste wijzigingen in volgevlucht*. Retrieved from Den Haag:
- Sociaal-Economische Raad. (2000). *De winst van waarden: advies over maatschappelijk ondernemen*. Retrieved from Den Haag:
- Strikwerda, J. (2009). How to Combine a Group Strategy with Subsidiary Governance? SSRN eLibrary.
- Tirole, J. (2017). *Economics for the common good*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Over de auteurs

Johannes Strikwerda is management consultant, hoogleeraar aan de Universiteit van Amsterdam, docent strategie in de leergang voor commissarissen van de ESAA van de Erasmusuniversiteit en president-commissaris van een industriële onderneming.

