

## **Enige observaties bij het voorstel tot herziening van de Nederlandse corporate governance code.**

### **Waardecreatie op lange termijn.**

De thans geldende Code heeft als uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

In het voorstel voor herziening van de Code wordt deze tekst enigszins herschikt, maar blijft inhoudelijk ongewijzigd. Met uitzondering van de laatste zin. Daarin komt *waarde van de vennootschap* te staan in plaats van *aandeelhouderswaarde*.

Als belangrijkste argument voor deze verschuiving van focus ( van aandeelhouders naar alle stakeholders) worden recente misstanden ( fraudes, corruptie, kartelvorming) genoemd, die in veel gevallen zouden zijn terug te voeren op het nastreven van korte termijn winsten. Het nastreven van korte termijn winsten zonder oog te hebben voor de creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn is nu al in strijd met de Code en heeft in de bedoelde gevallen overigens ook geleid tot aanzienlijke vernietiging van aandeelhouderswaarde. De Commissie maakt onvoldoende duidelijk waarom de introductie in de Code van een bredere lange termijn oriëntatie van de vennootschap een meer effectieve dam zou opwerpen tegen het nastreven van korte termijn winsten zonder oog te hebben voor de schadelijke lange termijn effecten ervan.

In de thans geldende Code moeten de belangen van alle relevante stakeholders in het beleid van de vennootschap worden afgewogen en een plaats krijgen. Dat is in de voorgestelde nieuwe Code niet anders. Wat wel anders is dat nu de creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn – met in acht name van de belangen van andere stakeholders- het centrale oriëntatiepunt is en dat deze ééndoeligheid , als het voorstel van de Commissie wordt overgenomen, wordt vervangen door meerdoeligheid.

Het bestuur van de vennootschap moet deze niet op voorhand parallel lopende doelen en belangen bij elkaar brengen in een visie op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De raad van commissarissen wordt in een tijdig stadium door het bestuur bij het formuleren van deze visie betrokken, maar volgens bepaling 1.1.2 hoeft de raad deze visie niet expliciet goed te keuren.<sup>1</sup> Verder wordt bepaald dat over een en ander in het bestuursverslag wordt gerapporteerd, maar of de aandeelhouders formeel iets te vertellen hebben over de visie blijft onduidelijk.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Op pagina 8 van het VOORSTEL TOT HERZIENING staat dat de raad de visie wel goed moet keuren

<sup>2</sup> In bepaling 4.1.3 worden wel aparte agendapunten van de AvA genoemd, waaronder (wijzigingen in) de strategie, maar de visie op de lange termijn waardecreatie zelf staat daar niet bij.

Op zich zou het wel logisch zijn dat de Commissie hier geen rol voor de aandeelhouders ziet. De creatie van aandeelhouderswaarde is immers vervangen door een bredere waardedoelstelling. En waarom zou slechts één van de betrokken stakeholders, i.c. de aandeelhouder, hier dan een (beslissende) formele stem hebben? Het lijkt erop dat de Commissie redeneert dat – bij gebrek aan een formele vertegenwoordiging van alle relevante stakeholders- het bestuur van de vennootschap maar moet vaststellen wat de (lange termijn) doelstelling van de onderneming is. Aangenomen dat men erin slaagt met de activiteiten van de onderneming een redelijk *risk-reward profile* te verwezenlijken zal de vennootschap dan de aandeelhouders aantrekken die zij graag wil hebben. Voor beursgenoteerde vennootschappen met een breed gespreid aandeelhouderschap is dit een interessante benadering. Bij meer geconcentreerd aandelenbezit en zeker bij (blijvende) *underperformance* is dit echter moeilijk vol te houden.

Tenslotte stelt de Commissie voor enige expliciete bepalingen in de Code op te nemen over de strategie die de vennootschap heeft om de visie op lange termijn waardecreatie te realiseren. De desbetreffende teksten zijn duidelijk, ook over de rollen daarin van het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders.

### **Deskundigheid**

Nu de financiële expert uit de Code ( niet uit de raad van commissarissen) kan verdwijnen, omdat zijn/haar positie inmiddels verankerd is in formele regelgeving, beveelt de Commissie een nieuwe deskundige aan voor de raad van commissarissen. Minimaal één commissaris moet beschikken over specifieke deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe business modellen. Zelfs als je dit mag lezen dat er op het gebied van technologische innovatie een deskundige in de raad aanwezig moet zijn en ook een (dezelfde of een andere) op het gebied van nieuwe business modellen, dan nog roept deze (best practice ? ) bepaling de nodige vragen op.

Innovatie, ook van niet-technologische aard, en nieuwe ( bedoeld is vermoedelijk: meer waarde creërende ) business modellen bepalen het concurrentie krachtenveld waarin de onderneming opereert. Dat daar binnen de raad van commissarissen een goed zicht op moet zijn is zeker waar. Maar er zijn zoveel andere factoren die daar ook op van invloed zijn, zoals veranderingen in consumentengedrag, cyber security, global warming, (internationale) belastingregels, verschuivende geopolitieke verhoudingen, etc. En deze factoren zijn voor vele ondernemingen minstens even belangrijk zo niet belangrijker dan de factoren die de Commissie noemt.

De argumentatie van de Commissie om één of twee aspecten van dit concurrentie krachtenveld eruit te lichten en daarvoor een geoormerkte commissaris aan te bevelen is niet overtuigend en zelfs modieus te noemen. Dat de wereld constant in beweging is en in een steeds sneller tempo verandert wordt alle vele jaren betoogd en geldt over de volle breedte van het ondernemingsbeleid.

Al met al is de voorgestelde bepaling te detaillistisch om een plaats te hebben in een Code die geldt voor alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Aanvullend kan nog worden opgemerkt dat het bijzonder lastig zal zijn goed te definiëren wanneer iemand

beschouwd kan worden als een *specifieke* deskundige op beide genoemde terreinen. Ook deze overweging van meer operationele aard zou een waarschuwing moeten zijn om zeer terughoudend te zijn met het stellen van dit soort kwaliteitseisen aan individuele commissarissen.

### **Benoemingstermijnen<sup>3</sup>**

Een zittingstermijn van een commissaris van driemaal een periode van vier jaar is te lang om met gepaste afstand toezicht te houden op het bestuur van een vennootschap. Dat is althans de mening van de Commissie. Zij stelt daarom voor de maximale zittingstermijn van commissarissen terug te brengen van 12 tot 8 jaar.

Waarop is de mening van de Commissie gebaseerd? Zij wijdt daar welgeteld één zin aan. “Door een lange zittingstermijn *kan* de commissaris te veel vergroeien met de vennootschap, wat *kan* leiden tot minder scherp te in het door de commissaris uitgevoerde toezicht”.<sup>4</sup> Of dit risico werkelijk optreedt binnen een periode van 12 jaar en zo ja, hoe vaak en in welke mate laat de Commissie onbesproken. In Nederland is geen (wetenschappelijk) onderzoek gedaan naar de effectiviteit van het toezicht van individuele commissarissen in relatie tot hun zittingsduur. Ook in de internationale literatuur heb ik op dit gebied niets kunnen vinden.

Er is wél onderzoek gedaan naar de relatie tussen de effectiviteit van een raad van commissarissen in relatie tot de gemiddelde zittingsduur van haar leden. Deze relatie kan worden weergegeven als een omgekeerde U-vorm. Bij een lage gemiddelde zittingsduur verkeert de effectiviteit in een opgaande fase. De bedrijfsspecifieke kennis is aan het groeien en hetzelfde geldt voor het samenspel der commissarissen en het effectief benutten van elkaars kennis en vaardigheden. De (voorzichtige) conclusie van wetenschappelijk onderzoek is dat een raad van commissarissen het meest effectief is wanneer de gemiddelde zittingsduur tussen 7 en 11 jaar ligt. Bij ondernemingen waar de nadruk wat meer ligt op het houden van toezicht dan op het beschikbaar zijn als adviseur en sparringpartner ligt het optimum in het begin van deze marge, voor de ondernemingen met de omgekeerde behoefte ligt het optimum juist wat hoger in deze marge.

Bij een maximum zittingstermijn per persoon van 12 jaar ligt de gemiddelde zittingsduur van de totale raad – bij een evenwichtige spreiding- op 6,5 jaar. De spreiding is evenwel niet steeds evenwichtig, maar boven een gemiddelde van 8 jaar zal men toch niet vaak uitkomen.

Bij een maximum zittingstermijn per persoon van 8 jaar daalt de gemiddelde zittingsduur van de totale raad naar 4,5 jaar. Rekening houdend met – meestal niet te vermijden- onevenwichtige spreiding komt de gemiddelde zittingsduur dan van tijd tot tijd wel erg laag uit met alle risico's voor goed toezicht van dien. En de optimale gemiddelde zittingsduur zal slechts zelden worden bereikt.

---

<sup>3</sup> Dit commentaar op het voorstel inzake de benoemingstermijnen is een bewerking van mijn artikel “ Voorstel kortere zittingsduur commissaris uit de lucht gegrepen” dat is gepubliceerd op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl).

<sup>4</sup> Cursivering van de auteur van dit commentaar.

Natuurlijk kan men zich via het “Pas toe of leg uit” principe aan deze nieuwe bepaling onttrekken, maar daar werpt de Commissie een extra drempel op door de tweede herbenoeming te beperken tot een periode van twee jaar.<sup>5</sup> En van de omstandigheden waaronder een beroep op deze uitzonderingsbepaling wenselijk kan zijn weet de Commissie slechts één voorbeeld te geven. Als de vennootschap er nog niet in geslaagd is om een goede opvolger te vinden voor iemand met relevante specifieke specialistische kennis.

Het “Pas toe of leg uit” principe is echter niet bedoeld om slecht gefundeerde bepalingen van de Code te omzeilen.

Het voorstel van de Commissie maakt iedere commissaris die langer dan acht jaar in functie is op voorhand “verdacht”: hij/zij en de vennootschap hebben iets uit leggen. De thans geldende regel dat zorgvuldig wordt afgewogen of een derde termijn in het belang van de vennootschap is te achten, waarbij de betrokkene voldoet aan de profielschets, wordt vervangen door een discussie over de vraag waarom er nog geen goede opvolger is gevonden. Iedereen is vervangbaar, ook een goede commissaris, maar waarom het in het lange termijn belang van de vennootschap is te achten, dat er maximaal acht jaar van zijn/haar kwaliteiten gebruik wordt gemaakt, valt moeilijk te begrijpen. En dan te bedenken dat je echt een paar commissarissen met langjarige ervaring nodig hebt om aan de door wetenschappelijk onderzoek geïndiceerde optimale gemiddelde zittingsduur van de totale raad van commissarissen te komen.

Het voorstel is, zoals de Commissie zelf aangeeft, slechts gebaseerd op haar mening. Dat is een te smalle basis om een sinds de introductie van de Code Tabaksblatt in 2003 gegroeide praktijk, waarvan niet gebleken is dat zij niet voldoet, overboord te zetten.

### **Evaluatie**

De Commissie handhaaft de thans reeds bestaande bepaling dat de raad van commissarissen ten minste eenmaal per jaar buiten aanwezigheid van het bestuur zijn eigen functioneren evalueert. Daarnaast worden met betrekking tot het evaluatieproces nog wat puntjes op de i gezet. Opmerkelijk is dat een best practice, die onder meer in het bankwezen van toepassing is, niet door de Commissie wordt besproken en beargumenteerd wordt afgewezen of aanbevolen. Het betreft de bepaling uit de Code Banken die stelt dat naast de jaarlijkse evaluatie van het eigen functioneren van de raad van commissarissen dit functioneren eens in de drie jaar onder onafhankelijke begeleiding wordt geëvalueerd. De betrokkenheid van ieder lid van de raad van commissarissen, de cultuur binnen de raad van commissarissen en de relatie tussen de raad van commissarissen en de raad van bestuur maken deel uit van deze evaluatie.

Of er op dit punt, eens in de drie jaar evaluatie onder onafhankelijke begeleiding, reeds wetenschappelijk onderzoek is verricht is mij onbekend, maar “in de markt” wordt er over het algemeen gunstig over gesproken.

### **Beloningsbeleid**

De Commissie stelt voor dat de bestuurders een eigen visie geven op hun beloning. Dat klinkt opwindender dan het is. In bepaling 3.2.2 blijkt dat het er slechts om gaat dat de remuneratiecommissie kennis neemt van de eigen visie van de individuele bestuurders met

---

<sup>5</sup> Met één mogelijkheid tot verlenging met nogmaals twee jaar.

betrekking tot de hoogte en structuur van hun eigen beloning. Het zal vermoedelijk reeds thans nauwelijks voorkomen dat de remuneratiecommissie niet weet wat de bestuurders van hun beloning denken. Een aanbeveling om deze eigen visie van bestuurders openbaar te maken ontbreekt. Om begrijpelijke redenen. Maar daarmee heeft deze nieuwe bepaling weinig om het lijf en kan beter achterwege blijven.

Dat de Code geschoond wordt van vele detail bepalingen op het gebied van belonen is een goede zaak. Daarbij verdwijnt wel enigszins naar de achtergrond dat het vaststellen van het beloningsbeleid ( hoogte en structuur) een bevoegdheid is van de algemene vergadering van aandeelhouders. In bepaling 4.1.3 staat dit onderwerp ten onrechte niet vermeld onder de aparte agendapunten van de algemene vergadering. Dat de raad van commissarissen- op voorstel van de remuneratiecommissie- en – in de toekomst mogelijk met nog meer input van de bestuurders- daar een voorstel voor doet, doet daar niets aan af. De Commissarissen zijn vervolgens verantwoordelijk voor de toepassing van dat beleid, vooral als het gaat om het afspreken van performance targets en het toekennen van variabele beloningscomponenten. En als het gaat om het afleggen van verantwoording over deze toepassing zijn dus in eerste instantie de commissarissen aan het woord en niet de bestuurders.

### **Certificering van aandelen**

Ten opzichte van de beleggers die niet in de gelegenheid zijn de aandeelhoudersvergadering te bezoeken is certificering van aandelen een dienstverlening dat hun stem niet verloren gaat en wordt waargenomen door een administratiekantoor dat zich richt op de lange termijn belangen van de vennootschap en haar stakeholders. De certificaathouders die wel via een volmacht van het administratiekantoor hun stem zelf uitoefenen hebben bovendien geen groter aandeel in de stemming dan waarvoor zij hebben betaald. Al met al is dit een evenwichtige constructie die de rechten van de dragers van het ondernemingsrisico niet aantast, maar tegelijkertijd de lange termijn benadering faciliteert.

Nu de Commissie de waardecreatie van de vennootschap op lange termijn voor alle stakeholders heeft uitgeroepen als ultimo doelstelling van de onderneming zou je verwachten dat de certificering van aandelen door de Commissie met meer enthousiasme was omhelsd. Nu blijft het bij de zuinige formulering dat certificering van aandelen enkel wordt gebruikt als beschermingsmaatregel voor zover certificering dienstig is aan lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

Wim van den Goorbergh  
Rosmalen, 17 maart 2016