

Corporate governance en het maatschappelijk belang

Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

Preadviezen 2022



Corporate governance en het maatschappelijk belang

Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

Preadviezen 2022



ISBN/EAN: 978-90-826-3797-7

NUR 781

De Preadviezen 2022 van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde wordt uitgegeven door ESB.

© 2022 De auteurs, p/a Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Postbus 98, 1000 AB Amsterdam.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16 h Auteurswet, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet) dient men zich te wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro). Voor het overnemen van een gedeelte van deze uitgave ten behoeve van commerciële doeleinden dient men zich te wenden tot de uitgever.

Redactie: Rutger Claassen en Dirk Schoenmaker

Procesbegeleiding: Robert Kleinknecht

Omslag en typografie: Jacques van Schie

Tekstcorrectie: De Twee Hanen v.o.f.

Druk: Wilco, Amersfoort

Voorwoord

Wat mogen we van bedrijven verwachten? Op zijn minst dat ze zich aan de wet houden. Maar wat als er mazen in de wet zitten? Bijvoorbeeld op het gebied van de belastingwetgeving. Is belastingontwijking door bedrijven acceptabel? Is milieuvervuiling door bedrijven aanvaardbaar als de milieuwetgeving tekortschiet? Of hebben bedrijven een eigen verantwoordelijkheid en een moreel kompas? Maar wie bepaalt dan de grenzen van die verantwoordelijkheid en de afstelling van dat kompas? En laat de concurrentie tussen bedrijven eigenlijk wel ruimte voor het nemen van die verantwoordelijkheid?

Over deze vragen gaan de KVS Preadviezen 2022. Vragen die misschien wel actueler en relevanter zijn dan ooit. De enorme uitdaging waar we voor staan in onze complexe wereld kunnen moeilijk alleen door overheden opgelost worden. Waar overheden steken laten vallen of traag reageren op nieuwe problemen, kan de eigen verantwoordelijkheid van bedrijven (en burgers) een essentiële aanvullende rol spelen. Op andere terreinen kunnen bedrijven een initiërende en leidende positie innemen in de maatschappelijke verandering.

Hoe die verantwoordelijkheid van bedrijven vormgegeven en aangejaagd kan worden, is het onderwerp van een rijke wetenschappelijke literatuur – zowel theoretisch als empirisch, en meerdere vakgebieden bestrijkend. Het is ook onderwerp van een levendig maatschappelijk debat. De KVS Preadviezen beogen traditiegetrouw bruggen te slaan tussen wetenschap, beleid en praktijk – en dat is dit jaar opnieuw bijzonder goed gelukt.

Wij zijn de redacteuren – de hoogleraren Rutger Claassen en Dirk Schoenmaker – zeer erkentelijk voor de zorg en het enthousiasme waarmee ze deze bundel hebben samengesteld. Het is een bundel geworden waaruit een duidelijke visie spreekt, maar waar er tegelijkertijd ruimte is voor tegengeluid. Een uitstekende basis voor het evenement op 17 november 2022, wanneer de bundel aangeboden zal worden aan de minister van Economische Zaken en Klimaat Micky Adriaansens, en gepresenteerd en bediscussieerd zal worden door redacteuren, auteurs en andere betrokkenen. We kijken uit naar een constructieve discussie, en we hopen dat de bundel en het evenement zullen helpen bij het zetten van belangrijke vervolgstappen op dit terrein.



ROBERT DUR

*Voorzitter van
de KVS en hoog-
leraar aan de Eras-
mus Universiteit
Rotterdam*

Inhoud

Inleiding: Van aandeelhoudersondernemen naar maatschappelijk ondernemen

RUTGER CLAASSEN EN DIRK SCHOENMAKER

8

Ondernemen voor maatschappelijke waarde

Hobbels op de weg naar duurzame langetermijnwaardecreeatie

BARBARA BAARSMA

15

Brede waarde als kompas

WILLEM SCHRAMADE EN DIRK SCHOENMAKER

21

Voorbij Friedmans assumpties, naar een duurzaam kapitalisme

KEES COOLS

28

Corporate governance voor maatschappelijke waarde

De politieke en open vennootschap

JAAP WINTER

37

Het corporate-governancetrimlemma voor de politieke onderneming

RUTGER CLAASSEN

44

Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?

ARNOUD BOOT

51

Maatschappelijke oriëntatie: empirische inzichten

Actief aandeelhouderschap, engagement en ESG: rendement en impact?

JEROEN DERWALL EN KEES KOEDIJK

59

Generatie-diversiteit in de raad van commissarissen

MIJNTJE LÜCKERATH-ROVERS

67

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen: aanwezigheid en impact

NIELS HERMES EN REGGY HOOGHIEMSTRA

74

Vergezichten voor nieuwe instituties

Verankering van de belangen van toekomstige generaties en de natuur in de governance

TINEKE LAMBOOY

83

Toekomstbestendige governance door invoering van een maatschappelijke raad

NICOLETTE LOONEN

90

Terugkeer naar het Rijnlandse model dwingt ondernemingen behoedzaam te opereren

SJOERD BEUGELSDIJK

96

Van aandeelhoudersondernemen naar maatschappelijk ondernemen

**RUTGER
CLAASSEN**

Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht

**DIRK
SCHOENMAKER**

Hoogleraar aan de
Erasmus Universi-
teit Rotterdam

Het aantal crises dat tegelijkertijd op de Nederlandse samenleving afkomt is groot: van stikstofuitstoot, energieleveranties en klimaatverandering tot inflatie, preciaire arbeid en ongelijkheid. Maatschappelijke tegenstellingen lijken zich te verharderen, en de politieke fragmentatie maakt het niet gemakkelijker om deze op te lossen. Ondernemingen spelen in vele contexten een cruciale rol, waarbij ze niet alleen bekritiseerd worden als onderdeel van het probleem, maar ook verwachtingsvol worden gezien als deel van de oplossing. Dat geldt voor de energiebedrijven en hun rol in de klimaattransitie. Dat geldt voor farmaceutische bedrijven en de bestrijding van pandemieën. Dat geldt voor voedselverwerkers, banken en supermarkten en de transitie in de landbouw. De lijst is lang. De hamvraag is of ondernemingen daartoe zijn toegerust.

In al die contexten klinkt regelmatig het verwijt dat ondernemingen te veel gefocust zijn op de korte termijn en het financiële belang van hun aandeelhouders, en te weinig op het maatschappelijk belang. Om daarin verandering te brengen, is er een definitief afscheid nodig van het friedmaniaanse paradigma van 'the only social responsibility of business is to increase its profits'. Wij stellen voor om dit aan te duiden als een transitie van 'aandeelhoudersondernemen' (AO) naar 'maatschappelijk ondernemen' (MO). Lange tijd is gedacht dat er een tussenweg mogelijk was, het 'maatschappelijk ver-

antwoord ondernemen' (MVO). MVO is echter te veel als een aparte afdeling aan de rand van de bedrijfsstrategie blijven hangen, zeggen critici, zoals de bekende Colin Mayer in het Verenigd Koninkrijk, Leo Strine in de Verenigde Staten, en Jaap Winter en andere hoogleraren ondernemingsrecht in Nederland (Mayer, 2018; Strine, 2017; Winter et al., 2020). We moeten een stap verder gaan: wat we nodig hebben is een ondernemen dat gedreven is door een maatschappelijke *purpose*. Verantwoord ondernemen is simpelweg maatschappelijk ondernemen. Ook het huidige model van ondernemen draagt bij aan maatschappelijke crises, en moet dus door een transitie heen. Van AO naar MVO, en nu door naar MO.

Dit hoeft overigens niet slecht uit te pakken voor de financiële waarde. Integendeel, eerder onderzoek binnen de Nederlandse context laat zien dat juist de focus op aandeelhouderswaarde veelal slecht is voor de financiële prestaties (Bezemer et al., 2017). De bijdrage van Derwall en Koedijk in deze bundel geeft een overzicht van recent internationaal onderzoek dat toont dat maatschappelijke oriëntatie (gemen in termen van CSR of ESG) tot dezelfde of lichtelijk betere financiële en maatschappelijke prestaties kan leiden. Zo laten Barko et al. (2021) zien dat aandeelhoudersactivisme op ESG-gebied (*Environmental, Social en Governance*) kan leiden tot stijgende ESG-ratings, alsmede tot stijgende financiële rendementen.

Van AO naar MO is de hypothese van deze bundel, die door sommige auteurs expliciet wordt omarmd, door andere empirisch getoetst, door weer andere kritisch wordt gezien. Hoe moet maatschappelijk ondernemen er dan uitzien? Wat precies is het doel van ondernemen in een nieuw MO-paradigma? Wat betekent dat voor de verhoudingen tussen de partijen die bij de governance betrokken zijn, zoals bestuur, toezicht, aandeelhouders, en andere stakeholders? Kan dat wel binnen de context van een internationale markteconomie? En last but not least: wat betekent dit voor de economische theorievorming?

In deze inleiding schetsen we die uitdagingen, en positioneren we de diverse bijdragen in de bundel. In het eerste deel behandelen we de vraag naar het doel van de onderneming, de zogenaamde *objective function of the firm*. Het tweede deel richt zich op een bijpassende positionering van de betrokken partijen in de corporate-governancestructuur. In deel drie staan empirische inzichten centraal rondom de mate waarin de op dit moment bij de corporate governance betrokken partijen een maatschappelijke oriëntatie aannemen. In het vierde deel worden er voorstellen gedaan voor nieuwe instituties.

DEEL 1: ONDERNEMEN VOOR MAATSCHAPPELIJKE WAARDE

In de economische wetenschap is de agency-theorie van de onderneming in de laatste decennia leidend geworden. Uitgewerkt door Michael Jensen en anderen, is deze vanuit de Verenigde Staten ook in Nederland binnen de economiebeoefening centraal komen te staan (Jensen en Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama en Jensen, 1983).

In de agency-theorie is het doel van de onderneming de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, vanuit de onderstelling dat een focus op dit doel ook de maatschappelijke welvaart maximaliseert. De belangen van alle andere stakeholders (zoals werknemers, leveranciers, klanten, milieu en natuur, lokale en nationale gemeenschap) worden al beschermd door de rechten die voortvloeien uit hun contractuele relatie met de onderneming, alsmede met eventuele wettelijke regelingen die de belangen van zwakkere partijen

beschermen. Aandeelhouders zijn *residual claimants*, staan daarom zwakker, wat hun sterkere positie in de governance legitimeert. Het bestuur moet hun belangen primair in het oog houden, onder gelijktijdige eerbiediging van contractuele claims en wettelijke plichten (Jensen, 2002). Vanuit deze optiek wordt de voornaamste governance-uitdaging het oplossen van het mogelijke conflict tussen de aandeelhouders als opdrachtgevers (*principals*) en het bestuur als opdrachtnemers (*agents*). Het bestuur moet effectief gedisciplineerd worden door de aandeelhouders, bijvoorbeeld door de dreiging van een vijandige overname of ontslag.

In het MO-paradigma verschuift het centrale doel op het niveau van de onderneming. Dit moet dan verbreed worden van aandeelhouderswaarde naar maatschappelijke waarde. In haar bijdrage laat Barbara Baarsma zien hoe dat nieuwe brede doel in de Corporate Governance Code is verankerd als een langetermijnwaardecreatie voor een brede groep van stakeholders. De huidige herziening van de Code waarbij langetermijnwaardecreatie expliciet wordt verbreed naar duurzaamheid, stuit echter nog op verzet vanuit het bedrijfsleven, zo constateert zij. De angst voor rechtszaken lijkt ondernemingsbestuurders te verlammen, zeker na het vonnis in de zaak van Milieudefensie tegen Shell. Baarsma analyseert de laatste ontwikkelingen met betrekking tot de Europese regelgeving, waarop het Nederlandse bedrijfsleven zich niet altijd voldoende voorbereidt. Over de hele linie signaleert zij koudwatervrees van ondernemerszijde – ondernemingen blijven liever praten over MVO, in plaats van over te stappen naar MO.

Dit roept de vraag op of een meer robuuste invulling van ‘maatschappelijke waarde’ de ondernemingen zou kunnen helpen bij het ontwerpen van hun strategie. In hun bijdrage doen Willem Schramade en Dirk Schoenmaker daartoe een voorstel. Zij betogen dat ondernemingen als doel ‘integrale waarde’ moeten hanteren, wat een optelsom is van financiële, ecologische en sociale waarde. Ze bespreken de verhouding en mogelijke trade-offs tussen deze drie waarde-typen. Hun centrale stelling is dat zulke trade-offs maar beperkt zouden moeten zijn toegestaan: ondernemingen moeten op alle drie de dimensies positieve waarde creëren. Tineke Lambooy han-

teert in haar bijdrage een vergelijkbaar uitgangspunt, waar zij spreekt over natuurlijke, sociale en financiële ‘kapitalen’, die verankerd moeten worden in accounting en rapportage.

De wending naar maatschappelijke waarde roept wel de belangrijke vraag op wat er dan precies mis was met de agency-theorie, en of die wending dan op economisch-wetenschappelijke gronden kan worden gerechtvaardigd.

Verantwoord ondernemen is simpelweg maatschappelijk ondernemen

Kees Cools helpt hierbij, door diep in de economische theorie te duiken. Hij geeft een overzicht van de kritieken die er de afgelopen decennia zijn geweest op de agency-theorie. Centraal staan de incomplete contracten, die ervoor zorgen dat een door aandeelhouders gestuurde ondernemingsleiding niet per definitie de belangen van andere stakeholders voldoende goed behandelt. Externaliteiten zijn het gevolg van een eenzijdige aandeelhouderswaarde-oriëntatie. Overheidsfalen leidt er vervolgens toe dat ook daar deze externaliteiten niet worden opgelost. Overheden hebben vaak niet voldoende informatie om adequaat te reguleren. Ook worden overheden al te vaak door bedrijfslobby's ingepalmd, en produceren ze regulering die de belangen van zwakkere partijen eerder verder verzwakken (*capture*). Als tegenwicht bepleit Cools veranderingen bij zowel overheid als bedrijven, en een sterkere rol voor de *civil society*.

DEEL 2: CORPORATE GOVERNANCE VOOR MAATSCHAPPELIJKE WAARDE

Als het doel van de onderneming verschuift naar maatschappelijke-waardecreatie, dan verandert ook de aard van het governancevraagstuk. In plaats van een focus op de relatie tussen aandeelhouders en bestuur, zijn er nu drie betrokken partijen: bestuur, aandeelhouders en andere stakeholders.

Wie moet in dit krachtenveld welke rol krijgen? Jaap Winter en Rutger Claassen bespreken nieuwe opties, terwijl Arnoud Boot in dit deel pleit voor voorzichtigheid ten aanzien van radicale wijzigingen in de corporate governance.

Winter pleit voor een ‘politieke’ en ‘open’ onderneming, die zich niet afkeert van de bredere maatschappij, maar zich juist positioneert als actieve deelnemer aan de gemeenschap, de ‘polis’. Hij stelt in dit verband twee oplossingsrichtingen voor. De eerste vraagt van aandeelhouders om zelf de belangen van andere stakeholders te behartigen, bijvoorbeeld door de introductie van een breder toetsingskader voor de besluiten van aandeelhoudersvergaderingen. Aandeelhouders worden dan in feite (deels) agents van stakeholdersbelangen, die zij in hun rol als principal moeten afdwingen bij het bestuur. Dit is het denken in termen van aandeelhouderswelzijn: de aandeelhouder heeft dan zelf een bredere visie op welvaart. De nieuwe rechtsvorm van de ‘maatschappelijke bv’ gaat in deze richting. De tweede oplossingsrichting, zo betoogt Winter, plaatst de stakeholders in de principal-rol. Een mogelijkheid is om stichtingen aandelen met stemrecht te geven, opdat zij de belangen van stakeholders behartigen. Ook multi-stakeholdercoöperaties passen in deze oplossingsrichting. Ten slotte noemt Winter ook het idee om stakeholders een eigen kanaal in de governance te geven, bijvoorbeeld via een ‘maatschappelijke raad’ (dit laatste voorstel wordt in meer detail besproken in de bijdrage van Nicolette Loonen).

Al deze opties zijn – zo laat Rutger Claassen in zijn bijdrage zien – te plaatsen in het kader van wat hij noemt een ‘corporate-governancetrilemma.’ Met dit trilemma neemt hij de agency-theorie als uitgangspunt, maar verbreedt deze vervolgens. Claassen bouwt zijn trilemma op vanuit de politieke theorie, waarin eveneens de relatie tussen principals (burgers) en agents (overheid/regering) centraal staat. Hij bepleit zo een wederzijdse integratie van politiek-theoretische en economische inzichten. Er zijn keuzes op twee dimensies nodig: enerzijds de verhouding tussen aandeelhouders en andere stakeholders als nieuwe principals, en anderzijds de verhouding van deze principals tot het bestuur als agent. Het trilemma laat zien dat wie weg wil van de centrale rol van aandeelhouders als enige principals, nog wel heeft te kiezen uit

twee heel verschillende wegen. Enerzijds is er de optie van een onafhankelijk bestuur dat stakeholdersbelangen afweegt. Anderzijds is er de optie van een bestuur dat sterk gedisciplineerd wordt door de nieuwe, bredere set van principals (aandeelhouders inclusief).

Arnoud Boot neemt een duidelijke positie in ten aanzien van de kritiek op aandeelhouderswaarde. Ten eerste beargumenteert hij, in lijn met de agency-theorie, dat een oriëntatie op aandeelhouderswaarde ook positief kan zijn. Aandeelhouders staan als *residual claimants* wat Boot betreft in een zwakkere positie, die hun sterkere rol in de corporate governance rechtvaardigt. Deze oriëntatie komt ook andere stakeholders vaak ten goede, dit is de zogenoemde *enlightened shareholder value*-gedachte van Jensen (2002). Als stakeholders onder druk komen te staan, dan is dat volgens Boot eerder het gevolg van informatieproblemen. Daarnaast is wat hem betreft het cruciale probleem de concentratie van vermogen, en dus van macht bij vermogensbeheerders (zoals Blackrock in de VS) en de marktmacht van de stemaadviesbedrijven (*proxy advisors*). Boot verwacht dat zij in toenemende mate terughoudend zullen zijn bij stemmingen over gevoelige thema's, uit angst voor politisering. Hij bepleit daarom meer diversiteit in de markt voor vermogensbeheerders en stemaadviesbedrijven, om een oriëntatie op aandeelhouderswelzijn te bevorderen.

DEEL 3: MAATSCHAPPELIJKE ORIËNTATIE: EMPIRISCHE INZICHTEN

Welke ontwikkelingen zijn er al aan de gang in een transitie van de corporate governance naar meer MO? En wat weten we daarover? In het derde deel bieden diverse auteurs nieuwe empirische inzichten.

In de bijdrage van Jeroen Derwall en Kees Koedijk staat de aandeelhouder centraal. Zij bieden een overzicht van de omvangrijke empirische literatuur over beleggen op ESG-prestaties van bedrijven. ESG-beleggen heeft een hoge vlucht genomen in het laatste decennium: en wat zijn de resultaten? Derwall en Koedijk onderscheiden daarbij openbare vormen van engagement door beleggers (resoluties in aandeelhoudersvergaderingen) van meer discrete vormen van engage-

ment (overleg met ondernemingen achter gesloten deuren). Hun conclusie is dat er een licht positief rendementseffect van engagement is – bedrijven presteren in financieel opzicht beter na een engagement. Over de sociale impact is er voorsnog weinig bekend; een duidelijk bewijs voor verbeterde ecologische en maatschappelijke prestaties laat nog op zich wachten. Zij bepleiten een betere samenwerking in coalities van aandeelhouders en stakeholders, en verwachten dat dit in de toekomst meer resultaten zal gaan opleveren.

Een andere belangrijke 'arena' is het toezicht. In het Nederlandse corporate-governancebestel staat de raad van commissarissen (RvC) centraal in het toezicht. Het artikel van Mijntje Lückcrath-Rovers richt zich op de generatiediversiteit van RvC's. Lückcrath-Rovers onderscheidt vier generaties op basis van hun gemeenschappelijke geschiedenis en ervaringen. Vervolgens kijkt zij hoe goed elk van die generaties vertegenwoordigd is in de RvC's. Het blijkt dat de 'generatie X' (geboren 1956–1970) het langzaam overneemt van de 'babyboomers' (1941–1955). De gemiddelde leeftijd is echter de laatste tien jaar niet gedaald. Er is nog weinig onderzoek naar de effecten van generatiediversiteit. Op basis van onderzoek naar diversiteit in het algemeen verwacht Lückcrath-Rovers wel positieve effecten van generatiediversiteit. Verschillende generaties hebben namelijk verschillende samenwerkings- en conflictstijlen, en andere (langetermijn) doelstellingen, bijvoorbeeld rond duurzaamheid en inclusie. Hier is dus nog een wereld te winnen.

Niels Hermes en Reggy Hooghiemstra richten zich op de aanwezigheid van commissarissen met een 'maatschappelijke', dat wil zeggen 'niet-ondernemers achtergrond'. Vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en het hoger onderwijs blijken goed vertegenwoordigd te zijn in RvC's. Hermes en Hooghiemstra vinden echter weinig bewijs voor verbeterde prestaties op MVO-gebied bij bedrijven met meer maatschappelijke commissarissen. Zij komen hiervoor met diverse verklaringen. Ook suggereren zij, op basis van eerder Amerikaans onderzoek, dat commissarissen met een ngo-achtergrond mogelijk wel een verschil kunnen maken. Europese ondernemingen hebben echter nog nauwelijks dergelijke commissarissen met een ngo-achtergrond

aangesteld. Vermeerdering daarvan wordt door Hermes en Hooghiemstra bepleit als een welkome ontwikkeling.

Al met al geven de empirische inzichten (vooralsnog) weinig steun aan de hoop dat bestaande organen in de corporate governance (zoals aandeelhouders en commissarissen) een wending naar Maatschappelijk Ondernemen tot stand zullen brengen – al verwachten de auteurs wel dat dit zou kunnen veranderen. Aandeelhouders en toezichhouders kunnen zich het MO meer eigen maken dan tot nu toe is gebeurd. Daarnaast zijn er wellicht ook andere, nieuwe instituties nodig. Daarover gaat het laatste deel.

DEEL 4: NIEUWE INSTITUTIES VOOR MAATSCHAPPELIJK ONDERNEMEN

Welke nieuwe governance-instituties zijn er mogelijk voor Maatschappelijk Ondernemen? In het laatste deel van de bundel formuleren Tineke Lambooy en Nicolette Loonen antwoorden op die vraag. Sjoerd Beugelsdijk bespreekt de internationale dimensie.

Lambooy richt zich op de belangen van toekomstige generaties, alsmede op flora en fauna. Zij bepleit dat deze steviger verankerd moeten worden in de corporate governance. Daartoe doet zij diverse voorstellen. Zij begint bij de huidige ontwikkelingen rond de invoering van een verplichting voor ‘passende zorgvuldigheid’ (*due diligence*) ten aanzien van milieu- en mensenrechtenschendingen in internationale waardeketens. Vervolgens bepleit zij het houden van ‘Toekomst Effect Rapportages’, waarmee ondernemingen hun bijdragen aan de toekomstige belangen beter in beeld kunnen krijgen. Tot slot komt zij met een breed palet aan aanbevelingen om stakeholders een formele plek in de corporate governance te geven. Dat kan bijvoorbeeld door een bestuurder of ‘Ombudspersoon voor Toekomstige Generaties’ te benoemen, of door het onderbrengen van aandelen bij een prioriteitsstichting. Ook geïntegreerde rapportage en een nieuw begrip van solventie maken deel uit van haar pakket van voorstellen. Zo zouden de uitkeringen aan aandeelhouders gebonden moeten worden aan resultaten van de ondernemingen op brede waarde, inclusief sociale en ecologische waarde.

Loonen bepleit een ontwikkeling waarbij de *stakeholdersfocus* wordt vervangen door een *rightholdersfocus*. Inbreuken op mensenrechten staan daarin centraal. De onderneming is verbonden met haar omgeving, en moet verantwoordelijkheid nemen voor haar impact op de rechten van derden. De keuze voor een rightholdersfocus kan ook betekenen dat er voor sommige activiteiten geen plaats meer is in de economie van de toekomst. Om zo’n focus te implementeren, stelt zij voor om een Maatschappelijke Raad toe te voegen aan de huidige governance, die een adviesfunctie krijgt ten opzichte van besturen en commissarissen, waar het beloningen, benoemingen en bedrijfsstrategie betreft. Zij bespreekt de praktische bezwaren die een eerdere versie van dit voorstel heeft losgemaakt, en roept op om te leren van (private en publieke) organisaties die al eerder dergelijke raden hebben ingesteld.

Beugelsdijk sluit de bundel af, met een belangrijke waarschuwing. Hij concentreert zich op de internationale dimensie van corporate governance. De agency-theorie heeft in zijn optiek vooral voorspellende waarde voor de Amerikaanse context. Er zijn systematische corporate-governanceverschillen tussen landen, die voortvloeien uit de cultuur, en ook uit de aard van het eigenaarschap. Als Nederlandse bedrijven de managementpraktijken van Amerikaanse bedrijven overnemen, is dat gebaseerd op een ‘rationele mythe’. Het is een mythe omdat op agencytheorie gebaseerde praktijken niet altijd werken. Maar de mythe is rationeel omdat zij in de internationale context als legitiem wordt gezien. Nederland is geen eiland. Gegeven de verwevenheid met het buitenland bepleit Beugelsdijk daarom om bij elk op stakeholders gericht voorstel te kijken wat de effecten zijn voor internationaal opererende Nederlandse bedrijven. Ook internationaal optrekken bij het verankeren van nieuwe corporate-governanceregels verdient de voorkeur.

CONCLUSIE

De jaarlijkse preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde zijn traditioneel een economie-aangelegenheid. De samenstelling van redactie en auteurs laat zien dat corporate governance en het maatschap-

pelijk belang een interdisciplinaire kwestie is. Wij roepen collega-academici uit de verschillende disciplines op om deze maatschappelijke vraagstukken vanuit interdisciplinair perspectief op te pakken.

In de economische wetenschap domineerde lang het idee van de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde als doel van de onderneming. In deze preadviezen bespreken diverse auteurs het idee van een bredere waardeoriëntatie. Daarbij zijn financiële, sociale en ecologische doelen nevenschikt, en moeten geïntegreerd worden. Deze visie op ondernemen gaat verder dan het maatschappelijk verantwoord ondernemen. Ondernemen wordt zelf een maatschappelijk georiënteerde activiteit. Om dat in de praktijk te brengen, zijn er echter nog veel stappen nodig. Baarsma laat in haar bijdrage zien hoe de voorgaande vernieuwing van de Corporate Governance Code, met de introductie van 'langetermijnwaardecreatie' als centraal ondernemingsdoel, nog niet de gewenste verandering heeft gebracht.

Centraal lijkt ons daarom ook een verandering in de corporate-governanceverhoudingen. De agency-theorie in de economie legde het centrale probleem lange tijd bij de relatie tussen aandeelhouders en bestuur. Met maatschappelijk ondernemen wordt de vraagstelling verbreed naar

andere, maatschappelijke partijen, waarvan de belangen in de governance moeten worden geïntegreerd. Daarvoor bieden diverse auteurs handvatten. Eén gouden idee lijkt er echter nog steeds niet te zijn. Sommigen bepleiten een behoud van de huidige governancestructuur, en richten hun verwachting ten aanzien van een breder waardekompas op de (institutionele) aandeelhouders en toezichhouders. Anderen komen met voorstellen voor een nieuwe eigendomsstructuur waarin stichtingen stakeholdersbelangen dienen, de toevoeging van een maatschappelijke raad, of bestuurders of commissarissen namens specifieke stakeholders.

Met veel van dergelijke voorstellen kunnen ondernemingen nu al experimenteren op vrijwillige basis. Daarom ligt de handschoen ook uiteindelijk bij het bedrijfsleven. Om te bezien wat werkt op de weg naar maatschappelijk ondernemen, zijn er governance-experimenten nodig, die bij gebleken succes een bredere verspreiding en eventueel een wettelijke verankering kunnen krijgen. Dat past in het 'transitiedenken'. Ook de corporate governance is in transitie. Experimenteren is echter wat ons betreft geen recept voor vrijblijvendheid, al was het maar omdat de governancetransitie uiteindelijk dienstbaar moet zijn aan de duurzaamheids-transitie, die geen langdurig talmen duldt.

LITERATUUR

Barko, T., M. Cremers en L. Renneboog (2021) Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777–812.

Bezemer, P.J., H. Volberda en F. van den Bosch (2017) Focus op aandeelhouder veelal slecht voor de financiële prestaties. *ESB*, 102(4751), 323–325.

Fama, E.F. (1980) Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.

Fama, E.F. en M.C. Jensen (1983) Agency problems and residual claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327–349.

Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.

Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Mayer, C. (2018) *Prosperity: Better business makes the greater good*. Oxford: Oxford University Press.

Strine, L.E. (2017) Corporate power is corporate purpose I: Evidence from my hometown. *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), 176–187.

Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2020) Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer. *Ondernemingsrecht*, 2020/86. Te vinden op phyleon.com.

Ondernemen voor maatschappelijke waarde



Hobbels op de weg naar duurzame langetermijnwaardecreatie

Langetermijnwaardecreatie staat sinds 2016 centraal in de Nederlandse Corporate Governance Code. Zes jaar later is het tijd om deze open norm nader in te vullen en het blikveld van vennootschappen te verbreden tot voorbij de aandeelhouderswaarde. Dat gaat niet zonder slag of stoot.

BARBARA BAARSMA
Hoogleraar aan de
Universiteit van
Amsterdam en
directeur van de
Rabo Carbon Bank

IN HET KORT

- ▶ Er bestaat bij vennootschappen koudwater-vrees voor het expliciteren van verantwoordelijkheden op het gebied van duurzaamheid in de Code.
- ▶ Dat heeft te maken met de vrees voor jurisdisering, mogelijk uitmondend in aansprakelijkheidsstelling.
- ▶ Ook het concreet maken van waardecreatie voor andere stakeholders dan aandeelhouders voedt deze ‘verandervrees’.

Nederland een gedragscode voor beursgenoteerde vennootschappen bestaat die uitgaat van het principe van een langetermijnwaardecreatie voor een brede groep van stakeholders. Dat deze Corporate Governance Code de uitkomst is van zelfregulering, vond hij onbegrijpelijk. Hoe kunnen partijen dit soort principes op zichzelf van toepassing verklaren? Toen ik hem vertelde dat de Code wettelijk verankerd is, waardoor vennootschappen verantwoording moeten afleggen over de naleving ervan in het bestuursverslag, viel hij bijna van zijn stoel. “Waarom is een brede belangenafweging zo problematisch?”, vroeg ik hem. “Omdat goed ondernemingsbestuur wordt gemeten aan de hand van aandeelhouderswaarde”, aldus de hoogleraar, die werd opgeleid in de *Chicago School of Economics*, het hart van de Angelsaksische cultuur. Milton Friedman was zijn leermeester. “De verantwoordelijkheid van het bestuur en de raad van commissarissen is om alles in het werk te stellen om die aandeelhouderswaarde te maximaleren”, vervolgde hij, om vervolgens af te sluiten met: “De belangen van andere betrokkenen, zoals werknemers, klanten of de maatschappij in brede zin,

Het was in 2017 en ik was bij INSEAD. Tijdens een diner raakte ik verzeild in een verhit debat met een Amerikaanse hoogleraar uit Chicago. Hij kon niet geloven dat er in

zijn alleen relevant als behartiging daarvan helpt om waarde voor aandeelhouders te creëren.”

Bij het toetje liet ik de Amerikaanse hoogleraar de Engelstalige versie van de Nederlandse Code zien. Ik vertelde dat we die als Monitoring Commissie Corporate Governance Code (MCCGC) namens de schragende partijen net het jaar daarvoor hadden herzien, en dat sindsdien het leidende principe in de Code als volgt is verwoord: “Het bestuur richt zich op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders.” Toen moest hij het wel geloven. Maar hij bleef het van harte oneens met het uitgangspunt dat een vennootschap een samenwerkingsverband op lange termijn is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Eigenlijk had ik deze hoogleraar moeten bellen toen we als MCCGC de Code gingen actualiseren. Zijn reactie zou een goede voorbereiding geweest zijn op de reacties die de nadere invulling van het begrip ‘langetermijnwaardecreatie’ zou oproepen bij sommige vennootschappen.

ACTUALISATIE VAN DE CODE STUIT OP WEERSTAND

Een groot deel van de leiders van de vennootschappen had bij de herziening in 2016 nog wel koudwatervrees voor een verplichting om op meer te sturen dan op kortetermijnwinst. Inmiddels is het 2022 en is het begrip langetermijnwaardecreatie echter ingeburgerd in ‘corporate Nederland’. Er is behoefte aan een nadere invulling van het begrip, zonder af te wijken van de *principle-based* benadering. Daarom hebben we als MCCGC de actualisatie van de Code opgepakt om te borgen dat die relevant en toekomstvast blijft. De tekstvoorstellen, die de gehele Code betreffen en niet louter op het thema duurzaamheid betrekking hebben, zijn van eind februari tot medio april van dit jaar ter publieke consultatie voorgelegd. Dat het onderwerp leeft, bleek wel uit de tientallen reacties die we kregen van vele verschillende partijen.

Opvallend was de weerstand die het verbreden van langetermijnwaardecreatie naar duurzaamheid bij vele vennootschappen oproep. Tegelijkertijd lijkt het besef dat verduurzaam-

ing van de bedrijfsmodellen niet kan wachten omdat de klimaatcrisis al gaande is echt wel te zijn doorgedrongen. Toch lieten verschillende bestuurders weten dat de voorgestelde aanpassingen, volgens hen, te ver zouden gaan. Tot mijn verbazing kwam dit geluid ook van leiders die zich voorstaan op hun inzet om te verduurzamen. Ook leiders die zich als ‘groen’ presenteren bleken dus ineens ouderwets ‘grijs’ te zijn.

Om vennootschappen meer richting te geven bij het invullen van de open norm van langetermijnwaardecreatie wordt verder opgenomen dat het bestuur verantwoordelijk is voor het op duurzame wijze creëren van waarde op de lange termijn. Die verantwoordelijkheid vult het bestuur in door een visie en een bijpassende strategie op te stellen, met concrete doelstellingen. Bovendien dient het bestuur daarbij rekening te houden met de effecten van het handelen van de vennootschap op de gehele keten, of anders geformuleerd ‘op mens en milieu’. Ten derde weegt het bestuur daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders.

Duurzaamheid wordt breed gedefinieerd. Er wordt dus meer dan alleen ecologische inpasbaarheid bedoeld. Het verwijst naar de balans tussen de sociale, ecologische en economische aspecten van het ondernemen, ook wel de drie P’s genoemd: *people, planet* en *profit* (zie ook de bijdrage van Willem Schramade en Dirk Schoenmaker in deze bundel). Wat daaronder valt, wordt in verschillende Europese en internationale richtlijnen uiteengezet, en daar verwijst de geactualiseerde Code ook naar. Denk daarbij aan het voorgestelde artikel 19ter van Richtlijn 2013/34/EU, dat in verschillende andere richtlijnen en de Richtlijn betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen (*Corporate Sustainability Reporting Directive*; CSRD) wordt ingevoegd. Andere documenten die gebruikt kunnen worden om het begrip ‘duurzaamheid’ nader uit te werken zijn de *Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct* van de OESO uit 2018, de *UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, en de verslaggevingstandaarden van de *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Het is aan het bestuur van de vennootschappen om de relevante ontwikkelingen op dit vlak te volgen en daar rekening mee houdt.

De belangen van de relevante stakeholders dienen te worden meegenomen in de door het bestuur op te stellen ‘strategie voor duurzame langetermijnwaardcreatie’. Ook het begrip ‘stakeholders’ wordt in de Code breed gedefinieerd. Het zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van die vennootschap beïnvloeden of erdoor (kunnen) worden beïnvloed. Denk daarbij aan werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en verdere belanghebbenden.

De geactualiseerde Code vereist verder dat het bestuur in het bestuursverslag een toelichting geeft op de visie en strategie, gericht op een duurzame langetermijnwaardcreatie. Op welke wijze is er in het afgelopen boekjaar bijgedragen

aan die visie en strategie? In welke mate zijn de geformuleerde doelstellingen behaald, en welke acties zijn er in dat kader ondernomen? Ook doet het bestuur verslag van de effecten die de producten, diensten en activiteiten van de onderneming hebben gehad op mens en milieu, en hoe de belangen van stakeholders daarin zijn meegewogen. De effecten moeten ten minste kwalitatief beschreven worden, maar om het inzicht in de effecten en de vergelijkbaarheid ervan met de financiële informatie/verslaggeving te vergroten, beveelt de Code aan om waar mogelijk deze effecten te kwantificeren en te monetariseren. Parallel aan actualisatie van de Code wordt er door de Europese Commissie gewerkt aan een rapportagerichtlijn, de eerder genoemde CSRD. Als de vennootschap rapporteert conform die richtlijn, dan blijft de rapportagebe-

Het belang van transparantie voor verduurzaming

KADER 1

Een ‘vergroeningsprikkel’ die de transparantie van activiteiten van bedrijven vergroot, is een rapportageverplichting voor bedrijven. Het goede nieuws hiervan is dat de overheid op dit punt wel degelijk beleid invoert, al is het niet de Nederlandse overheid maar de Europese Commissie die de rapportageverplichting voortvarend heeft opgepakt. Naast de *Green Deal* is er ook een *EU Sustainable Action Plan*. Onderdeel daarvan zijn verschillende verplichtingen. Zo ging in 2022 de *Sustainable Financial Disclosure Regulation* (SFDR) al in voor beleggers en investeerders. Ook is er de *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) voor de allergrootste beursvennootschappen met meer dan 500 fte, banken en verzekeraars.

De jongste loot aan de stam is de hierboven al genoemde *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD). Deze richtlijn moet eind 2022 door de lidstaten geïmplementeerd worden, en zal in het boekjaar 2024 trapsgewijs

in werking treden. Vanaf boekjaar 2024 zijn er ondernemingen die al onder de NFRD vallen. Vervolgens zijn er per 1 januari 2025 grote ondernemingen aan de beurt die aan minstens twee van de volgende drie criteria voldoen: (1) meer dan 250 fte, (2) balanstotaal van meer dan 20 miljoen euro, en/of (3) een netto-omzet van meer dan 40 miljoen euro. Vanaf 2026 moeten ook de beursgenoteerde mkb-ondernemingen en de kleine en niet-complexe kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen aan de richtlijn voldoen. De CSRD eist van deze bedrijven dat zij inzicht geven in de sociale en de milieu-impact van hun bedrijf en de keten. Een onafhankelijke derde partij moet de duurzaamheidsverslaggeving controleren. Dat zouden accountants kunnen zijn. Dit bracht Peter Bakker van de World Business Council for Sustainable Development tot de uitspraak dat “*accountants will save the world*”. Ik voeg daaraan toe:

“En andersom.” Accountants krijgen op die manier weer een taak waarmee ze vertrouwen kunnen terugwinnen.

Het grote voordeel van de CSRD is dat het transparant wordt wat bedrijven daadwerkelijk doen om te vergroenen, en wat niet. Aandeelhouders en andere belanghebbenden kunnen met die informatie in de hand de bedrijven ter verantwoording roepen. Om de keten-effecten te kunnen rapporteren, zullen deze bedrijven gegevens aan hun toeleveranciers en klanten vragen – en op die manier is de werking van de richtlijn veel breder. Van veel meer bedrijven wordt er dus duidelijk wat ze doen om te verduurzamen. De EU-Taxonomie voor duurzame activiteiten knoopt al deze richtlijnen aan elkaar, in de zin dat overal steeds meer dezelfde taal wordt gebruikt. Dit zal leiden tot een standaardisatie van wat groen en sociaal is. Dat maakt het betrouwbaar en onderling vergelijkbaar.

paling in de Code buiten toepassing. Het belang van de duurzaamheidsrapportages en de regelgeving die er op dat gebied aan komt, staat beschreven in kader 1.

KOMT ER TOCH EEN ZORGPLICHT?

De koudwatervrees voor deze actualisatie die de MCCG in een deel van de reacties van vennootschappen terug zag, is tekenend voor het klimaat in veel bestuurskamers. De wil om te vergroenen komt steeds meer in de schaduw te staan van de vrees voor rechtszaken, waarin de vennootschap of de bestuurder zelf aansprakelijk wordt gesteld.

Wat dat betreft heeft het vonnis van de rechtbank in Den Haag uit 2021, in de door Milieudefensie aangespannen zaak tegen Shell, olie op het vuur gegooid (Rechtbank Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337). Het vonnis verplicht het olie- en gasconcern om de CO₂-uitstoot in 2030 met 45 procent te hebben teruggebracht ten opzichte van 2019. Deze verplichting betreft zowel de scope 1-, 2- als 3-emissies (kader 2), dat wil zeggen van zowel de Shell-groep, zijn toeleveranciers als van zijn afnemers. Het gaat dus om de emissies in de gehele keten. De rechtbank baseert zich daarbij op de in artikel 6:162 BW neergelegde ongeschreven zorgvuldigheidsnorm, die inhoudt dat handelen in strijd met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt onrechtmatig is. Ook betreft de rechtbank internationale zorgvuldigheidsnormen als de *UN Guiding Principles* en de *OESO-Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen*. De conclusie is dat

het tegengaan van gevaarlijke klimaatverandering onder die norm valt. De rechtbank erkent dat het een taak van de overheid is om regulerend op te treden en klimaatverandering tegen te gaan, maar dat Shell daarnaast een eigen verantwoordelijkheid heeft.

Een nieuwe richtlijn die momenteel in de maak is bij de Europese Commissie, zal de vrees voor juridisering bij bedrijven versterken. Als onderdeel van de Green Deal deed de Commissie in februari 2022 een voorstel voor een richtlijn inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CSDD). Deze richtlijn gaat niet over duurzaamheidsrapportages, maar verplicht grote ondernemingen om een voortdurende toets op passende zorgvuldigheid (*due diligence*) uit te voeren op het gebied van milieu en mensenrechten. Ook introduceert de CSDD een civiele aansprakelijkheid voor het niet betrachten van de gepaste zorgvuldigheid. De aansprakelijkheid die bestuurders – na de Shell-zaak en andere rechtszaken – lijken te vrezen, lijkt zo waarheid te worden. Voor hele grote ondernemingen geldt ook de plicht om een klimaatplan op te stellen. (Het gaat hier om EU-ondernemingen met gemiddeld meer dan 500 werknemers en een netto-omzet van meer dan 150 miljoen euro, en niet-EU-ondernemingen met een netto-omzet van meer dan 150 miljoen euro in de EU.) Dat plan moet zorgen dat het bedrijfsmodel en de strategie van de onderneming passen bij de transitie naar een duurzame economie, en dat ze passen binnen de afspraken van het akkoord van Parijs. Het zal nog wel even duren voordat het voorstel van de Commissie voor de CSDD is aangenomen en omgezet in nationale wetgeving. Tot die tijd is het verstandig om in de zelfregulering, zoals de Corporate Governance Code, alvast een vertaalslag te maken van de CSDD.

Behalve de vrees dat actualisatie van de Code bijdraagt aan verdere juridisering en aansprakelijkheidsstelling, lijkt in de reacties op het consultatiedocument ook vrees voor een bredere belangenafweging de weerstand te voeden. Welke stakeholders zijn er relevant? Dat is aan de vennootschap om onderbouwd aan te geven. Sommige vennootschappen vinden het ingewikkeld om waardecreatie voor andere

Scope 1, 2 en 3

KADER 2

Scope 1-emissies zijn de directe CO₂-uitstoot veroorzaakt door eigen bronnen binnen het bedrijf. Scope 2 en 3 zijn de indirecte CO₂-uitstoot. Scope 2 is de uitstoot door ingekochte elektriciteit of warmte. Tot slot is scope 3 de uitstoot die ontstaat als gevolg van de activiteiten van het bedrijf, maar die voortkomt uit bronnen die geen eigendom van het bedrijf zijn en ook niet beheerd worden door het bedrijf. Dat worden wel de 'keteneffecten' genoemd. Bij de Shell-groep valt ongeveer 85 procent van de emissies onder scope 3.

stakeholders dan aandeelhouders concreet in te vullen, en dat voedt dan ook hun verandervrees. Dit komt ook aan de orde in de bijdrage van Schoenmaker en Schramade in deze bundel.

TOT SLOT: VERDUURZAMING VAN DE ECONOMIE VRAAGT MEER DAN EEN GEACTUALISEERDE CODE

De Corporate Governance Code is een van de instrumenten die ingezet kunnen worden om de economie te verduurzamen. Maar dat is zeker niet genoeg. Wat is er nog meer nodig? Economisch gezien zijn de belangrijkste ingrediënten de beprijzing en normering (Baarsma, 2022a). Beprijzing van bijvoorbeeld broeikasgassenuitstoot met een regulerende heffing is het meest efficiënte instrument om de economie richting vergroening te sturen. Economen noemen dat een *pigouvianse heffing*. De opbrengst vloeit niet naar de schatkist, maar gaat naar doelen die samenhangen met de heffing. De overheid kan het beste economie-breed een heffing invoeren. Een heffing op EU-niveau heeft de voorkeur, maar als dat te lang duurt dan moeten heffingen alvast in Nederland worden ingevoerd (Baarsma et al., 2019; Schoenmaker et al., 2019). Helaas ziet het er niet naar uit dat de overheid zal overgaan tot een uniforme en economiebrede beprijzing van bijvoorbeeld broeikasgassen, stikstof of andere schadelijke uitstoot. Daar waar beprijzen (nog) niet mogelijk is, dient de overheid normen te stellen.

Dat de overheid niet overgaat tot beprijzen en normstelling betekent niet dat bedrijven zelf niets kunnen doen. Zij kunnen hun eigen beprijzing vergroenen door met interne prijzen voor schadelijke uitstoot te werken. Zo kunnen banken bijdragen met lagere rentes voor financiering van duurzame investeringen. Luchthavens kunnen tarieven voor landingsrechten differentiëren op basis van de mate waarin een vliegtuig geluidsoverlast veroorzaakt, stikstof uitstoot of duurzame kerosine gebruikt. Uiteindelijk moeten interne beprijzing en transparantie ertoe leiden dat negatieve, ongewenste effecten terugkomen in de resultatenrekening en balans, zodat de jaarrekening een waarheidsgetrouw beeld geeft van het verdienmodel en het duidelijk wordt of dat ver-

dienmodel op lange termijn houdbaar is. De vraag moet niet zijn: waar zit de winst? Maar: waar zit de waarde? Hopelijk helpt de geactualiseerde Code de vennootschappen om concrete maatregelen als interne beprijzing onderdeel te laten zijn van een duurzame strategie gericht op langetermijnwaardecreeatie.

Los van economische instrumenten is er voor verduurzaming van bedrijven leiderschap en lef nodig. In Glasgow, waar ik in november 2021 was voor de klimaatconferentie COP26, zag ik een prachtig natuurlijk experiment om de leiders met lef van de rest te onderscheiden (Baarsma, 2022b). Het conferentieterrein was hermetisch afgesloten van de rest van Glasgow. Er waren slechts één ingang en één uitgang, die beide zwaar bewaakt waren. In de stad waren er, ondanks de corona, tienduizenden klimaatactivisten aanwezig. Velen van hen stonden elke dag bij de toegangspoort te demonstreren, vaak vrolijk dansend op muziek en gepassioneerd debatterend over klimaatverandering, soms ook wel boos en schreeuwend. Elke deelnemer die het conferentieterrein op of af wilde moest door die haag van demonstranten, en dat bleek ook een interessant experiment.

De bestuurders die gehaast probeerden om zich een weg naar binnen of naar buiten te banen, waren in de meerderheid. Sommigen van hen herkende ik van gesprekken die ik had gehad. Zonder uitzondering hadden de bangige, gehaaste bestuurders in die gesprekken geen sterke indruk gemaakt. Het verraste me dan ook niet dat ze zich zo gauw mogelijk uit de voeten maakten. Het leek eerder de noodzaak van *image building* dan een doorvoelde vergroeningsstrategie, die deze bestuurders naar Glasgow had gebracht. Maar er waren ook bestuurders die het gesprek met de demonstranten juist actief aangingen, en vertelden over wat ze op de klimaatop wilden bereiken en wat de uitdagingen daarbij zijn. Ook enkelen van hen had ik gesproken en ik was niet verbaasd dat juist degenen die echt voor vergroening leken te willen gaan en zich daarbij ook kwetsbaar durfden op te stellen, wel bleven staan voor een gesprek over hun drijfveren, doelen en twijfels. Sommigen van hen dansten zelfs mee bij de demonstratie. Zo was de haag van demonstranten een ware lakmoesproef voor een groen leiderschap.

Een andere lakmoesproef is de actualisatie van de Corporate Governance Code. Opmerkelijk is dat veel grote bedrijven nog niet hebben nagedacht over interne beprijzing, en zich bovendien niet lijken te realiseren dat ze onder de CSRD vallen – en wat dat betekent. Dat is een van de redenen om duurzaamheid en duurzaamheidsrapportage op

te nemen in de geactualiseerde Code. Zo kunnen bedrijven via zelfregulering bekend raken met deze en andere op handen zijnde wetgeving. Het is dus alleszins verstandig om de actualisatie van de Code te omarmen, in plaats van die trachten tegen te houden.

LITERATUUR

Baarsma, B. (2022a) Ondernemerschap is nodig voor vergroening van de groei. *ESB*, 107(4811S), 23–26.

Baarsma, B. (2022b) *Groene groei: Over de (on)zin van economische groei*. Amsterdam: Uitgeverij Pluim.

Baarsma, B., J. van den Bergh, A. Boot et al. (2019) *Kabinet: zorg dat iedere ton CO₂ uitstoot dezelfde prijs krijgt*. Blog op [esb.nu](https://www.esb.nu), 24 april.

Schoemaker, D., R. van Tilburg, B. Jacobs et al. (2019) *Wij zijn het eens: CO₂heffing hard nodig, ook voor de Nederlandse industrie*. Blog op [esb.nu](https://www.esb.nu), 25 januari.

Brede waarde als kompas

Financiële waardecreatie door bedrijven gaat nog te vaak ten koste van maatschappij of natuur. Om binnen de ‘planetaire grenzen’ te blijven is er een andere blik op waarde nodig: voorbij de louter financiële waarde (F) naar een brede waarde, die naast financiële waarde ook sociale (S) en ecologische waarde (E) behelst. Hoe maken we deze concreet?

IN HET KORT

- ▶ Om te bepalen in welke mate er activiteiten gewenst zijn, dienen we de sociale en ecologische waarde zichtbaar te maken:
 $F + S + E = \text{brede waarde}$.
- ▶ Dat begint met het meten en rapporteren van brede waarde, en komt vervolgens tot uiting in besluitvorming.
- ▶ Idealiter wordt brede waarde als ondernemingsdoel verankerd in instituties, opdat het centraal komt te staan bij beprijzing, sturing, rapportage en verantwoording.

De aandeelhouderswaardedoctrine stelt dat maximalisatie van de aandeelhouderswaarde het beste en enige doel van de onderneming is en zijn moet (Jensen, 2002). Dat zou voor iedereen het beste zijn. Immers, in hun missie om aandeelhouderswaarde te genereren, moeten managers ook de andere stakeholders (werknemers, klanten, leveranciers) goed

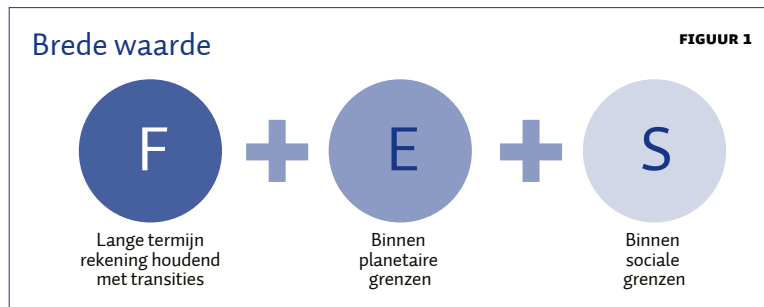
bedienen, opdat er vanzelf welvaart gecreëerd wordt. Ze zoeken daarbij naar een optimum dat op lange termijn de meeste waarde zal creëren. Althans, dat is de theorie.

Alleen houdt die theorie onvoldoende rekening met negatieve externaliteiten, oftewel de kosten die op de samenleving worden afgewenteld, zoals schade aan het milieu. De maatschappelijke kosten van de aandeelhouderswaardedoctrine kunnen bijzonder hoog uitvallen, want de winsten zijn privaat (voor aandeelhouders en managers) en de kosten worden gesocialiseerd (afgewenteld op belastingbetalers). Dit bleek bij de bankencrisis van 2008–2009.

Bovendien ontaardt sturing op aandeelhouderswaarde in de praktijk vaak in sturing op kortetermijnwinst en kortetermijnbeurskoers. Dat is problematisch, want het geeft topmanagers verkeerde prikkels. Volgens de aandeelhouderswaardedoctrine moeten bedrijven altijd streven naar meer winst – ook als die winsten al heel hoog liggen, en ook als dat streven ten koste gaat van andere belanghebbenden, zoals werknemers. Zolang je maar binnen de wet blijft. Het is een tredmolen waarin je steeds harder moet rennen om de almaar hogere verwachtingen bij te benen. Zo ontstaat er gemakkelijk een cultuur waarin alles is geoorloofd, mits het niet strikt verboden is.

WILLEM SCHRAMADE
Zelfstandig Sustainable finance consultant, bij het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation

DIRK SCHOENMAKER
Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam



WEG VAN EENZIJDIG AANDEELHOUDERSDENKEN

Maar hoe moet het dan wel aangepakt worden? De Amerikaanse financieel econoom Michael Jensen was in de jaren zeventig met zijn *agency theory* (Jensen en Meckling, 1976) een van de grondleggers van het denken in aandeelhouderswaarde. In 2002 kwam hij met een revisie: ‘verlichte aandeelhouderswaarde’ (Jensen, 2002). Deze onderkent dat het voor de langetermijn-aandeelhouderswaarde essentieel is om de andere belanghebbenden goed te behandelen. Dat is een substantiële verbetering ten opzichte van met name de Amerikaanse praktijk wat betreft maximalisatie van de kortetermijn-aandeelhouderswaarde. Toch is deze verlichte visie nog niet de oplossing, aangezien het onduidelijk is wat ‘goed behandelen’ betekent. Verder kunnen bedrijven nog steeds marktmacht exploiteren, vooral als de transparantie laag is. En in feite is verlichte aandeelhouderswaarde wat de meeste beursgenoteerde bedrijven in landen als Nederland al toepassen. Die zien vaak de noodzaak niet van brede waarde (“We doen toch al ESG/CSR/MVO?” – Dit zijn aanpakken die het bewustzijn weliswaar verhogen, maar de sturing niet wezenlijk veranderen) en ze beseffen niet dat de verlichte visie nog steeds onvoldoende oog heeft voor de omgang met externaliteiten. Maar wat zijn dan de alternatieven?

Het traditionele, vooral Europese, alternatief is het ‘stakeholdersmodel’, ofwel het Rijnlandse model. Hierin worden beslissingen vooral genomen vanuit het oogpunt van belanghebbenden, zoals werknemers en leveranciers (Freeman, 1984). Dat klinkt misschien wel mooi, maar ook het

stakeholdersmodel werkt niet goed. Het afwegen van de verschillende belangen is moeilijk en ondoorzichtig, waardoor managers onder het mom van het algemeen belang vooral hun eigen belang kunnen nastreven. Bovendien heeft het stakeholdersmodel enkele van dezelfde gebreken als het aandeelhoudersmodel, aangezien het geen rekening houdt met natuurlijk kapitaal en toekomstige generaties.

Kortom, noch het verlichte aandeelhouderswaardemodel, noch het traditionele stakeholdersmodel biedt de oplossing. Een beter model combineert het beste van beide en meer: een langetermijnperspectief, een brede waardecreatie, en verantwoording (Stam, 2022).

Het langetermijnperspectief betekent dat managers niet alleen bezig zijn met het komende kwartaal of de komende paar jaar, maar wat betreft hun beslissingen vele jaren of zelfs vele decennia vooruitkijken. Dat laatste klinkt overdreven, maar is het niet – wie immers een fabriek bouwt, infrastructuur aanlegt of een mijnbouwproject begint, doet dit al snel voor meerdere decennia. Het betekent dat managers beslissingen nemen die gevolgen hebben voor het bedrijf en de belanghebbenden, nog lang nadat de betreffende manager het veld heeft geruimd. Dat kan prima werken, mits managers vooral handelen naar eer en geweten, alsmede naar hun intrinsieke motivatie om het goede te doen, zonder te worden afgeleid door excessieve financiële prikkels. Dit vraagt wel om een set veranderingen, niet alleen in bedrijven, maar ook in de structuren waarbinnen ze opereren, zoals het ondernemingsrecht, het belastingstelsel en de regulering van de markten waarop ze actief zijn (Schramade en Tantram, 2021).

BREDE WAARDE ALS KOMPAS

Voor de beste langetermijnkeuzes moeten we het bredewaardebegrip centraal stellen: dus niet F(inancieel), maar F(inancieel) + S(ociaal) + E(cologisch). Figuur 1 illustreert het bredewaardebegrip.

Transities op het gebied van energie, mobiliteit, landbouw en dergelijke veranderen verdienmodellen en daarmee de financiële aantrekkelijkheid van veel producten, investeringen en bedrijven. Binnen ‘planetaire grenzen’ (*planetary boundaries*) betekent dit dat de aarde leefbaar blijft. Bin-

nen sociale grenzen wil zeggen dat iedereen een behoorlijk bestaan kan hebben. De ‘echte’ prijzen voor sociale en ecologische factoren reflecteren hun werkelijke schaarste om binnen planetaire en sociale grenzen te blijven.

Tabel 1 geeft weer wat dit op de verschillende niveaus betekent voor de te gebruiken maatstaven. Deze maatstaven hangen sterk met elkaar samen: dezelfde informatie die vereist is om echte prijzen te bepalen (die nodig zijn om binnen planetaire en sociale grenzen te blijven), is bij elkaar genomen ook nodig voor het meten van de brede waarde van landen. En het saldo van echte verkoopprijzen en echte kosten bepaalt de echte winst van bedrijven. Het alleen meten van echte prijzen is daarbij vaak niet voldoende. Ze moeten in veel gevallen ook echt in rekening worden gebracht, of op andere manieren geïnternaliseerd worden (dat wil zeggen door het desbetreffende bedrijf worden gedragen). En het hele systeem moet ermee in overeenstemming worden gebracht: nationale rekeningen, belastingen, ondernemingsrecht, verslaggeving en noem maar op. Dan pas komen de benodigde informatiestromen echt op gang. Maar meten is wel het begin van bewustzijn en verandering.

En zo ver zijn we nog niet. Van veel producten kennen we de echte prijs niet, en van de meeste ondernemingen weten we ook de echte winst niet – gewoon omdat de benodigde informatie momenteel niet geproduceerd wordt, en er nog onvoldoende mensen in deze methoden getraind zijn. Toch is het mogelijk om ook zonder precieze data al ‘in brede waarde’ te denken. Met het waardevenster (tabel 2) kan de waarde intuïtief zichtbaar gemaakt worden. Voor ieder product, project, en iedere activiteit, onderneming en bedrijfstak, kan men zich op zijn minst afvragen of ze op E, S en F waarde creëren, dan wel vernietigen – en vaak is er een *educated guess* mogelijk. Het waardevenster classificeert activiteiten op twee dimensies. Ten eerste: creëren of vernietigen ze waarde op F? En ten tweede: creëren of vernietigen ze waarde op E+S? Die classificatie is rudimentair, en gaat bijvoorbeeld voorbij aan situaties waarin de waardecreatie op E en S verschillende tekens heeft, maar is toch heel inzichtelijk.

De beste projecten/activiteiten/bedrijven bevinden zich in kwadrant 2 (win-win): deze creëren zowel waarde op F als

Zichtbare versus betere maatstaven voor waarde **TABEL 1**

Niveau	Nu (zichtbaar)	Beter, maar nog zelden zichtbaar
Product	Financiële prijs	Echte prijs, inclusief externaliteiten
Doel van een onderneming	Financiële winst	Lange termijn, bredewaardecreatie
Welvaart van een land	Bruto nationaal product	Brede welvaart

Waardevenster **TABEL 2**

	E+S waarde vernietigend	E+S waarde creërend
F-waarde creërend	Kwadrant 1 Roofbouw	Kwadrant 2 Win-win
F-waarde vernietigend	Kwadrant 1 Ondergang	Kwadrant 1 Liefdadigheid

Bron: Schramade (2020)

op E+S. Dankzij de positieve F zullen ze door de markt ook uitgevoerd worden. Dat laatste geldt eveneens voor projecten in kwadrant 1 (roofbouw): die creëren waarde op F, maar vernietigen waarde op E+S. Gezien die waardevernietiging zouden vele ervan niet plaats moeten vinden, maar dat weet de markt niet omdat E+S niet gemeten en niet geprijsd wordt. De markt is effectief blind voor het verschil tussen de kwadranten 1 en 2. Dat is waar de markt faalt en de mens kan ingrijpen: door veranderingen in transparantie, gedrag, technologie, regelgeving, prijszetting en dergelijke kan kwadrant 1 heel klein worden gemaakt en in theorie zelfs leeg raken. Dat betekent dat hetgeen nu nog in kwadrant 1 valt, effectief naar kwadrant 3 (ondergang) of kwadrant 2 gedrukt wordt – en zo niet, dan ten minste binnen het kwadrant naar rechts opschuift. Denk bijvoorbeeld aan de transportsector: als die massaal overgaat van fossiele brandstoffen op hernieuwbare energiebronnen, dan gaat E van zeer negatief naar enigszins negatief (doordat

er nog altijd veel materialen nodig zijn), en S verbetert door de gezondheidseffecten. Per saldo ligt E+S dan waarschijnlijk rond de grens van de kwadranten 1 en 2. In de auto-industrie is die beweging onder leiding van Tesla al in gang gezet.

Voor sommige bedrijfstakken is kwadrant 2 niet haalbaar omdat de uitstoot de kern van het product is. Dat geldt bijvoorbeeld voor olie en kolen. Shell stond tot voor kort garant voor hoge dividenden (kwadrant 1), maar is met de hele westerse olie-industrie afgezakt naar het grensgebied van kwadranten 1 en 3 (met een tijdelijke opleving door de energicrisis als gevolg van de oorlog in Oekraïne). De kolenindustrie is in ons deel van de wereld al in een verder stadium van aftakeling, en bevindt zich ruimschoots in kwadrant 3. Dat is vooral een gevolg van de emissiereductiedoelen – een keuze van de samenleving.

Kwadrant 4 (liefdadigheid) is zeer interessant: dit zijn de projecten/activiteiten/bedrijven die wel waarde creëren op E+S, maar financieel tekortschieten. Een deel daarvan is financieel niet rendabel te maken, maar vele andere kunnen met een zetje zo in kwadrant 2 (win-win) terecht komen. Denk aan Bovaer, een product van DSM dat de methaanuitstoot van koeien met zo'n dertig procent kan verlagen. Dat is nog niet rendabel op de markt te brengen aangezien nog niemand ervoor wil betalen; en voor de boer geeft het immers wel extra kosten, maar geen direct voordeel. Bij een serieuze methaanprijs (of regelgeving met vergelijkbare effecten) levert het product echter wél direct voordeel op voor boeren, willen ze er wél voor betalen en is het wél winstgevend voor DSM.

Brede waarde als doel van de onderneming

Brede waarde als doel betekent dat het ondernemingsbeleid erop gericht is om op alle drie de kapitalen F, S en E waarde te creëren, of om in ieder geval waardevernietiging te voorkomen. Een positieve waarde op E wil zeggen dat de onderneming per saldo bijdraagt aan het opbouwen van natuurlijk kapitaal. Het gaat daarbij uitdrukkelijk niet alleen om de reductie van CO₂-emissies, maar om binnen alle negen planeaire grenzen te blijven, zodat de aarde leefbaar blijft (Steffen et al., 2015). Analoog daaraan betekent een positieve waarde op S, dat de onderneming ervoor zorgt dat haar belangheb-

benden floreren, en niet door de sociale minimumgrenzen zakken. Denk daarbij aan de verschillende SDG's over gelijkheid en onderwijs; het garanderen van behoorlijke lonen door de hele leveringsketen; en investeringen in de kennis en vaardigheden van het personeel die nodig zijn om klanten waarde te kunnen leveren. Om de onderneming zelf te laten overleven, zal er ook op F positieve waarde gecreëerd moeten worden. Kortom, het doel van de onderneming dient te zijn om haar activiteiten te ontplooiën in kwadrant 2 (win-win) van het waardevenster.

Voor ondernemingen waarvan de activiteiten zich grotendeels in kwadranten 1 (roofbouw, zoals tabaksfabrikanten) of 3 (ondergang, zoals kolennijnen) bevinden, is de grote uitdaging om in kwadrant 2 te komen. Of dat lukt, hangt af van de aard van de producten, van de omgeving en van hun positie. In die zin heeft Air France-KLM betere kaarten dan een tabaksfabrikant: vliegen heeft in tegenstelling tot tabak ook veel positieve waarde; en Air France-KLM kan concurrentievoordeel opbouwen door schoner te vliegen dan andere maatschappijen – maar daarbij heeft Air France-KLM wel hulp van buiten nodig in de vorm van regulering of echte prijzen op uitstoot, die de kosten van hun concurrenten harder raken dan die van haarzelf. Dat is het paradoxale: echte prijzen (in dit geval voor vliegtickets) zijn in eerste instantie slecht voor dergelijke bedrijven, maar stellen ze uiteindelijk wel in staat om zich naar kwadrant 2 te bewegen. Immers, pas dan worden ze betaald voor hun inspanningen om schoner te produceren dan hun concurrenten. Dergelijke externe prikkels zijn cruciaal voor het doel om brede ondernemingswaarde te realiseren. Maar het moet ook vanuit de onderneming zelf komen. In haar missie ligt de bron van brede waardecreatie.

De missie als richtsnoer voor focus

Een onderneming vindt de focus in haar missie. Waarom en waarvoor bestaat de onderneming? Welke waarde levert deze aan haar klanten en de samenleving? Hoe doet ze dat op de beste manier? Op welke waarde moet ze zich vooral richten, zonder de andere waarden uit het oog te verliezen? Zo bestaat Novo Nordisk om diabetes te bestrijden, en KLM om mensen snel, veilig en comfortabel over grote afstanden

te vervoeren – met als recentere uitdaging om dat met minimale milieuschade te doen.

Vaak is het niet zo moeilijk om de missie vast te stellen, en zijn de implicaties voor de besluitvorming ook helder. Wel dient er vanuit strategisch oogpunt een vinger aan de pols te worden gehouden: wat is de invloed van de omgeving op de houdbaarheid van de missie? Heeft de onderneming nog wel het juiste model om de missie te realiseren? Dient de missie wellicht ietwat anders geformuleerd te worden? Denk bijvoorbeeld aan kranten: bestaat een krant om mensen betrouwbaar nieuws op papier te brengen of dient het nieuws in bredere zin betrouwbaar te zijn? Kodak dacht dat het bestond om traditionele foto's te verkopen, en miste daardoor de opkomst van de digitale fotografie – hoewel het die nota bene zelf had uitgevonden.

De missie van een onderneming is pas geloofwaardig als ze de basis vormt voor de manier waarop strategie, beslissingen, beoordelingen, prestatie meting en rapportage tot stand komen. En dat is maar zelden het geval. Als Facebook serieus was bij zijn missie, dan zou het meten in welke mate het mensen en gemeenschappen sterker (of zwakker) maakt, daarop sturen en erover rapporteren. DSM doet dit beter: “Ons doel is om beter leven voor iedereen te creëren. We bereiken dit door gebruik te maken van alle wetenschappelijke en innovatiekracht die ons ter beschikking staat, om enkele van 's werelds grootste uitdagingen aan te gaan – waarde creëren voor klanten, aandeelhouders, onze mensen en de samenleving als geheel.” Die claim is geloofwaardig, want deze is consistent met de strategie, rapportage en communicatie van DSM, en het soort van overnames dat het bedrijf doet.

Brede ondernemingswaarde meten en rapporteren

Een sterke ondernemingsmissie geeft goede handvatten om te sturen op specifieke vormen van waarde. Maar dan blijft de vraag: hoe meet je die waarde? Hoe weet je dat je het goed doet? Impact Institute drukt, waar passend, waarde uit in het equivalent van geldwaarde. Zo produceert het instituut voor ondernemingen impact-resultatenrekeningen (*Impact P&L*, of *IP&L*) en afgeleide impact-resultaten, waaronder een overzicht van de negatieve externaliteiten van de betreffende

onderneming. Het meten van brede ondernemingswaarde is goed mogelijk. Maar er dient nog veel te gebeuren voordat het net zo grondig wordt toegepast als de meting van financiële waarde (en ook daar valt er nog veel op af te dingen). Pas als veel meer ondernemingen dit invoeren over langere tijd, ontstaan er goede maatstaven voor vergelijking. Was de brede waardecreatie (of vernietiging) van Air France-KLM in 2019 beter dan in 2018 of 2017? En beter dan die van Lufthansa of Ryanair? Wat verklaart de verschillen? Daarvoor zijn veel betere data nodig, die E en S uitdrukken in hun eigen eenheden, en monetarisering door middel van prijzen mogelijk maken. De huidige ESG-data doen dat nog niet of nauwelijks. Dat vereist ook standaardisatie. Impact Institute werkt daar hard aan, en heeft onlangs, met de Impact Economy Foundation, *Impact-Weighted Accounts Framework* (IWAF) uitgebracht. Het doel van IWAF is om een algemeen aanvaarde norm te ontwikkelen voor het maken van impact-rekeningen. IWAF probeert de vragen te beantwoorden die de mensen van het Impact Institute in de praktijk voortdurend tegenkomen, zoals: ‘Hoe stuur je een organisatie op impact en brede waarde?’ ‘En hoe communiceer je die naar aandeelhouders, stakeholders en markt?’

PRIORITEREN BINNEN BREDE WAARDE

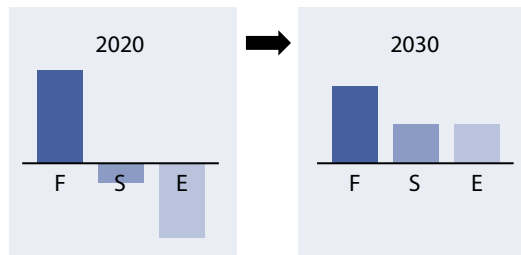
Brede waarde kan gemeten worden – en in het ideale geval beschikt de onderneming over investeringsmogelijkheden die al haar kapitalen versterken. Maar hoe ga je kiezen tussen investeringsprojecten die vooral het ene of juist het andere kapitaal stimuleren? En hoe ga je om met ondernemingen zoals Air France-KLM of Royal Dutch Shell, die structureel waarde vernietigen op E, S en/of F?

Schramade et al. (2021) stellen de volgende principes voor om waarde te balanceren:

1. *Waardecreatie moet positief zijn op alle kapitalen.* Ofwel: zorg dat je in kwadrant 2 zit. Dit is op alle beslissingen van toepassing, maar niet altijd mogelijk bij lopende operaties en verouderde activa.
2. *Wanneer structureel waarde wordt vernietigd op een van de kapitalen, moet een geloofwaardige route worden gevonden om de waardevernietiging te beëindigen.* Hoe gaat de onder-

Het bredewaardeprofiel van een fictief bedrijf in transitie

FIGUUR 2



neming zich van kwadrant 1, 3 of 4 naar kwadrant 2 bewegen? Hoe en wanneer verandert het bredewaardeprofiel van het bedrijf (figuur 2)?

3. *Niet-substituëerbaarheid: verrekening is in principe niet toegestaan.* Negatieve effecten kunnen niet worden gecompenseerd door positieve effecten. Ook al zit een bedrijf per saldo in kwadrant 2, dan nog moet het transparant zijn over de waarde die ze vernietigt. Dat geldt zowel voor rapportage als voor besluitvorming. Als een project bijvoorbeeld de uitstoot van broeikasgassen vermindert, maar de biodiversiteit schaadt, dan moeten beide effecten zichtbaar gemaakt en in overweging genomen worden. Het betekent niet per se dat het project niet door kan gaan, want anders kan er bijna niets gebeuren. Het betekent wel dat het project hierdoor daalt op de voorkeurslijst en extra verantwoording vergt.
4. *Bedrijven moeten de ruimte hebben (met inachtneming van het bovenstaande) om hun eigen missie vast te stellen en op te nemen in de besluitvorming.* Waarom bestaat de onderneming? Als dat helder is, dan ligt de weg naar kwadrant 2 open.

Model voor prioritering

Schramade et al. (2021) leiden uit bovenstaande principes verschillende mogelijke beslisregels af. Het derde principe stelt dat het salderen van waarden tussen de verschillende

dimensies in principe niet mag gebeuren. Dat betekent dat een simpele somming van F, E en S niet volstaat. Bedrijven die E en/of S sterk verzwakken, kunnen immers nog steeds een positieve brede waarde hebben als F voldoende groot is, terwijl hun waardecreatie voor de samenleving twijfelachtig is. Om dat te voorkomen moet er aan negatieve waarden een zwaarder gewicht worden toegekend. Ook wordt er idealiter ruimte gegeven aan ondernemingen om hun missie zwaarder aan te zetten door een bepaalde waarde een hoger gewicht te geven met parameters β en γ . Daarom stellen Schramade et al. (2021) een model voor dat F, S en E weegt, waarbij een waarde zwaarder weegt als die negatief is.

Model:

$$W = 1 \times \{F^+ + \beta S^+ + \gamma E^+\} + \delta \times \{F^- + \beta S^- + \gamma E^-\} \text{ met } \delta > 1$$

waarbij het superscript +/- staat voor respectievelijk een positieve/negatieve waarde.

In dit model krijgen negatieve waarden (aangeduid met het superscript -) een hoger gewicht, door ze te wegen met een factor $\delta > 1$. Dat is consistent met de gedragsbevindingen qua verliezen: het effect daarvan op welzijn wordt ervaren als zijnde van gelijke (maar tegenovergestelde) omvang als de winsten van ongeveer tweemaal dat bedrag (Kahneman en Tversky, 1979). Daar staat tegenover dat een dergelijke verliesmijdende nutsfunctie in een verliesituatie kan leiden tot risicozoekend gedrag van het management. Dat vraagt om extra aandacht van de raad van commissarissen.

Keuzes omtrent prioritering

De raad van bestuur is als eerste aan zet om de keuzes te maken omtrent prioritering voor de onderneming, door het vaststellen van de parameters β , γ en δ in ons model. Vervolgens is een discussie en aanscherping binnen de raad van commissarissen belangrijk in het kader van een goede corporate governance (bijdrage van Jaap Winter in deze bundel). Zowel vooraf bij de strategievorming als achteraf bij de verantwoording van het gevoerde beleid. Tot slot moet de raad van bestuur ook de dialoog met de buitenwereld aangaan, al dan niet via een stakeholdersraad (Nicolette Loonen in deze bundel).

Een veel gehoord argument is dat ondernemingen, vanwege hun concurrentiepositie, niet te veel voorop kunnen lopen bij het prioriteren van sociale en ecologische waarde (Claassen en Rector, 2022). Dit argument wordt opgevoerd vanuit een statisch perspectief (status quo). Porter en Kramer (2006) zien duurzaamheid juist als een bron van competitief voordeel. In een dynamisch perspectief kunnen de voorlopers in de duurzaamheidstransitie voordelen realiseren in de vorm van een groter marktaandeel en/of hogere marges (Kurzack et al., 2021). Tesla is hier een voorbeeld van bij de transitie naar elektrische auto's. Uiteraard is de transitie ook onderhevig aan het gebruikelijke ondernemersrisico, waarbij sommige nieuwe bedrijfsmodellen en producten aanslaan en andere niet. Ons argument is dat transitie-scenario's (die anticiperen op internalisering via regulering) nuttiger zijn dan het vaak impliciet gebruikte status-quo-scenario om de strategie te bepalen en investeringsbeslissingen te nemen.

CONCLUSIES

Het puur financiële kompas leidt inherent tot verdere sociale uitbuiting en ecologische degradatie. Het financiële doel

staat voorop, waarbij de overheid sociale en ecologische externaliteiten zo veel mogelijk probeert te reguleren. Dat is tot nu toe met gemengd succes geweest.

Deze bijdrage stelt een bredewaardekompas voor. Ondernemingen sturen dan op financiële, sociale en ecologische doelen. In een dynamische wereld kunnen ondernemingen de duurzaamheidstransities tot stand brengen in samenwerking met de overheid en het maatschappelijk middenveld.

Dit vergt een institutionele verankering van een brede waarde, van micro- tot macro-niveau: producten met eerlijke prijzen, ondernemingen die sturen op brede waarde, en een overheid die op brede welvaart stuurt. De institutionele herinrichting betreft het hele ecosysteem voor de economie: integratie van de planbureaus (CPB, PBL en SCP), overheids- en ondernemingsrapportage, productinformatie en het belastingstelsel. De dominante rol van veelal financieel gedreven aandeelhouders verdient in het ondernemingsrecht heroverweging. Ook wijzelf als academici moeten aan het werk met een herziening van het neoliberale paradigma in de algemene en bedrijfseconomische opleidingen.

LITERATUUR

- Claassen, R. en T. Rector (2022) *The multi-capital corporation*. Working Paper.
- Freeman, R.E. (1984) *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kahneman, D. en A. Tversky (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Kurzack, L., D. Schoenmaker en W. Schramade (2021) A model of long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, februari. Te vinden op www.researchgate.net.
- Porter, M.E. en M.R. Kramer (2006) Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Steffen, W., K. Richardson, J. Rockström et al. (2015) Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet. *Science*, 347(6223), 736–747.
- Schramade, W. (2020) *Duurzaam kapitalisme: Een andere kijk op waarde*. Haarlem: Bertram + de Leeuw.
- Schramade, W. en J. Tantram (2021) *Towards an architecture for long-term societal value creation with social & planetary boundaries*. World Business Council for Sustainable Development.
- Schramade, W., D. Schoenmaker en R. de Adelhart Toorop (2021) Beslisregels voor langetermijnwaardecreatie. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-economie*, 95(5/6), 211–218.
- Stam, E. (2022) *Theorieën van de onderneming: De winst van een dynamische brede welvaartsbenadering*. WRR Working Paper, 52.

Voorbij Friedmans assumpties, naar een duurzaam kapitalisme

KEES COOLS

Fellow aan Tilburg
University

Het aandeelhouderskapitalisme werd via de economische wetenschap een dominante ideologie. Die ideologie strookt echter niet met de economische theorie. Markt- en overheidsfalen creëren externaliteiten en ongelijkheid. Naast ondernemingen met hun directe stakeholders en de overheid zou ook de civil society zich beter moeten organiseren om te helpen welvaart voor iedereen te creëren.

IN HET KORT

- ▶ Milton Friedmans ideologie dat de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen het maximaliseren is van winst, is economisch niet valide.
- ▶ Markt- en overheidsfalen, gevoed door ondermeer incomplete contracten, laten aandeelhouders profiteren van externaliteiten en benadelen stakeholders.
- ▶ Als markt en overheid niet kunnen zorgen voor een Pareto-optimale welvaartsverdeling van het door stakeholders gecreëerde surplus, dan moet ook de *civil society* zich daarvoor beter inspannen.

Westerse samenlevingen en ook de Nederlandse politiek zeggen afscheid te willen nemen van het neoliberalisme en van het daarin besloten aandeelhouderskapitalisme (Claassen en Cools, 2021; Fukuyama, 2022). Maar wat zegt de economische theorie over Friedmans ideologie? En wat is er nodig om een Pareto-optimale welvaart voor iedereen te creëren?

FRIEDMANS DOCTRINE OP DRIJFZAND?

De fameuze doctrine van Milton Friedman over de doelstelling van ondernemingen luidt dat *“the social responsibility of business is to increase its profits”* (Friedman, 1970). En omgekeerd stelt hij dat *corporate social responsibility* is een *“fundamentally subversive doctrine”*. In de jaren daarna heeft die doctrine via de agency-theorie en de business schools een weg gevonden naar het bedrijfsleven, en mede dankzij Reagano-

mics en Thatcherism (beide met Friedman als adviseur) ook breder in de westerse samenleving. En dat niet alleen in de VS en het VK maar ook in Nederland (Cools, 2021).

Friedmans ideologie veronderstelt echter een quasi-perfekte *Arrow-Debreu*-economie met complete markten en de afwezigheid van agency-problemen, geen incomplete contracten met daarbij disfunctionele zeggenschapsrechten (*property/control rights*) en *hold-up*-problemen, geen pro-sociale aandeelhouders en een overheid die externaliteiten voorkomt. Uitgaande van deze veronderstellingen leidt Friedmans aandeelhouderkapitalisme inderdaad tot een Pareto-optimale welvaartsverdeling. Maar zo zit de wereld niet in elkaar.

MARKTFALEN; DE ECONOMISCHE REALITEIT

Friedman (1970) abstraheert, hoe kan het ook anders, van verschillende economische ‘imperfecties’ die in latere jaren zijn onderkend en onderzocht. Op de eerste plaats informatieasymmetrie en belangentegenstellingen, de hoekstenen van de agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976), waarmee Friedmans ideologie geformaliseerd en versterkt werd, en die een nieuw fundament legde onder de economische wetenschap. Het primaire agency-probleem was dat managers (als agenten) niet altijd de belangen van hun aandeelhouders (de principalen) behartigen. Dat gaat ten koste van de winst, en dus van marktwaarde. In de agency-traditie van aandeelhouderswaarde luidt de klassiek geworden definitie van corporate governance *“the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”* (Shleifer en Vishny, 1997).

De agency-theorie is compatibel met Friedmans doctrine waarin aandeelhouderswaarde het ondernemingsdoel is. Dat geldt niet voor andere ‘imperfecties’ of de theorieën die daarop gebaseerd zijn. Een imperfectie die niet strookt met Friedmans doctrine zijn incomplete contracten, in eerste instantie geanalyseerd door Grossman en Hart (1986) en Hart en Moore (1990), ook wel genoemd de *property rights theory*. Wanneer zich situaties voordoen die niet contractueel zijn vastgelegd, zal doorgaans de eigenaar van de betreffende activa (bijvoorbeeld de eigenaar van productiegoederen)

op basis van de zogenaamde residuaire zeggenschapsrechten (*residual control rights*) kunnen beslissen wat er dan gebeurt, waardoor de andere contractpartijen ernstig benadeeld kunnen worden. Die zullen daarop anticiperen, en zich al bij voorbaat niet optimaal inspinnen (zogenaamde onderinverseringen). Dat verlaagt de waarde van de onderneming.

Een van de eerste gerenommeerde economen die de controverse tussen aandeelhouderswaarde en stakeholderswaarde oppakte was Nobel-laureaat Jean Tirole in zijn voorzittersrede in 1998 voor de *Econometric Society* (Tirole, 2001). Hij formuleerde, *“perhaps unconventionally for an economist”*, een bredere definitie van corporate governance: *“the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders”*. Hij analyseerde de controverse op basis van optimale *management incentives* (prestatiebeloning en promotieprikkels) en zeggenschapsrechten, en noemde als voordelen van het aandeelhouderwaarde paradigma ten eerste het beperken van het verlies van winst door agency-problemen, ten tweede meer focus en scherpere prikkels voor managers en ten derde minder impasses bij besluitvorming. Dat is in lijn met Dixit (1997) en Jensen (2002), empirisch ondersteund door Cools en Van Praag (2001), die stellen dat één (ondernemings)doelstelling gepaard gaat met efficiëntere (financiële) prikkels.

Tirole onderkent ook de aanzienlijke nadelen. Als grootste probleem van aandeelhouderswaarde noemt hij ‘vertekte besluitvorming’ (*biased decision-making*), leidend tot *“important externalities and some distasteful implications”*. Hij noemt beslissingen ten faveure van aandeelhouders met schadelijke effecten voor werknemers, leveranciers, obligatiehouders, klanten, community’s, potentieel ‘vervuilen’ (*pollutees*), het milieu en stakeholders in minder ontwikkelde landen, en stelt dat al die effecten aanzienlijk kunnen zijn.

Daarnaast stelt onder anderen Jensen (2003) dat scherpe prikkels en targets bij één doelstelling ook perverse effecten creëren in de vorm van liegen, gaming, frauderen, en verlies aan integriteit en welvaart. Bovendien, minder scherpe prikkels bij meerdere doelstellingen is nog geen reden om er toch maar één te selecteren. Het zou bijvoorbeeld ook veel simpeler zijn om kinderen op te voeden op basis van slechts

één, liefst meetbare doelstelling, zoals hoge rapportcijfers. Geen ouder zal dat overwegen, omdat niemand onaardige, gemene, verslaafde, egoïstische, liegende of agressieve kinderen wil hebben, zelfs niet als zij met de hoogste rapportcijfers thuiskomen. Voor overheden onderkent ook Dixit (1997) dit fenomeen, wanneer hij stelt dat *“we have multi-principal politics for a reason, namely, to provide checks and balances against biased or arbitrary exercise of power”*. En zo is het ook met ondernemingen, ze hebben meerdere principalen/stakeholders ‘for a reason’.

Een goed voorbeeld van een formele, incomplete contractenanalyse is Magill et al. (2015), een verdere uitwerking van de voorzittersrede van Rochet voor de *Econometric Society* in 2012. Zij analyseren het stakeholdersmodel voor

Friedmans doctrine dat bedrijven uitsluitend moeten streven naar winst, houdt economisch gezien geen stand

situaties waarbij ondernemingen negatieve externaliteiten creëren voor werknemers en klanten. Het gevolg daarvan zijn de aanzienlijke onderinvesteringen door beide groepen en dientengevolge waardeverlies van de onderneming. Zij concluderen dat het afstaan van zeggenschapsrechten aan werknemers en klanten voor grote ondernemingen (met een zekere marktmacht) Pareto-optimaal is, en dat deze daarom zouden moeten streven naar het maximaliseren van de optelsom van winst, werknemers- en consumentensurplus.

Uitgaande van incomplete contracten, kwamen Hart en Moore (1990) en Rajan (2012) tot het inzicht dat eigendom van economisch surplus (positieve NPV of *economic profit*) toekomt aan werknemers of handelspartners die bepalend zijn voor het genereren van dat surplus: *“... to allocate this (surplus) back to agents in the economy in a way that maximizes value creation”* (Rajan, 2012). Mehrotra en Morck (2017) werkten dat verder uit, en onderscheidten naast de gebruikelijke

residual claimants (doorsnee-aandeelhouders) en *contractual claimants* (stakeholders die de opportuniteitskosten van hun inzet ontvangen), ook *surplus claimants* (stakeholders die op basis van relatie-specifieke investeringen bijdragen aan het economische surplus van een onderneming, en daarvoor ook, naast de opportuniteitskosten, een vergoeding moeten ontvangen). Hoe het gecreëerde surplus kan worden gemeten, en hoe daarop te sturen is een vraag waar Schoemaker en Schramade (2019) handvatten voor aanreiken.

Friedmans aanname dat aandeelhouders uitsluitend gericht zijn op financieel rendement, is eveneens achterhaald. De uiteindelijke belanghebbenden van grote institutionele beleggers zijn, zeker in het geval van pensioenfondsen, immers vaak gewone burgers die zich bekommeren om maatschappelijke doelstellingen, desnoods ten koste van financieel rendement. Zo laten bijvoorbeeld Bauer et al. (2021) zien hoe twee derde van de participanten van een groot pensioenfonds de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties leidend willen laten zijn bij het beleggingsbeleid, ook als dat ten koste van het rendement gaat. Daar komt bij dat ten tijde van Friedmans essay 80 procent van de beursgenoteerde aandelen in de VS in handen was van particulieren, en slechts 16 procent in handen van institutionele beleggers. Tegenwoordig is dat omgekeerd: ruim 60 procent wordt gehouden door instituten en slechts 27 procent door particulieren (Hart en Zingales, 2017).

Een recente incomplete contracten analyse waarin verondersteld wordt dat aandeelhouders, en ook klanten, enigermate een maatschappelijke verantwoordelijkheid voelen, is Broccardo et al. (2022). Zij tonen aan dat het economisch optimaal is om via resoluties op aandeelhoudersvergaderingen het ondernemingsbestuur te dwingen tot het investeren in CSR (*corporate social responsibility*), in plaats van boycots (het verkopen of niet kopen van aandelen en klantenboycots).

Daar komt bij het centrale probleem uit het boek *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception* van Nobel-laureaten Akerlof en Shiller (2015): door concurrentiedruk laten ondernemingen zich systematisch verleiden tot manipulatie en bedrog van mensen *“to buy, and to pay too much, for products that we do not need; to work at*

jobs that give us little sense of purpose; and to wonder why our lives have gone amiss.” Dat leidt tot een pervers economisch “*phishing equilibrium*” dat Friedman niet veronderstelde.

OVERHEIDSFALEN; DE POLITIEKE REALITEIT

Ondernemingen creëren externaliteiten, ook bij niet-contractuele stakeholders, zoals ‘het milieu’, ‘het klimaat’, ‘de biodiversiteit’ of ‘de hele keten’. Friedman gaat er echter van uit dat de overheid die problemen weet te voorkomen – hij ontkent overheidsfalen. Hij verwerpt het argument van “*the slow course of political processes*”, en daarmee van overheidsfalen. Immers, zo redeneert hij, de bestrijders van externaliteiten “... *failed to persuade a majority of their fellow citizens to be of like mind*”. Daarmee negeert hij de realiteit van overheidsinefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen, corruptie en sterke lobbygroepen met daarbij *regulatory capture* (Stigler, 1971).

Wat betreft die laatste twee factoren, die nemen alsnog grotere vormen aan. Bigtech heeft inmiddels de farmaceutische sector ingehaald als grootste lobbyist, en heeft alleen al in ‘Brussel’ in 2020 een recordbedrag van zeker 100 miljoen euro uitgegeven. En bijvoorbeeld vanaf de inauguratie van president Obama tot oktober 2015 heeft Google 427 bezoeken gebracht aan het Witte Huis, inclusief 21 keer een persoonlijk onderhoud met Obama zelf (Zingales, 2017). Het lobby-rendement voor grote ondernemingen bedraagt zo’n 1.000 procent – verreweg hun meest winstgevendende investeringen – en in 2021 werd in Washington een recordbedrag van 3,7 miljard dollar aan lobby-activiteiten besteed (Lesig, 2015; The Washington Post, 2022). Bénabou en Tirole (2012) beargumenteren – anders dan Friedman – dat bedrijven en burgers vanwege overheidsfalen soms beter gepositioneerd zijn dan de overheid om ongelijkheid en externaliteiten te bestrijden. Als oorzaak van dit overheidsfalen noemen zij met name informatieproblemen; zo heeft de overheid er geen goed zicht op hoe ondernemingen met hun werknemers omgaan, of ze belastingen ontduiken, of ze het milieu vervuilen, of hoe ze optreden in verre landen. Zij definiëren CSR als ‘*sacrificing profits in the social interest*’ en concluderen dat de

CSR-activiteiten door bedrijven en de maatschappelijk verantwoordelijke beleggingen ‘veelbelovend’ zijn. Ook Nobellaureaat Oliver Hart en voormalig president van de American Finance Association, Luigi Zingales (2017), nemen aan dat overheden – vanwege hun inherente inefficiency, informatieproblemen en regulatory capture – niet in staat zijn om externaliteiten te beteugelen, en dat aandeelhouders ook niet-financiële (CSR-)doelstellingen kunnen hebben. Zij komen tot de conclusie dat ondernemingen het *welzijn* van aandeelhouders als doelstelling moeten hanteren, niet de maximalisatie van de marktwaarde.

HOE NU VERDER?

Nu we mogen vaststellen dat Friedmans ideologie is gebouwd op economisch drijfzand, is de vraag hoe nu verder te gaan binnen een stakeholdereconomie. Binnen markt en overheid zijn er verschillende partijen die een rol spelen bij het minimaliseren van externaliteiten en grote ongelijkheid: de overheid zelf – inclusief de rechterlijke macht, aandeelhouders, surplus claimants en de overige contractuele stakeholders. Wat kunnen we van hen verwachten?

De overheid

Structureel overheidsfalen leidt ertoe dat externaliteiten niet verdwijnen. Herstel van het historisch lage vertrouwen in onze overheid, mede veroorzaakt door incidentenpolitiek en een volledig gebrek aan langetermijnbeleid (Ter Haar, 2021), moet urgent worden aangepakt – maar dat valt buiten het bestek van dit artikel. Enkele wettelijke maatregelen, die in ieder geval genomen zouden moeten worden, zijn: progressieve winstbelasting, afschaffing van renteaftrek, verplichte geïntegreerde rapportage over onder andere ESG-factoren en de wettelijke verankering van de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen (Winter et al., 2020; Cools et al., 2021).

Aandeelhouders

In toenemende mate zijn (institutionele) aandeelhouders bereid om bij hun beleggingen ESG-criteria te hanteren en op te treden in aandeelhoudersvergaderingen. In 2021 werd

twintig procent van de ESG-resoluties aangenomen, vergeleken met slechts drie procent in 2016 (Broccardo et al., 2022) – en het wereldwijde ESG-belegd vermogen is van 15 biljoen dollar in 2014 gestegen naar 35 biljoen in 2020, volgens cijfers van Statista. Dat neemt niet weg dat vele aandeelhouders nog steeds gefocust zijn op financieel rendement (tachtig procent steunt geen ESG-resoluties), en dat ook aan 'ESG-beleggers' opportunisme niet vreemd is. Bijvoorbeeld Blackrock, al jarenlang 's werelds grootste en meest prominente ESG-belegger, kondigde dit jaar aan dat zij niet langer klimaatresoluties zullen ondersteunen, omdat *'the calculus has changed'*, onder andere vanwege de oorlog in Oekraïne (lees: er is nu te veel geld te verdienen met beleggingen in conventionele olie- en gasbedrijven). Ook 'groenwassen' is aan de orde van de dag, en zit ook verborgen in ESG-beleggingen. Zo concludeert een studie van de EU (Europese Commissie, 2021) dat 42 procent van de groene claims op websites van ondernemingen ongegrond of frauduleus is. Dat betekent dat er, al met al, nog maar in geringe mate kan worden gerekend op aandeelhouders bij het inperken van externaliteiten.

Surplus claimants

Dan de surplus claimants – contractual claimants die middels bedrijfsspecifieke investeringen en op basis van incomplete contracten economisch surplus creëren. Hoe kan er recht worden gedaan aan hun meerwaarde en kunnen onderinvesteringen worden beperkt? (Zie Mehrotra en Morck (2017) voor vele voorbeelden van surplus claimants.) Daarvoor kunnen er gerichte prestatieprikkels en zeggenschapsrechten worden ingericht (gezien ook het feit dat de inspanningen van de surplus claimants doorgaans niet te observeren zijn). De mogelijkheden voor prestatiecontracten zullen hun beperkingen hebben, vanwege meet- en monitoring-problemen en de perverse effecten van prikkels (gaming, opportunistisch gedrag en dergelijke). Het versterken van zeggenschapsrechten voor werknemers als surplus claimants betreft met name de delegatie en decentralisatie van bevoegdheden (zoals allocatie van taken, inrichten van werkprocessen, teamvorming of innovatieruimte) en het inrichten van *profit centers* (Aghion et al., 2014). Decentralisatie gaat doorgaans

ook gepaard met betere vaardigheden, hogere productiviteit en minder informatieverlies (Dessein, 2002).

Overige stakeholders

Voor de overige stakeholders – contractual claimants die geen surplus genereren en uitsluitend de opportuniteitskosten van hun inzet ontvangen – bestaat er vaak het risico dat zij vanwege hun matige onderhandelingspositie worden benadeeld dan wel uitgebuit. Dat geldt in eigen land, en zeker in de productketens van multinationals in niet-westerse landen (slechte werkomstandigheden, slavernij, kinderarbeid, milieuvuiling, CO₂-uitstoot en dergelijke). De klassieke factor die de bevooroordeelde besluitvorming ten koste van werknemers moet bestrijden, zijn de vakbonden. Hun ledenaantallen zijn echter sinds de vorige eeuw structureel dalende. Naast sterkere posities in RvC's en ondernemingsraden, biedt het recente fenomeen van maatschappelijke raden wellicht perspectief (zie Nicolette Loonen in deze bundel).

Een specifiek maar veelvoorkomend probleem is het grootschalig uitbesteden van (kern)activiteiten, om redenen van kosten en flexibiliteit. Incomplete contracten en informatieproblemen zorgen ervoor dat die lagere kosten van de uitbestede diensten gepaard gaan met lage kwaliteit en ongewenst gedrag, – twee factoren die lastig contracteerbaar zijn (Hart et al., 1997). Schrijnende voorbeelden daarvan in eigen land spelen momenteel bij onder meer Schiphol, PostNL, Uber en Deliveroo. Een reden om veel kritischer te kijken naar de nadelen en perverse effecten van uitbesteding.

CIVIL SOCIETY

We hebben gezien dat markt en overheid onvoldoende in staat zijn om externaliteiten en ongelijkheid te beperken, en zo een optimaal economisch-sociaal Pareto-evenwicht te creëren. De inzet van de derde maatschappelijke factor – de 'burgermaatschappij' (*civil society*) als 'derde sector' – kan daarom niet achterwege blijven. Bovendien is zij de belangrijkste partij die markt- en overheidsfalen kan corrigeren met betrekking tot externaliteiten betreffende niet-contractuele stakeholders, zoals milieu, klimaat, buitenlandse activiteiten of biodiversiteit.

De burgermaatschappij zijn de burgers die als individu of via maatschappelijke organisaties het sociaal kapitaal van de samenleving vormen, en met gedeelde waarden helpen om de samenleving bijeen te houden. Zijdeveld (1999), evenals andere sociologen en politicologen, stelt dat de burgermaatschappij ten opzichte van de staat en markt sterk aan belang wint. Een uiting daarvan zijn de opkomende burgerberaden, als aanvulling dan wel aanval op de representatieve democratie, als ook de eerder genoemde maatschappelijke teloorgang van het neo-liberalisme, inclusief het aandeelhouderkapitalisme. Redenen dus om de civil society verder te mobiliseren.

Een extra reden waarom de burgermaatschappij zich moet organiseren, is dat individuele burgers nauwelijks invloed hebben op het politieke besluitvormingsproces. In een van de zeldzame empirische studies op dat gebied, gebaseerd op 1.779 wetsvoorstellen, stellen Gilens en Page (2014) vast dat 'de gemiddelde burger' vrijwel geen (5 procent) invloed heeft op de politieke besluitvorming, terwijl de economische elite, die één procent van de maatschappij uitmaakt, een zeer grote (78 procent) invloed heeft, en dat de belangengroeperingen van het bedrijfsleven een bijna twee keer grotere invloed hebben dan de maatschappelijke belangengroepen (43 tegenover 24 procent). Dit geeft aan dat er voor de burgermaatschappij niet alleen ruimte maar ook noodzaak is om zich beter te organiseren en zich ook rechtstreeks te richten tot het bedrijfsleven. Bovendien laten Broccardo et al. (2022) zien dat in actie komen aanmerkelijk effectiever is dan 'weglopen' (aandelen verkopen of niet kopen en klantenboycots).

Organisaties die niet-directe stakeholders vertegenwoordigen en die exclusief ondernemingen aanspreken op hun diverse maatschappelijke verantwoordelijkheden zijn er niet – ook niet in andere landen, voor zover mij bekend. Twee organisaties die nog het meest in de buurt komen in Nederland zijn *Milieudefensie* en *Follow This* van Marc van Baal. Milieudefensie richt zich echter uitsluitend op milieu- en klimaatissues, en slechts een van de vier manieren om hun doelstellingen te bereiken, is het aanspreken van ondernemingen. *Follow This* richt zich met name op olie- en gasmultinationals, en dan uitsluitend met het thema duurzaamheid.

Om ook de betrokken burgers te activeren wordt momenteel gewerkt aan een organisatie die bedrijven aanspreekt op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. Ze wil dat gaan doen op aandeelhoudersvergaderingen en in direct contact met bestuurders, en ze moet gelegitimeerd worden door tien- of honderdduizenden leden, prominente wetenschappers, andere experts en ex-politici. In kongsi's met grote pensioenfondsen kunnen er dan bij een aantal beursgenoteerde ondernemingen op basis van drie procent of meer van de uitstaande aandelen ook resoluties op aandeelhoudervergaderingen ter stemming worden gebracht. Een dergelijke organisatie kan grote bedrijven een spiegel voorhouden, en desnoods corrigeren bij het vorm geven van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

TOT SLOT

De doctrine van Friedman dat bedrijven uitsluitend moeten streven naar alsmäär stijgende winsten, houdt economisch gezien geen stand. De onzichtbare hand van de markt faalt, onder meer vanwege informatie-asymmetrie en incomplete contracten, en dit creëert externaliteiten. Ook de minder onzichtbare hand van de overheid faalt bij het bestrijden van externaliteiten en te grote ongelijkheid – vanwege inefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen en sterke lobbygroepen met daarbij regulatory capture. Vanwege markt- en overheidsfalen moeten ondernemingen in binnen- en buitenland zelf streven naar een Pareto-optimaal welzijn van alle stakeholders, en – zoals iedere ouder – leren omgaan met meerdere doelstellingen. Naast markt en overheid is er bovendien ruimte en noodzaak voor de derde maatschappelijke factor, de civil society, om zich beter te organiseren en om ondernemingen rechtstreeks aan te spreken op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

LITERATUUR

- Aghion, P., N. Bloom en J. Van Reenen (2014) Incomplete contracts and the internal organization of firms. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 30(1), 37–63.
- Akerlof, G. en R. Shiller (2015) *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception*. Princeton University Press.
- Bauer, R., T. Ruof en P. Smeets (2021) Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.
- Bénabou, R. en J. Tirole (2010) Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Broccardo, E., O. Hart en L. Zingales (2022) Exit vs. voice. *Journal of Political Economy*, te verschijnen.
- Claassen, R. en K. Cools (2021) Politieke partijen zetten in op reparatie kapitalisme. ESB, 106(4794), 106–109.
- Cools, K. (2021) Afscheid van aandeelhouderskapitalisme vereist beperking van het rendementsstreven. ESB, 106(4795), 122–125.
- Cools, K. en M. van Praag (2001) Meerdere doelstellingen is geen doelstelling. ESB, 86(4321), 644–649.
- Cools, K., B. ter Haar en J. de Keijzer (2021) Herstel kapitalisme vergt andere prikkels en publieke verantwoording bedrijven. ESB, 106(4795), 126–129.
- Dessein, W. (2002) Authority and communication in organizations. *Review of Economic Studies*, (2002)69, 811–838.
- Dixit, A. (1997) Power of incentives in private versus public organizations. *The American Economic Review*, 87(2), 378–382.
- Europese Commissie (2021) *Screening van websites op groenwassen: Helft van groene claims is onbewezen*. Te vinden op ec.europa.eu.
- Friedman, M. (1970) A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*, 13 september.
- Fukuyama, F. (2022) *Het liberalisme en zijn schaduwzijden: Verdediging van een klassiek ideaal*. Amsterdam: Atlas Contact.
- Gilens, M. en B.I. Page (2014) Testing theories of American politics: Elites, interest groups, and average citizens. *Perspectives on Politics*, 12(3), 564–581.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart (1986) The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.
- Haar, B. ter (2021) *De Nederlandse overheid heeft deze eeuw nog niets substantieels tot stand gebracht*. Blog op bernardterhaar.nl, 23 april.
- Hart, O. en J. Moore (1990) Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158.
- Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275.
- Hart, O., A. Shleifer en R.W. Vishny (1997) The proper scope of government: Theory and an application to prisons. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(4), 1127–1161.
- Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jensen, M.C. (2003) Paying people to lie: The truth about the budgeting process. *European Financial Management*, 9(3), 379–406.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lessig, L. (2015) *Republic, lost: How money corrupts congress – and a plan to stop it*. New York: Twelve.
- Magill, M., M. Quinzii en J.-C. Rochet (2015) A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685–1725.
- Mehrotra, V. en R. Morck (2017) Governance and stakeholders. In: B. Hermalin en M. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, deel 1. Amsterdam: Elsevier, p. 637–683.
- Rajan, R.G. (2012) Presidential address: The corporation in finance. *The Journal of Finance*, 67(4), 1173–1217.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny (1997) A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Schoemaker, D. en W. Schramade (2019) *Principles of Sustainable Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Stigler, G.J. (1971) The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3–21.
- The Washington Post (2022) Lobbying broke all-time mark in 2021 amid flurry of government spending. *The Washington Post*, 12 maart.
- Tirole, J. (2001) Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2020) Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer. *Ondernemingsrecht*, 2020/86. Te vinden op phyleon.com.
- Zijderveld, A. (1999) *The waning of the welfare state: The end of comprehensive state succor*. Piscataway, NJ: Transaction Publishers.
- Zingales, L. (2017) Towards a political theory of the firm. *The Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 113–130.

Corporate governance voor maatschappelijke waarde



De politieke en open vennootschap

De uitdagingen van de wereld door het overschrijden van planetaire grenzen en de problemen in sociale verhoudingen vragen om een paradigmaverschuiving in het bedrijfsleven en het vennootschapsrecht. Het is onvermijdelijk dat vennootschappen verantwoordelijkheid dragen voor de externe gevolgen van hun handelen.

JAAP WINTER
Hoogleraar aan de
Vrije Universiteit
Amsterdam en aan
de Universiteit van
Amsterdam

IN HET KORT

- ▶ Vennootschappen zijn ook deelnemers aan de wereld als gemeenschap (*polis*), en dragen verantwoordelijkheid voor de externe gevolgen van hun handelen.
- ▶ Daarbij hoort ook openheid naar de belangen van andere deelnemers aan de wereld als polis, en hoe zij die vennootschapsimpact ervaren.
- ▶ De politieke en open vennootschap die als gevolg hiervan ontstaat, vergt een andere governance.

In een mooie verhandeling over de verschillende ontwikkelingsfasen van het ondernemingsrecht in Nederland schrijft Vino Timmerman dat we, na de fase van de bijna exclusief economische onderneming vanaf 2015, opschuiven naar een fase van de politieke onderneming (Timmerman, 2020). Uit onvrede met het functioneren van ondernemingen in de samenleving, belasten

regelgevers ondernemingen met een soort ‘publieke taken’, bijvoorbeeld het bestrijden van klimaatverandering en het bevorderen van diversiteit. De coronapandemie heeft vervolgens aangezet tot een verdieping van de analyse naar hoe ondernemingen in hoofdzaak gericht op het eigen financiële succes vervreemd zijn geraakt van de samenleving, en wat die behoeft, wat het inzicht heeft versterkt dat deze ontwikkeling moet worden omgebogen. Samen met anderen heb ik een voorstel gedaan om in het vennootschapsrecht een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders en commissarissen op te nemen (Winter et al., 2020; 2021). Het voorstel heeft veel stof doen opwaaien, en naast brede steun ook een hevig verzet opgeleverd, zowel vanuit het bedrijfsleven als in de literatuur. Een beeld dat blijft hangen, is dat het bedrijfsleven en zijn leidinggevenden weliswaar zeggen verantwoordelijk te willen zijn voor bijvoorbeeld klimaat- en duurzaamheidsdoelstellingen, maar daarvoor niet verantwoordelijk willen worden gehouden. De minister van Justitie heeft in 2021 aangegeven geen noodzaak te zien tot de invoering van een dergelijke zorgplicht, en Europese initiatieven te willen afwachten. De Europese Commissie heeft de minister op zijn wenken bediend. In februari 2022 publiceerde de Commissie een voorstel voor een *Richtlijn inzake passende Zorgvul-*

digheid in het Bedrijfsleven op het Gebied van Duurzaamheid (Corporate Sustainability Due Diligence Directive). Bepaalde grote Europese ondernemingen worden verplicht tot een passende zorgvuldigheid ten aanzien van mensenrechten en duurzaamheid binnen hun gehele waardeketen. Eventuele schendingen van mensenrechten en bedrijfsactiviteiten die niet bijdragen aan het beperken van de opwarming van de aarde met maximaal 1,5 °C, in lijn met het akkoord van Parijs, moeten deze ondernemingen binnen hun vermogen aanpakken. De voorgestelde richtlijn bepaalt expliciet in artikel 25 dat de lidstaten ervoor moeten zorgen dat bestuurders (en commissarissen), bij het vervullen van hun plicht om te handelen in het belang van de vennootschap, rekening dienen te houden met de gevolgen van hun beslissingen voor duurzaamheidskwesaties – met inbegrip van de gevolgen voor mensenrechten, klimaatverandering en milieu, op korte, middellange en lange termijn. Wettelijke bepalingen over het verzuim van de plichten van bestuurders moeten ook op deze zorgplicht van toepassing zijn. Los van specifieke bewoordingen, waarover juridische schriftgeleerden oeverloos kunnen debatteren (“is rekening houden met minder vergaand dan *zorg hebben voor?*”), is de essentie van deze bepaling vergelijkbaar met ons pleidooi om een maatschappelijke zorgplicht van bestuurders en commissarissen in de wet op te nemen. Ik merk op dat ook zonder een expliciete wettelijke grondslag voor een maatschappelijke zorgplicht het recht de verwachtingen van vennootschappen verbreedt. In de zaak die Milieudéfense tegen Shell aanspande, oordeelde de rechtbank in Den Haag dat Shell zijn eigen verantwoordelijkheid miskent, die vergt dat het zijn reductieverplichting ten aanzien van CO₂-emissies actief effectueert via zijn concernbeleid (Rb Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337).

EEN PARADIGMAVERSCHUIVING

In de geschetste ontwikkeling gaat dus een paradigmaverschuiving schuil. Die verschuiving heeft twee onderscheiden maar samenhangende dimensies: het politieke (vs. het private) en de openheid (vs. het tribalisme). Het concept van de politieke vennootschap brengt mooi en scherp in beeld dat de vennootschap deel uitmaakt van een *polis*, een

gemeenschap, de samenleving – en daar niet buiten staat. Het politieke gaat over hoe er in de polis, in de wereld die de deelnemers gemeenschappelijk delen, dus in de *commons*, beslissingen worden genomen, belangen worden afgewogen en er wordt omgegaan met verschillen, tegenstellingen en conflict – en om wie aan die belangenafweging mee mag doen, hoe de macht wordt uitgeoefend. In het politieke kan het nooit alleen gaan om het private, het eigen perspectief, het eigen belang, het eigen gewin. De verschillende posities van anderen, en de daarmee verbonden belangen van anderen, moeten worden gezien en herkend, juist omdat het gaat om de gemeenschap waaraan ook zij deelnemen (Arendt, 1958). Dat is de tweede dimensie, die van de openheid – openheid jegens de posities, belangen, perspectieven, inzichten die niet vanzelfsprekend verbonden zijn met de positie, belangen, perspectieven en inzichten van de eigen groep of organisatie; en van posities, belangen, perspectieven en inzichten die vreemd, anders, en niet-vertrouwd zijn, of althans zo worden gepercipieerd. Dit raakt aan de kern van het menselijk vermogen om samen te werken met anderen en daar wederzijds voordeel uit te halen. Aan de andere kant bestaat de neiging om die samenwerking te beperken tot degenen die tot de eigen groep behoren, de eigen stam, de eigen organisatie, geplaatst tegenover andere mensen, groepen, stammen en organisaties (Norberg, 2020). Mensen hebben een sterke neiging om (overmatige) betekenis toe te kennen aan onderscheidingen tussen mensen, op basis van reële, symbolische of totaal arbitraire criteria, en zo vervolgens een wereld van ‘wij tegen zij’ waar te nemen. Hoewel de mentale voorstellingen waarop deze categorische indelingen worden gemaakt in tijd en context betrekkelijk fluïde zijn, zijn mensen behoorlijk vasthoudend in hun ervaring en duidingen van de gepercipieerde *in-* en *out-group*-verschillen (Berreby, 2008). Deelnemen aan de samenleving vergt juist een openheid jegens anderen, met andere posities in de samenleving en derhalve andere belangen, perspectieven en inzichten, om hen te willen zien en erkennen voorbij het ‘wij tegen zij’. Als deelnemer aan de samenleving, aan dat wat gemeenschappelijk is, aan wat alle deelnemers aangaat, kan de zorg die van deelnemers mag worden verwacht niet beperkt blijven tot

‘het wij’, maar moet die ook ‘het zij’ betreffen. Dat geldt nog meer naarmate de concrete gevolgen van het handelen van een deelnemer anderen in de polis raken.

In de fase van de nagenoeg volledig economische vennootschap van de afgelopen decennia is de dominante oriëntatie van vennootschappen weg van het politieke gericht geweest, weg van het deel uitmaken van de samenleving, en weg van de openheid die deelnemen aan de samenleving veronderstelt – maar gericht op het wij tegenover en ten koste van het zij. Het denken van Milton Friedman (dus: de enige sociale verantwoordelijkheid van vennootschappen is winst te maken – en bestuurders hebben de belangen van hun bazen, de aandeelhouders, te dienen, en die houden doorgaans in zo veel mogelijk winst te maken) is het handelen van vennootschappen in belangrijke mate gaan bepalen. In dat denken zijn alleen de aandeelhouders *principals*, naar wier belangen de bestuurders zich als *agents* hebben te richten. Maar kosten buiten de vennootschap zelf (sociaal, milieu, klimaat) die het gevolg zijn van het handelen van de vennootschap (*externaliteiten*) zijn niet de verantwoordelijkheid van de vennootschap. In dat denken opereert de vennootschap in zekere zin amoreel, zij hoeft geen rekening te houden met de belangen van anderen (Winter, 2020). Het lijkt erop alsof de vennootschap geen deel uitmaakt van de polis. Dit denken wakkert ook het tribale karakter aan, het wedijveren met concurrenten, maar ook met de samenleving die restricties opwerpt, welke zo veel mogelijk moeten worden bestreden of omzeild. De vennootschap staat zo tegenover en buiten de samenleving, of is alleen voorwaardelijk onderdeel van de samenleving, in zoverre de vennootschap daarbij voldoende baat heeft. Het verplaatsen van de vennootschap naar een ander land, of het dreigen daarmee als de samenleving beperkingen oplegt, is daar een uiting van.

“En ons geroemde stakeholder-model dan?”, zullen sommigen vragen. Duidt dat niet op een verwachting van een veel bredere rol voor vennootschappen in de samenleving, voorbij de financiële belangen van de eigen aandeelhouders? Zoals ik vaker heb betoogd, is dat maar ten dele het geval, en wordt het model nogal opportunistisch gebruikt (Winter, 2017). Aan de belangen van werknemers wordt in het

ondernemingsrecht wel aandacht geschonken door bijvoorbeeld de Wet op de ondernemingsraden en de structuurregeling, maar de betrokkenheid van werknemers is in hoge mate formalistisch, procedureel en gemarginaliseerd. Bovendien lijkt de stakeholder-benadering beperkt te zijn tot degenen die betrokken zijn bij de organisatie van de vennootschap en haar onderneming. Hun belangen mogen niet onnodig of onredelijk worden geschaad, aldus de Hoge Raad in het Cancun-arrest (HR 4 april 2014, NJ 2014, 286). Maar – en dit is wezenlijk – de impact van vennootschappen gaat vandaag de dag veel verder dan alleen de werknemers en crediteuren die op enige wijze bij de organisatie van de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. Met name als het gaat over de bedreigingen van het klimaat en de overschrijdingen van andere ‘planetaire grenzen’ (*planetary boundaries*) is

In de afgelopen decennia is de oriëntatie van vennootschappen weg van het politieke gericht geweest

de hele wereld de relevante polis – de wereld die wij delen, waarin vennootschappen en hun bedrijfsactiviteiten een grote invloed hebben die iedereen raakt. Dat gaat ver voorbij de kring van degenen die bij de organisatie van de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken. We kunnen ons niet langer veroorloven dat vennootschappen niet of slechts voorwaardelijk deelnemen aan deze wereld als polis.

De aanstaande Europese regelgeving plaatst de vennootschap weer midden in de polis. De *Corporate Sustainability Reporting Directive* verplicht grote vennootschappen om uitgebreid te rapporteren over een veelheid van aspecten die raken aan de impact van hun activiteiten in de wereld als polis. De genoemde *Richtlijn inzake passende Zorgvuldigheid in het Bedrijfsleven op het Gebied van Duurzaamheid* verplicht hen om passende zorgvuldigheid te betrachten ten aanzien van onder andere mensenrechten, milieu en kli-

maat in de gehele waardeketen – en nadrukkelijk ook buiten de eigen vennootschap en onderneming. Deze richtlijn maakt in het genoemde artikel 25 de taak van bestuurders en commissarissen als leidinggevend van de vennootschap expliciet in de wereld als polis. De vennootschap moet ook een plan aannemen dat verzekert dat het businessmodel en de strategie van de vennootschap in lijn zijn met de transitie naar een duurzame economie, en met de beperking van de opwarming van de aarde tot 1,5 °C volgens het akkoord van Parijs, artikel 15. Deze positie middenin in de polis zal van vennootschappen openheid vergen over hun werkelijke impact op de polis, maar ook openheid in de zin van het openstaan voor de perspectieven en ervaringen van degenen die aan deze impact zijn blootgesteld. Daarop duidt ook art. 26 lid 1 van de richtlijn, dat er bij het vervullen van hun verplichting tot passende zorgvuldigheid, bestuurders en commissarissen terdege rekening moeten houden met de relevante inbreng van belanghebbenden en organisaties uit het maatschappelijk middenveld.

DE GOVERNANCE VAN DE POLITIEKE EN OPEN VENNOOTSCHAP

Deze herpositionering van de vennootschap in de wereld als polis heeft gevolgen voor de governance van de vennootschap. De verwachte openheid vereist dat de perspectieven, inzichten en ervaringen van hen die door de impact van de bedrijfsactiviteiten worden geraakt, actief worden opgezocht, en dat deze betrokken worden bij de eigen afwegingen. Dit raakt aan de taak van bestuurders en commissarissen, zoals de discussie laat zien over de verankering van een maatschappelijke zorgplicht. Maar de ontwikkeling naar de politieke en open vennootschap zet ook het concept onder druk van de aandeelhouders als (enige) principals, ten behoeve van wie de activiteiten van de vennootschap worden verricht. In het Nederlandse vennootschaps- en ondernemingsrecht hebben werknemers, en in bijzondere omstandigheden crediteuren, wel enige zeggenschap – maar de doorslaggevende zeggenschap ligt bij aandeelhouders. Bij de verdere ontwikkeling van het vennootschaps- en ondernemingsrecht moeten we leren hoe deze dominante positie van aandeelhouders in

balans kan worden gebracht met de gerechtvaardigde positie van andere stakeholders, ook die buiten de vennootschap en haar onderneming.

Een manier om dat te bewerkstelligen is door te bepalen dat ook aandeelhouders in hun besluitvorming rekening hebben te houden met de belangen van anderen die door de impact van de vennootschap worden geraakt. In een oud arrest heeft de Hoge Raad aangegeven dat het stemrecht aan de aandeelhouder is gegeven om zijn eigen belang in de vennootschap te dienen (HR 30 juni 1944, NJ 1944/465, *Wen-nex*). In de loop der jaren is deze opvatting wel genuanceerd, met name voor aandeelhouders die een grote invloed op de vennootschap kunnen uitoefenen (Nieuwe Weme et al., 2019). Ook aandeelhouders spreken zich inmiddels actiever uit over de verantwoordelijkheid voor de aspecten op het gebied van milieu, maatschappij en governance (*environmental, social and governance: ESG*) van de vennootschappen waarin zij investeren – zie de bijdragen in deze bundel van Arnoud Boot en van Jeroen Derwall en Kees Koedijk. Het is een voor de hand liggende gedachte dat, waar dit voor bestuurders en commissarissen niet mag blijven bij mooie woorden alleen, het ook moet gelden voor aandeelhouders. Besluiten van de algemene vergadering zouden getoetst moeten kunnen worden aan het brede afwegingskader dat ook opgaat voor bestuurders en commissarissen. Bestuurders en commissarissen die dit brede afwegingskader serieus toepassen, zouden bescherming moeten genieten tegen aandeelhouders die op een onredelijke manier willen afdwingen dat het eigen belang voorgaat.

Deze benadering is zichtbaar in de ontwikkeling van de *benefit corporation* die in de VS in sommige staten expliciet wordt gefaciliteerd. De *benefit corporation* is met name populair geworden omdat ondernemingen in deze vorm een maatschappelijk doel kunnen nastreven zonder het risico te lopen door aandeelhouders te worden gedwongen om hun belang voorop te stellen. Directeuren moeten het belang van de aandeelhouders afwegen tegen *the public benefit* waarnaar de vennootschap streeft, en dat in de statuten is vastgelegd – zie bijvoorbeeld sec 365 (a) van de Delaware General Corporation Law. Met Leo Strine en Colin Mayer heb ik bepleit

dat het model van de benefit corporation in de VS verplicht zou moeten worden gesteld voor de grote beursvennootschap met een omzet van meer dan 1 miljard dollar (Mayer et al., 2020).

Het Nederlandse voorstel voor een maatschappelijke BV, de BVm, is op dezelfde gedachte gebaseerd. In de statuten moet de BVm een doel opnemen van maatschappelijk belang. Bij het bestemmen van winst moet de algemene vergadering de verwezenlijking of bevordering van het maatschappelijke doel voorop stellen. Het vorige kabinet heeft over een voorstel voor een BVm een internetconsultatie gehouden. Het huidige kabinet heeft hieraan nog geen vervolg gegeven (het voorstel is in 2021 ter consultatie voorgelegd; Internetconsultatie, 2021).

Het voorstel van de BVm en de verschillende regelingen omtrent benefit corporations voorzien niet in een wijziging van de governance die aan anderen dan aandeelhouders een rol geven. Dat is een verdergaande benadering: andere belanghebbenden worden mede-principaal die in de algemene vergadering stemrecht kunnen (laten) uitoefenen. Binnen het bestaande vennootschapsrechtelijke model is het denkbaar dat de vennootschap aandelen uitgeeft aan een stichting die voor een deel van die aandelen certificaten van aandelen uitgeeft aan certificaathouders die kapitaal verschaffen. Deze certificaathouders genieten de financiële opbrengst van de onderliggende aandelen, en kunnen bij beursvennootschappen, op grond van artikel 2: 118a BW, zelf met een volmacht van de stichting stemrecht uitoefenen in de algemene vergadering. Voor de aandelen waarvoor er geen certificaten worden uitgegeven kan de stichting stemrecht uitoefenen voor specifieke groepen belanghebbenden, zoals werknemers, klanten, relevante maatschappelijke organisaties en hun dan ook volmacht geven om zelf te stemmen. Door te variëren in nominale waarde van de onderliggende aandelen kan worden bewerkstelligd dat de financiële rechten nagenoeg uitsluitend liggen bij de certificaathouders als kapitaalverschaffers, terwijl in de zeggenschapsverhoudingen een balans wordt gecreëerd in de invloed van de verschillende groepen belanghebbenden. Een zo ingerichte stichting lijkt enigszins op de stichtingen die in Scandinavië opereren als grootaandeelhoud-

der van beursvennootschappen. Bij het Deense Carlsberg bijvoorbeeld behoudt de *Carlsberg Foundation* circa 30 procent van de aandelen, en oefent ze circa 75 procent van het stemrecht uit om de lange termijn te waarborgen en tegelijk wetenschappelijk onderzoek en projecten te kunnen ondersteunen die bijdragen aan de sociale welvaart (zie www.carlsbergfondet.dk). Het model dat ik hier schets gaat een stap verder omdat specifieke belanghebbenden zelf rechtstreeks deel kunnen nemen in de governance van de vennootschap.

Een rechtsvorm waarin deze tweede benadering op natuurlijke wijze een plaats kan krijgen, is de coöperatie. De coöperatie kan worden ingericht als een *multi-stakeholder*-coöperatie, waarvan verschillende categorieën stakeholders lid zijn – niet alleen kapitaalverschaffers, maar ook bijvoorbeeld werknemers, klanten, relevante maatschappelijke orga-

De aanstaande Europese regels plaatsen de vennootschap weer midden in de polis

nisaties en de toekomstige generatie. Het coöperatierecht is flexibeler dan het nv- en bv-recht en biedt meer vrijheid van inrichting, zoals bij de toekenning en uitoefening van gedifferentieerd stemrecht in de ledenvergadering (Winter, 2019). De coöperatie kent enkele essentiële vereisten: het doel moet zijn om te voorzien in de stoffelijke behoeften van haar leden, met wie de coöperatie in de uitoefening van haar bedrijf contracten aangaat, art. 2: 53 BW. Hiermee valt in de praktijk over het algemeen goed te werken. Als alternatief stelt Garcia Nelen een geheel nieuwe rechtsvorm voor, de participatievennootschap (Garcia Nelen, 2020). Deze vennootschap is gebaseerd op het model van de nv en de bv. In plaats van een algemene vergadering (van aandeelhouders) komt er een participantenvergadering. Verschillende klassen belanghebbenden zouden kunnen worden vertegenwoordigd in de participantenvergadering, waarin er met stemrecht kan worden

gedifferentieerd. De participatievennootschap zoals Garcia Nelen voorstelt, lijkt in hoge mate op een multi-stakeholder-coöperatie.

Een variant op dit model kan zijn dat er naast de formele aandeelhoudersgovernance een governance wordt opgebouwd die juist gaat over de impact die de vennootschap in de polis heeft. Bijvoorbeeld in de vorm van een maatschappelijke raad waarin verschillende groepen belanghebbenden zijn vertegenwoordigd (eventueel op basis van verkiezingen). Bepaald zou kunnen worden dat bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering sommige beslissingen niet kunnen nemen dan nadat er advies van deze maatschappelijke raad is verkregen. In de maatschappelijke raad zouden bestuur en raad van commissarissen ook verantwoording kunnen afleggen over de invloed die de vennootschap in de wereld als polis heeft, mede op basis van de uitgebreide rapportageverplichtingen die uit de *Corporate Sustainability Reporting Directive* zullen voortvloeien. Dit model van een maatschappelijke raad gaat verder dan varianten van een maatschappelijke raad die sommige bedrijven hebben ingesteld, en die bestaan uit enkele door het bedrijf geselecteerde personen die adviseren over maatschappelijke aspecten van de ondernemingsactiviteit. In het hier geschetste model nemen de belanghebbenden zelf deel in de impact-governance van de vennootschap, of worden daarin rechtstreeks vertegenwoordigd. Zie over de maatschappelijke raad ook de bijdrage van Nicolette Loonen in deze bundel.

Met dit soort modellen en varianten zouden we kunnen experimenteren, voordat er dwingende bepalingen in de wet worden opgenomen. Dat experimenteren is aangewezen omdat onze ervaringen met deelname in de governance door werknemers op zijn best ‘gemengd’ zijn. Werkelijk open zijn naar anderen in de polis, die door het handelen van de vennootschap kunnen worden geraakt, vergt een nieuw leiderschap. Dat vraagt om leiders die werkelijk kunnen luisteren naar hoe verschillende belanghebbenden de impact van de vennootschap beleven, en dit kunnen vertalen in de strategie en bedrijfsvoering van de onderneming. De geschetste modellen werken verschillend uit, er is voor de wijze van betrekken van belanghebbenden niet één weg die naar Rome

leidt. De Corporate Governance Code is een uitgelezen plaats om tot experimenteren met verschillende modellen aan te zetten. Aan de onmiddellijke noodzaak dat vennootschappen, als deelnemers aan de wereld als polis, verantwoordelijkheid nemen voor de gevolgen van hun handelen voor anderen, doet dat overigens niet af.

AFRONDING

De ontwikkeling naar de politieke en open vennootschap is mijns inziens onvermijdelijk. Als deelnemers aan de wereld als polis, zullen vennootschappen een wezenlijke bijdrage moeten leveren om de gevaren en bedreigingen te keren. Ik wil bepleiten dat het bedrijfsleven en de vennootschapsjuristen dit uitgangspunt omarmen, en actief onderzoeken op welke wijze het vennootschapsrecht in brede zin evenwichtig kan bijdragen aan het oplossen van de urgente bedreigingen vanuit de wereld als polis waarvan de vennootschappen deel uitmaken. Dat is hoogst urgent, er valt geen tijd te verliezen met pogingen om vast te houden aan het bestaande dat ons tot hier heeft gebracht.

LITERATUUR

Arendt, H. (1958) *The human condition*. Chicago: University of Chicago Press.

Berreby, D. (2008) *Us & them: The science of identity*. Chicago: University of Chicago Press.

Garcia Nelen, S.B. (2020) *De beursvennootschap, corporate governance en strategie*. Deventer: Wolters Kluwer.

Internetconsultatie (2021) *Aanzet voor een wettelijke regeling voor een besloten vennootschap met maatschappelijk doel (BVM)*. Te vinden op www.internetconsultatie.nl.

Mayer, C., L.E. Strine en J. Winter (2020) 50 years later, Milton Friedman's shareholder doctrine is dead. *Fortune*, 13 september.

Nieuwe Weme, M.P., R.G.J. Nowak en T. Salemink (2019) *Asser 2-IIb, Rechtspersonenrecht: NV en BV, Corporate Governance*. Deventer: Wolters Kluwer.

Norberg, J. (2020) *Open: The story of human progress*. Londen: Atlantic Books.

Timmerman, L. (2020) Uitdagingen voor het ondernemingsrecht; op weg naar een echt ondernemingsrecht? *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, (2020)5-6, 133-141.

Winter, J. (2017) In de delta van het Rijnland. *ESB*, 102(4751), 334.

Winter, J.W. (2019) Ontmenselijking van de grote onderneming. *Ondernemingsrecht*, 2019/2. Te vinden op phyleon.com.

Winter, J.W. (2020) *Addressing the crisis of the modern corporation: The duty of societal responsibility of the board*. SSRN Working Paper.

Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2020) Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoordelijke deelname aan het maatschappelijk verkeer. *Ondernemingsrecht*, 2020/86. Te vinden op phyleon.com.

Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2021) Naar een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders en commissarissen. *Ondernemingsrecht*, 2021/6. Te vinden op phyleon.com.

Het corporate-governance-trilemma voor de politieke onderneming

**RUTGER
CLAASSEN**
Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht

Ondernemingen zijn een nieuwe fase ingegaan, die van de ‘politieke onderneming.’ Daarin worden er meerdere publieke taken op hun schouders gelegd. Hoe moet de corporate governance worden ingericht, opdat ondernemingen die publieke druk adequaat naar binnen toe kunnen vertalen? Dit is de centrale vraag in een tijd waarin er van ondernemingen een meer maatschappelijke doelstelling wordt verwacht.

IN HET KORT

- ▶ Er zijn twee corporate-governancedimensies die kunnen worden onderscheiden. Is er een homogene groep *principals* die de basis vormt van de onderneming, of juist een bredere, heterogene groep? En is het bestuur als agent responsief ten opzichte van die principals of juist onafhankelijk?
- ▶ Beide dimensies zijn te systematiseren in een corporate-governancetrilemma. Dat maakt de keuzes inzichtelijk aan de basis van de dominante economische agency-theorie.
- ▶ Een succesvolle governance van politieke ondernemingen heeft echter andere keuzes nodig.

Recent sprak hoogleraar ondernemingsrecht Vino Timmerman in zijn oratie over een nieuwe fase voor de onderneming. Na de opstartfase (1880–1940), de ‘sociale onderneming’ (1945–1980) en de ‘economische onderneming’ (1980–2015) zijn we nu sinds kort in de fase van de ‘politieke onderneming’ beland. In Timmermans woorden betekent dit dat “de regelgevers de onderneming via onder andere het vennootschapsrecht met een soort publieke taken belasten. Een voorbeeld is het bestrijden van klimaatverandering en het bevorderen van duurzaamheid (...). Ook kunnen worden genoemd het bevorderen van diversiteit (...), het verplichte bezoldigingsbeleid voor bestuurders, en het bestrijden van fraude.” (Timmerman, 2020).

De lijst is nog langer dan Timmerman aangeeft: ook bij het bestrijden van maatschappelijke kloven, het tegengaan van preciaire arbeid, het beschermen van privacy, en vele andere publieke belangen wordt er gekeken naar de rol van

ondernemingen. Velen spreken in dit verband van ondernemen met ‘een purpose’ (Mayer, 2018; Edmans, 2020; Henderson, 2020). Deze ontwikkeling lijkt onontkoombaar in een geglobaliseerde economie waarin er grote, vaak multinationale ondernemingen op het gebied van energie en agrofood, medicijnen en vaccins, financiële producten, technologie en sociale media, in belangrijke mate het karakter en de snelheid van de maatschappelijke ontwikkelingen meebepalen.

Tegelijkertijd blijft het vaak diffuus wat er precies verwacht wordt van ondernemingen (bovenop de wettelijke *compliance*). Dit hangt af van de golven van maatschappelijke bezorgdheid en verontwaardiging. Wanneer de publieke taken bij de overheid zelf zijn belegd, zijn ze nog min of meer helder afgebakend en identificeerbaar. Maar wanneer – hiervan afwijkend – de publieke taken bij private actoren op het bordje terecht moeten komen, dan is alles veel minder duidelijk.

Timmermans karakterisering van de onderneming als ‘politiek’ doelt uitsluitend op deze externe dimensie van publieke druk. Maar die publieke druk moet vervolgens intern worden vertaald in handlingsvermogen bij ondernemingen. Over die ‘omzetting’ gaat dit artikel. Ondernemingen zijn immers ook politiek in een tweede, interne betekenis – ze zijn zelf een politieke arena. Wat moet er in die arena gebeuren om de publieke druk op een goede manier te vertalen? Deze vraag is min of meer onmogelijk te beantwoorden binnen de kaders van de vigerende economische agency-theorie, waarin publieke taken niet bij de onderneming thuishoren. Om op die vragen toch een antwoord te kunnen geven, is er dus een nieuwe economische theorie van de onderneming (*theory of the firm*) nodig (Stam, 2022). Een nieuwe fase vergt nieuw gereedschap voor de analyse. In dit artikel doe ik daartoe een aanzet, geworteld in de politieke theorie (Claassen, 2021).

TWEE DIMENSIES VAN CORPORATE GOVERNANCE

Een politieke arena bestaat vaak uit een abstracte, juridische rechtspersoon, zoals ‘Nederland’, ‘Amsterdam’ of het ‘Waterschap Stichtse Rijnlanden’. Een bestuur vertegenwoordigt

deze instelling en bepaalt haar koers. En dan zijn er nog de leden van de instelling (bijvoorbeeld de burgers van Nederland, of de ingezetenen van het waterschap), aan wie het bestuur verantwoording aflegt. In economische termen zijn deze leden de opdrachtgevers (*principals*), en is het bestuur de opdrachtnemer (*agent*). Net als publieke instellingen zijn ondernemingen ook politieke arena’s waarin mensen niet alleen samenwerken, maar ook conflicten uitvechten. Om de relevante spanningen in kaart te brengen, kunnen we twee eeuwenoude leerstukken uit de democratietheorie benutten. Het eerste heeft betrekking op de samenstelling van de ledenbasis van een rechtspersoon (horizontale dimensie). Het tweede op de relatie tussen de leden en het bestuur (verticale dimensie). Tezamen bevatten zij de voornaamste ingrediënten van de corporate governance.

Voor de fase van de 'politieke onderneming' is de analyse van de agency-theory te beperkt

In de horizontale dimensie is de vraag wie de leden zijn van een politieke gemeenschap. In de nationale context is de vraag wie zich burger mag noemen van Nederland. Debatten over immigratie, dubbele paspoorten en nationale identiteit zijn zo politiek beladen omdat ze over deze vragen gaan. Wie hoort erbij, wie heeft een stem? Het democratische vraagstuk ontstaat omdat *homogeniteit* en *inclusiviteit* met elkaar op gespannen voet staan. In de geschiedenis was het stemrecht slechts voorbehouden aan de homogene groep van blanke, meerderjarige mannen met voldoende eigendom. Elke uitbreiding daarvan betekende een vergroting van de inclusiviteit van de gemeenschap, en dus ook een vergroting van de heterogeniteit van belangen die door het (lands)bestuur moesten worden verzoend. In economische termen: naarmate de heterogeniteit van de groep opdrachtgevers toeneemt, ontstaan er principal-principal-conflicten.

Dat brengt ons bij de tweede governance-vraag, die op de verticale dimensie betrekking heeft: hoe moeten bestuur en leden zich tot elkaar verhouden? Dit heeft in de democratie-theorie tot het vraagstuk geleid van de zogenaamde *mandate-independence controversy* (Pitkin, 1967). De centrale spanning is hier tussen onafhankelijkheid en responsiviteit. Aan de ene kant staat het idee van een onafhankelijk bestuur, dat bij verkiezingen slechts verantwoording aflegt aan de leden. Dit bestuur verzoent op dagelijkse basis de belangen van alle leden, naar eigen inzicht en zonder daarbij voortdurend die leden te raadplegen, of te verzoeken om hun steun. Het opereert onafhankelijk, zoals een parlementariër mag stemmen ‘zonder last of ruggespraak’. Het idee is dat besturen een vak of een kunst is, en dat de leden – die immers andere dagelijkse bezigheden hebben – niet alle informatie en wijsheid hebben die het bestuur heeft, en zich dus terughoudend moeten opstellen. Het bestuur behartigt de belangen (zoals het bestuur die ziet), maar niet de dagelijkse preferenties van de leden. Aan de andere kant staat het idee van een bestuur dat voortdurend responsief is naar de preferenties van leden toe, en ‘nauw aan het lijntje’ wordt gehouden. De leden voeren een actief controlerend beleid, maken voortdurend hun wensen kenbaar en dwingen af dat het bestuur daarnaar handelt.

De corporate-governanceleer, ontwikkeld tijdens Timmermans ‘economische fase’ van de onderneming (1980–2015), komt uit de koker van de agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976; Easterbrook en Fischel, 1991). In de horizontale dimensie richt die theorie zich op aandeelhouders als de enige principals. Aandeelhouders zijn geen ‘leden’ van de onderneming, en ook geen eigenaren in de klassieke zin van het woord (Ciepley, 2020). Maar zij hebben wel twee rechten die aan het eigenaarschap verwant zijn: het recht op winstuitkering, en het recht op benoeming/ontslag en controle van het bestuur (middels zeggenschaps- en stemrechten). Daarmee bepalen ze de uiteindelijke koers van de onderneming. In die zin zijn ze in het huidige ondernemingsrecht de voornaamste opdrachtgevers. Daarnaast, op grote afstand, is er onder andere in Nederland een zeer bescheiden junior-partner-rol weggelegd voor werknemers, die als een soort tweedeklasburgers ook enkele governance-rechten hebben

(via de Wet op de ondernemingsraden, en enkele andere rechten in het BW). Aan andere stakeholdersgroepen – van leveranciers tot klanten, van crediteuren tot overheden, dieren of toekomstige generaties – wordt deze status onthouden.

In de verticale dimensie moet het bestuur de wensen van de aandeelhouders uitvoeren. Deze wens wordt als homogeen voorgesteld: maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Het bestuur kan echter naar eigen inzicht en voor het eigen plezier gaan handelen, hetgeen de doelstelling bedreigt. Centraal in de analyse is dus machtsmisbruik door de agents (opportunisme), wanneer zij lui, incompetent of hebzuchtig handelen. Dit kan deels voorkomen worden door verbeterde controle (*monitoring costs*), deels blijft het probleem echter in stand en leiden de aandeelhouders verliezen (*direct costs*). Hoe kunnen aandeelhouders deze *agency costs* verlagen? Maatregelen zijn nodig om het bestuur in het gareel te houden, zoals beloningen die gelieerd zijn aan het aandeelhoudersdoel. Dit biedt een stimuleringsstructuur die responsiviteit afdwingt. De agency-benadering gaat dus in het verticale spanningsveld voor responsiviteit boven onafhankelijkheid.

Voor de fase van de ‘politieke onderneming’ is deze analyse te beperkt. In de horizontale dimensie ontstaat er nu druk om naast aandeelhouders ook andere stakeholders toe te laten als principals van de onderneming. In de agency-theorie wordt er verondersteld dat hun belangen beter bilateraal (contractueel) of wettelijk (extern) behartigd kunnen worden. Die vooronderstelling komt nu onder druk. Daarmee ontstaan er ook vragen voor de verticale dimensie. Naarmate de inclusiviteit toeneemt, komt er meer druk op het bestuur om de conflicterende belangen van de diverse groepen stakeholders te verzoenen. Hoe daarmee dan om te gaan?

HET CORPORATE-GOVERNANCETRILEMMA

In de volgende stap stel ik voor om beide governance-dimensies te integreren, en de voornaamste keuzes in kaart te brengen aan de hand van een trilemma. In een trilemma staan er drie beleidsopties centraal, die elk in staat zijn om twee, maar niet drie principes te realiseren. Net als bij een dilemma moeten er dus keuzes gemaakt worden. Het corporate-governancetrilemma kent de volgende drie principes: (1) inclusiviteit

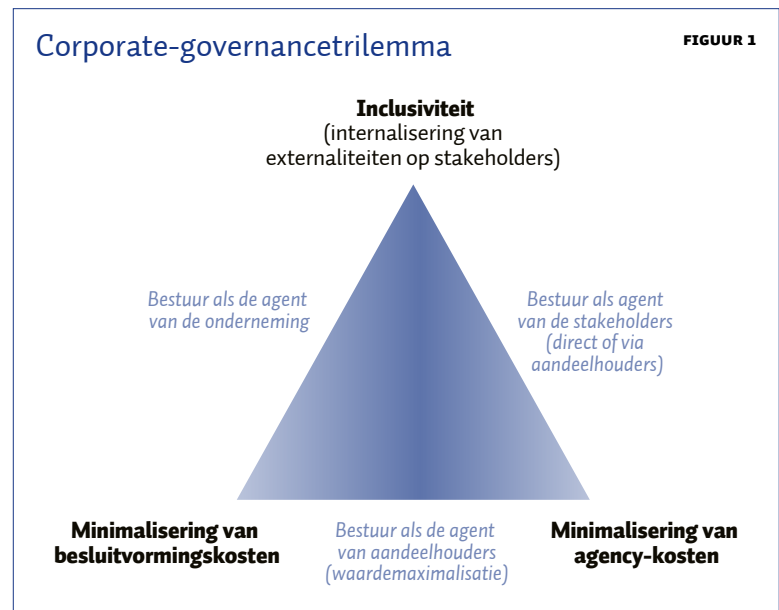
(internalisering van externaliteiten), (2) minimalisering van besluitvormingskosten, (3) minimalisering van agency-kosten. Combinaties van deze principes leiden tot de volgende beleidsopties: (1) een bestuur dat agent is van de aandeelhouders, (2) een bestuur dat agent is van de stakeholders, (3) een bestuur dat agent is van de onderneming (figuur 1).

We kunnen onderaan beginnen bij het ‘bestuur als de agent van aandeelhouders’ – de huidige situatie. Deze optie is responsief naar de aandeelhouders toe: ze minimaliseert de agency-kosten omdat ze het bestuur effectief bindt aan de preferenties van de aandeelhouders. Tegelijkertijd minimaliseert deze optie ook de besluitvormingskosten. Besluitvormingskosten (*collective decision-making costs*) moeten niet verward worden met agency-kosten. Besluitvormingskosten zijn nieuw in de analyse, ten opzichte van de klassieke agency-theorie (Hansmann, 1996, p. 40). Ze zijn een functie van de homogeniteit van de groep principals. Hoe meer heterogeniteit, hoe hoger de besluitvormingskosten. (Desgewenst kan men deze analyse nog uitbreiden, want besluitvormingskosten zijn één vorm van wat ‘principal costs’ worden genoemd, die het spiegelbeeld vormen van de agency-kosten – zie Goshen en Squire (2017)). In de optie onderin figuur 1 is er maar één groep principals (de aandeelhouders), die verondersteld worden allemaal hetzelfde te willen: maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. De homogeniteit die dat brengt, maakt dat er relatief weinig lastige en tijdrovende belangenconflicten tussen de principals zijn. Deze optie weet dus zowel de agency-kosten als de besluitvormingskosten laag te houden.

Nadeel is dat deze optie niet inclusief is. In economische termen: de focus op aandeelhouderswaarde genereert voor andere stakeholders externaliteiten (zie de bijdrage van Kees Cools in deze bundel). Dit is weinig omstrede: zelfs een sterk door de *law-and-economics*-beweging geïnspireerd handboek van ondernemingsrecht constateert droogjes: “*governance arrangements that reduce managerial agency costs by empowering the shareholder majority are likely to exacerbate the agency problems faced by minority shareholders and non-shareholders at the hands of controlling shareholders.*” (Kraakman et al., 2017, p. 79). Als deze externaliteiten (zeer)

hoog worden, komt er een punt waarop de focus van ondernemingen op hun aandeelhouderswaarde niet meer de totale welvaart maximaliseert. In reactie daarop kan men dan deze kosten proberen te internaliseren, door andere stakeholders toe te laten als principals van de onderneming. Dat is het project van ‘de politieke onderneming’, waarmee dit artikel begon. Het bestuur moet zich dan opstellen als agents van deze meer inclusieve, maar dus ook meer heterogene basis van opdrachtgevers. Dit is sturing op ‘bredere waarde’ (zie de bijdrage van Willem Schramade en Dirk Schoenmaker in deze bundel). Dit kan echter op twee manieren. In figuur 1: een route ‘linksom’ of ‘rechtsom’ naar boven.

De eerste optie, linksom, is om het bestuur te positioneren als onafhankelijke instantie, die bepaalt wat het ‘algemeen belang’ is van de som van de stakeholdersgroepen. Deze optelsom is het belang van de onderneming als zodanig, en in deze variant is het bestuur dan ook de agent van ‘de onderneming’ zelf. Dat is een abstractie, die het bestuur in zijn beslissingen tot een werkelijkheid maakt. Zo’n onaf-



hankelijk bestuur verlaagt de besluitvormingskosten, omdat de principals op afstand worden gezet van het bestuur. Daarmee wordt echter ook de responsiviteit verlaagd, en stijgen de agency-kosten. Deze route kan steunen op de theorieën van de onderneming, waarin de onderneming begrepen wordt als een samenwerkingsverband van verschillende groepen (Alchian en Demsetz, 1972; Rajan en Zingales, 1998). In de teamproductietheorie van Margaret Blair en Lynn Stout hebben alle stakeholdersgroepen bedrijfsspecifieke investeringen gedaan, en zijn daarmee kwetsbaar geworden voor de besluiten van de onderneming. Alle groepen zijn in meerdere of mindere mate *residual claimants* (Blair en Stout, 1999). Hoe te zorgen dat deze groepen allemaal bereid zijn en blijven om

Het bestuur moet zich opstellen als agent van een meer inclusieve, maar dus ook meer heterogene, basis van opdrachtgevers

met elkaar samen te werken in ondernemingsverband? Blair en Stout zien niets in uitbreiding van het stemrecht voor verschillende groepen stakeholders – dit zou volgens hen leiden tot ‘chaos and politicking’. Een bestuur is nodig dat functioneert als een ‘mediating hierarch’, om conflicten tussen de verschillende stakeholdersgroepen op te lossen, dat wil zeggen ieders aandeel in het ‘surplus’ van hun samenwerkingsverband vast te stellen. Het is niet verbazingwekkend dat hun theorie bekritiseerd is door aanhangers van de klassieke agency-theorie, die vrezen dat de ‘hierarch’ aan de top zich als een onverantwoordelijke autocraat gaat gedragen; dit is het opportunistische-probleem in het hart van de agency-theorie.

In de route rechtsom proberen we die agency-kosten laag te houden. Dit betekent dat het bestuur (blijvend) gedisciplineerd moet worden, maar nu ten opzichte van de bundel preferenties van een meer heterogene groep van stakehol-

ders (waaronder de aandeelhouders). Deze moeten dan wel onderling tot een akkoord komen, wat de optelsom van hun preferenties betekent voor de koers van het bestuur. Dat verhoogt onvermijdelijk de besluitvormingskosten. Vergelijk dit met een landsbestuur waarin vier partijen een meerderheidskabinet vormen. Dat vergt veel meer tijd en energie voor de voortdurende afstemming tussen de partijen dan het geval is van een landsbestuur dat uit één partij bestaat. Maar dat is de inclusiviteit onder de condities van lage agency-kosten wel waard, volgens aanhangers van deze optie. Zo pleitten Grant Hayden en Matthew Bodie voor een meer inclusieve governancestructuur, waarbij in ieder geval werknemers stemrecht krijgen op gelijke hoogte met aandeelhouders. Zij accepteren dat dit wellicht leidt tot ‘a less harmonious decision-making’ (Hayden en Bodie, 2020, p. 133), dus tot hogere besluitvormingskosten. Maar in hun visie is precies de hang naar consensus in de bestuurskamer (lage besluitvormingskosten) het probleem: “Claims about the efficiency of the decision-making process all depend upon what is being maximized, which is sometimes at the heart of the disagreement.” (p. 134). Dit suggereert dat een onderneming het meest efficiënt is als aan de claims van alle stakeholdersgroepen recht gedaan wordt; en dat een besluitvormingsproces efficiënt is wanneer het dit meer gecompliceerde doel heeft bereikt.

Laten we één stap terugzetten. Het conflict tussen agency-kosten en besluitvormingskosten (of breder: principal-kosten) bestaat al binnen het paradigma van de klassieke door aandeelhouders gestuurde onderneming. Daar neemt het de vorm aan van een dilemma: mogelijke belangenconflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. Echter, zolang de aannahme van de ‘maximalisatie van de aandeelhouderswaarde’ effectief functioneert als ‘gelijkmaker’, zijn de belangen in de door aandeelhouders gestuurde onderneming relatief homogeen. Daardoor kan de corporate governance zich concentreren op het verlagen van agency-kosten, zonder dat de besluitvormingskosten enorm oplopen. Ingevalkelder wordt het, zoals we zagen, wanneer de principal-basis heterogener wordt doordat er andere stakeholders worden toegevoegd. Dan wordt het dilemma een trilemma. Maar hetzelfde gebeurt ook al wanneer – nog binnen het

paradigma van de aandeelhouders-gestuurde onderneming – aandeelhouders zelf heterogene preferenties gaan vertonen. Die heterogeniteit kan zitten in de financiële dimensies (bijvoorbeeld de verschillen in tijdshorizon tussen beleggers), en treedt tegelijkertijd ook op wanneer aandeelhouders zich opwerpen als ‘agents’ van bredere maatschappelijke belangen. Daarmee worden zij dus principals ten opzichte van het bestuur, maar agents ten opzichte van andere stakeholders – zie Raelin en Bondy (2013). Dit is de beweging van ‘aandeelhouderswaarde’ naar ‘aandeelhouderswelvaart’, waarbij dat laatste ook de belangen van de stakeholders omvat (Hart en Zingales, 2017). De stakeholders krijgen dan een stem ‘via de aandeelhouders’ (figuur 1). De grote vraag is natuurlijk of aandeelhouders deze rol zullen (of willen/kunnen) pakken, of dat de belangen van stakeholders alleen effectief behartigd kunnen worden wanneer zij zelf rechtstreeks de status van principal krijgen. Voor het vervolg ga ik van dat laatste uit.

Het trilemma laat zien dat er keuzes nodig zijn. Belangrijk is om te benadrukken dat trilemma’s werken met ideaaltypen. Men kan dus ook voor een tussenpositie gaan. In feite is de geschetste driehoek een ‘beleidsruimte’: men kan een positie opzoeken die zich niet op een van de drie assen bevindt, maar ergens anders in die ruimte.

NAAR DE POLITIEKE ONDERNEMING?

Voor de analyse van de politieke onderneming is er een theorie nodig die put uit zowel de politieke theorie als de economische theorie. Ik zie drie uitdagingen hier.

Ten eerste is er een theorie van de onderneming nodig die inzichtelijk maakt of en in welke mate de inclusie (internalisering) van stakeholdersbelangen efficiënt is. Welke vorm van corporate governance verhoogt de totale maatschappelijke welvaart het meest? Dat is niet gemakkelijk uit te maken, ook omdat het deels gaat om moeilijk onder één noemer te brengen typen van kosten en baten. De klassieke agencytheorie beredeneert dat de aandeelhouders-gestuurde onderneming het meest efficiënt is. Maar de twee opties voor de politieke onderneming internaliseren de stakeholders-externaliteiten vanuit de gedachte dat dit voor de maatschappelijke welvaart nodig is. Voor de klassieke agencytheorie

geschiedt de bescherming van stakeholdersbelangen bij voorkeur via contracten (bilateraal) of regulering door de overheid (Bebchuk en Tallarita, 2020). Aanhangers van de politieke onderneming benadrukken dat de overheid vaak faalt, en dat de uitdagingen van vandaag (bijvoorbeeld klimaatverandering) dit falen moeten voorkómen. Ondernemingen hebben daarom een taak om (sommige) externaliteiten zelf te internaliseren.

Ten tweede is nader inzicht nodig op de verticale dimensie, in de mogelijke responsieve en onafhankelijke governance-modellen. Jaap Winter (in deze bundel) bespreekt diverse voorstellen waarbij stakeholders meer zeggenschap krijgen. Zo zijn er ideeën voor multi-stakeholderscoöperaties waarbij verschillende categorieën stakeholders stemrecht krijgen. Garcia Nelen radicaliseert dit in een voorstel voor een ‘participantenvennootschap’, waarin de zeggenschapsrechten van aandeelhouders vervallen nadat zij door dividenduitkeringen hun oorspronkelijke inleg hebben terugverdiend (Garcia Nelen, 2021b, p. 124). Een andere optie die Jaap Winter noemt, is om zeggenschapsrechten los te trekken van dividendrechten, en te beleggen bij een non-profitstichting. Dit voorstel is onderdeel van een beweging van ‘steward-owned’ ondernemingen. Afhankelijk van hoe actief dergelijke stichtingen zich opstellen, bevindt dit voorstel zich tussen onafhankelijkheid en responsiviteit in. Een route naar een meer onafhankelijke positionering van het ondernemingsbestuur is door de huidige zeggenschapsrechten van aandeelhouders te verzwakken, door hun rechten om proactief nieuw beleid te initiëren, weg te nemen. Alleen hun controlerechten achteraf blijven dan nog over (Garcia Nelen, 2021a, p. 28–29).

Ten derde, het corporate-governancetrilemma laat één belangrijk aspect van corporate governance buiten beschouwing: de markt. Hierin ligt het voornaamste verschil met de governance van publieke instellingen. Als het ondernemingsrecht alle opties toestaat, dan kan een van de drie opties in een marktcontext de andere twee verdrijven (*crowding out*), omdat die in de gegeven omstandigheden een concurrentievoordeel heeft. Dit lijkt het geval voor de door aandeelhouders gestuurde onderneming, die immers geen stakeholderskosten hoeft te internaliseren. ‘De omstandigheden’ verwijst

hier naar de institutionele ruimte waarin ondernemingen concurreren. Is die institutionele ruimte ingericht ten behoeve van de maximalisering van de maatschappelijke welvaart? Of vereist dat een verandering van de instituties, zodat concurrentienadelen omslaan in voordelen; of zelfs verplichte corporate governance regels in die richting?

Het speelveld is in beweging, met de (op moment van schrijven nog niet afgeronde) herziening van de Corporate Governance Code, het in de maak zijnde wetsvoorstel voor

de BvM (maatschappelijke BV), nieuwe Europese regelgeving voor duurzaam ondernemen, en andere initiatieven. De intellectuele hegemonie van de agency-theorie was een belangrijke factor achter de aandeelhouders-gestuurde onderneming van de afgelopen decennia. Om de opties en trade-offs voor de nieuwe fase van de politieke onderneming scherp in beeld te krijgen, is ook een nieuwe theorie van de onderneming nodig. Hopelijk draagt het hier gepresenteerde corporate-governancetrimmen daaraan een steentje bij.

LITERATUUR

Alchian, A.A. en H. Demsetz (1972) Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777–795.

Bebchuk, L.A. en R. Tallarita (2020) The illusory promise of stakeholder governance. *Cornell Law Review*, 106(1), 91–178.

Blair, M.M. en L.A. Stout (1999) A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247–328.

Ciepley, D. (2020) The Anglo-American misconception of stockholders as ‘owners’ and ‘members’: Its origins and consequences. *Journal of Institutional Economics*, 16(5), 623–642.

Claassen, R. (2021) *De legitimiteit van bedrijven in een liberale democratie*. WRR Working Paper, 43.

Easterbrook, F.H. en D.R. Fischel (1991) *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Edmans, A. (2020) *Grow the pie: How great companies deliver both purpose and profit*. Cambridge, VK: Cambridge University Press.

Garcia Nelen, S. (2021a) De beursvennootschap, corporate governance en strategie. *Ondernemingsrecht*, 5(1), 20–30.

Garcia Nelen, S.B. (2021b) De participantenvennootschap: Gedachten over een mogelijke nieuwe rechtsvorm. *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, 2021(3/4), 120–128.

Goshen, Z. en R. Squire (2017) Principal costs: A new theory for corporate law and governance. *Columbia Law Review*, 117(3), 767–830.

Hansmann, H. (1996) *The ownership of enterprise*. Cambridge, MA: The Belknap Press.

Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–274.

Hayden, G.M. en M.T. Bodie (2020) *Reconstructing the corporation: From shareholder primacy to shared governance*. Cambridge, VK: Cambridge University Press.

Henderson, R. (2020) *Reimagining capitalism in a world on fire*. New York: PublicAffairs.

Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Kraakman, R., J. Armour, P. Davies et al. (2017) *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Derde druk. Oxford: Oxford University Press.

Mayer, C. (2018) *Prosperity: Better business makes the greater good*. Oxford: Oxford University Press.

Pitkin, H.F. (1967) *The concept of representation*. Berkeley, CA: The University of California Press.

Raelin, J.D. en K. Bondy (2013) Putting the good back in good corporate governance: The presence and problems of double-layered agency theory. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 420–435.

Rajan, R.G. en L. Zingales (1998) Power in a theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387–432.

Stam, E. (2022) *Theorieën van de onderneming: De winst van een dynamische brede welvaartsbenadering*. WRR Working Paper, 52.

Timmerman, V. (2020) Uitdagingen voor het ondernemingsrecht: Op weg naar een echt ondernemingsrecht? *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, 2020(5-6), 133–141.

Aandeelhouders: hebben ze (te veel) invloed?

De simpele logica van het moment is dat aandeelhouders een probleem zijn bij beursgenoteerde ondernemingen. Zij staan een grotere maatschappelijke rol voor ondernemingen in de weg. Maar deze consensus is veel te makkelijk. Het echte probleem is juist een gebrek aan activiteit bij aandeelhouders. En, met de toenemende concentratie in de markt van vermogensbeheer, wordt dit niet beter.

ARNOUD BOOT
Hoogleraar aan de
Universiteit van
Amsterdam

IN HET KORT

- ▶ Er is rond aandeelhouders een onjuist ‘zwart beeld’ geschapen. Aandeelhouderswaarde verdient een prominente plaats. Aandeelhouders zijn eerder te passief dan actief.
- ▶ Informatieproblemen zijn de kern van het corporate-governancevraagstuk, en deze zijn niet makkelijk op te lossen, en vergen dus bescheidenheid bij beleidsmakers.
- ▶ De concentratie in het aandelenbezit bij de grote beheerders zal door politisering leiden tot een verdere inactiviteit. Diversiteit in de markt voor vermogensbeheer zal weer moeten worden bevorderd.

In de afgelopen veertig jaar is de beursgenoteerde onderneming steeds meer in de ban gekomen van de financiële markten. Het Angelsaksische aandeelhouderkapitalisme is volgens velen dominant geworden, en zet de beursgenoteerde ondernemingen onder grote druk om te presteren, vaak met een korte horizon en sterk sturend op de aandelenkoers. De overtuiging dat een beursgenoteerde onderneming een gemankeerd bestaan leidt, lijkt inmiddels diepgeworteld te zijn. Hierdoor staan aandeelhouders in een kwaad daglicht.

Sinds de financiële crisis rond 2008 lijkt er een consensus ontstaan dat veranderingen noodzakelijk zijn. Ondernemingen moeten zich veel meer bewust zijn van hun maatschappelijke rol, en ook expliciet bijdragen aan een bredere welvaart dan slechts het maximaliseren van de aandelenkoers. Met voorbeelden als dat van ‘messias’ Paul Polman, de voormalig CEO van Unilever, wordt geïllustreerd hoe aandeelhouders en financiële markten het goede (het nemen van verantwoordelijkheid voor zowel duurzaamheid als gezondheid bijvoorbeeld) in de weg zitten.

De bedoeling van dit preadvies is om via enige, mogelijk controversiële analyses en gedachten de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen te nuanceren. Een eerste punt dat ik hier zal uitwerken, is dat er met het concept ‘aandeelhouderswaarde’ veel minder mis is dan vaak wordt gesuggereerd. Informatieproblemen liggen ten grondslag aan de corporate-governanceproblemen, en zijn hoogstens een afgeleide van de focus op aandeelhouderswaarde. Vervolgens beargumenteer ik dat het probleem veeleer het bestuur van ondernemingen is. Bestuursleden voelen zich opgejaagd door financiële markten, en raken wederom door informatieproblemen in een kortetermijnmodus die vaak haaks staat op de aandeelhouderswaarde. Om aandeelhouders hiervan de schuld te geven, is onzinnig. Aandeelhouders vormen schijnbaar een prettige, vaak anonieme schuldlige, en vervolgens

De grote concentratie van aandelenbezit is het werkelijke probleem

wast iedereen zijn handen in onschuld. En ‘messias’ Polman dan? Was het echte probleem niet dat hij zich niet meer met het aansturen van Unilever bezighield? Was het niet zo dat hij de interesse voor het handwerk van het besturen van het bedrijf verloren had?

Ook zie ik de werkelijke macht van de aandeelhouders als veel beperkter dan er vaak wordt gesuggereerd. Ik heb het dan niet over tekortschietende corporate-governanceregeltjes of de rechten van aandeelhouders, maar over hun bereidheid om invloed uit te oefenen. Om dit concreet te maken: in toenemende mate zitten beleggers in passieve breed-gespreide indexfondsen (Partnoy, 2017). Inderdaad, diversificatie conform de lessen uit de financieringstheorie. Deze fondsen worden beheerd in een steeds meer geconcentreerde markt, waarin er met de Verenigde Staten als ons voorland een drietal grote beheerders (BlackRock, Vanguard en State Street)

alsmaar belangrijker worden. Zij hebben aanzienlijke belangen in werkelijk elke beursgenoteerde onderneming. Dit suggereert grote macht, maar welke belangen hebben deze super-beheerders om daadwerkelijk als aandeelhouder druk uit te oefenen op ondernemingen? Ik zal laten zien dat de realiteit is dat ze zich gedeisd willen houden, vooral om geen speelbal van de politiek te worden, maar ook door een beleggingspubliek dat zo laag mogelijke kosten wil hebben. Voor Europa verwacht ik een vergelijkbare ontwikkeling, ondanks dat het lijkt alsof we mondiger aandeelhouders hebben met onze pensioenfondsen.

CORPORATE GOVERNANCE: EEN VEELKOPPIG FENOMEEN

Allereerst een paar opmerkingen over de complexiteit van het corporate-governancevraagstuk. Op zijn minst moet dit ons, als het over beleid gaat, tot enige terughoudendheid bewegen. Corporate governance is een veelkoppig fenomeen dat niet teruggebracht kan worden tot een paar meetbare grootheden. Corporate governance is het krachtenspel binnen en rond ondernemingen, dat tot doel heeft om ondernemingen beter te laten functioneren, of eigenlijk zelfs breder, om de welvaart in een land te optimaliseren. Het gaat daarbij over onder meer het ondernemingsklimaat, het vertrouwen in de overheid, maar ook tussen mensen onderling, de wijze waarop mensen samenwerken (een onderneming is immers een samenwerkingsverband), en verder gaat het over regeltjes (inclusief corporate-governance-codes) en rechtszekerheid.

Om de vaagheid nog meer te illustreren: het succes van Nederlandse ondernemingen wordt vaak uitgelegd door te verwijzen naar onze handelsgeest, het no-nonsense karakter van de Nederlander, en vervolgens weer door onze bereidheid tot samenwerking te benadrukken. Wat wederom algemene maatschappelijke verklaringen zijn die niet makkelijk (of überhaupt niet) gekwantificeerd kunnen worden.

Zelfs simpele partiële analyses hebben hun beperkingen. Zo was het gebruikelijk om te spreken van de ‘Dutch discount’, waarmee werd bedoeld dat de aandelen van Nederlandse bedrijven ‘goedkoop’ waren omdat Nederland strenge beschermingsconstructies kende (en overigens nog steeds

kent) die de macht van aandeelhouders beperkten, en daarmee de aandelenkoersen zouden drukken. In hoeverre dat zo is, is de vraag. De literatuur is verre van eenduidig – zo kan het bestaan van beschermingsconstructies helpen om een hogere overnameprijs af te dwingen, en het zou mogelijk ook de aandelenkoers *kunnen* ondersteunen.

Inmiddels wordt er echter nooit meer gesproken over een Dutch discount, waarschijnlijk omdat ondernemingen – of beter gezegd, de bestuurders van ondernemingen – zich sterk Angelsaksisch zijn gaan gedragen, en zich neigen te onderwerpen aan ‘het spel’ van de financiële markten. Dus een soort permanent ‘pleasen’ van al die analisten, consultants en commentators die het dagelijkse nieuws bepalen. De laatste jaren zien we hier echter weer een correctie op – want zo zet de laatste revisie van de Corporate Governance Code sterk in op langetermijn-waardecreatie (De Jong et al., 2017).

Hoe dan ook, corporate governance is een dermate complex en veelkoppig fenomeen, dat terughoudendheid op zijn plaats is als het over beleidsaanbevelingen gaat. De transparantie en verantwoordingsplicht van bestuurders moeten volgens mij centraal staan. De belangrijke opdracht van bestuurders is om richting te geven, en dus om het handelen een anker te geven dat aan de waan van de dag voorbij gaat. Juist voor grotere ondernemingen (met veelal een aanzienlijke maatschappelijke impact) is dit van groot belang.

AANDEELHOUDERSORIËNTATIE GEEN PROBLEEM

Het concept van aandeelhouderswaarde op zich kan veel positiever worden gezien dan vaak gebeurt. De aandelenkoers is in principe niet op de korte termijn gericht, maar biedt juist een blik op de toekomst. Een bedrijf met uitstekende toekomstperspectieven zal een hoge aandelenkoers hebben, ondanks de mogelijk minieme winsten van vandaag. Ook is er reden om in het speelveld van alle stakeholders in en rond de onderneming, specifiek rekening te houden met aandeelhouders. Als je bijvoorbeeld de positie van aandeelhouders vergelijkt met die van werknemers of verschafters van vreemd vermogen, dan is de aandeelhouder maar weinig beschermd en nota bene een *residual claimant*: want alleen als het goed

gaat met de onderneming resteren er rendementen voor aandeelhouders. Werknemers en verschafters van vreemd vermogen hebben een relatief sterke bescherming via wetgeving (arbeidsrecht respectievelijk faillissementsrecht) en contracten (arbeidscontracten versus lening-overeenkomsten).

Het is ook met name de aandeelhouder die belang heeft bij het verder versterken van een onderneming. Een excellente performance in plaats van een zeer goede leidt tot een hogere aandelenkoers, terwijl er voor werknemers en verschafters van vreemd vermogen niet veel verandert. Er is dus wel degelijk iets goeds aan een aandeelhoudersoriëntatie. Ook is het niet zo dat een aandeelhoudersoriëntatie per definitie ten koste gaat van andere stakeholders of van de maatschappij. Michael Jensen, een sterk op aandeelhouders georiënteerde Amerikaanse econoom, spreekt over een ‘enlightened’ aandeelhoudersoriëntatie (Jensen, 2002). Dit komt erop neer dat aandeelhouders er belang bij hebben om goed om te gaan met andere stakeholders, want zonder tevreden werknemers of klanten geen aandeelhouderswaarde.

En het is allemaal nog breder. De bekende historische casus van Shell – het voornemen om een afgedankt olie-opslagplatform (de Brent Spar) af te laten zinken leidde tot een consumentenboycot van Shell, met vervolgens een expliciete onderkenning van Shell dat het zijn maatschappelijke ‘*license to operate*’ hiermee had beschadigd, en dus zijn aandeelhouders geen dienst had bewezen. Dus een breed bewustzijn aangaande de consequenties van handelen voor de maatschappij, kan zeker hand in hand gaan met een aandeelhoudersoriëntatie. Dit betekent uiteraard niet dat hiermee een aandeelhoudersoriëntatie heilig te verklaren is. De mate waarin er met andere belangen rekening wordt gehouden, blijft onbepaald.

Maar is dit dan beter bij een andere eigendomsstructuur? Ik ben er verre van overtuigd dat een overheidsbedrijf maatschappelijk ‘beter’ kan handelen (zie ook de bijdrage van Cools in deze bundel). En kijk bijvoorbeeld eens hoe Schiphol zijn humanresource-beleid niet op orde had. Net als in de genoemde casus van Shell, zou men hiermee zeker niet in het belang van de private aandeelhouders hebben gehandeld.

Maar aandeelhouders kunnen zeker ook ‘biased’ zijn. De aandeelhouder heeft baat bij meer risico. De waarde van een onderneming bestaat namelijk uit zowel eigen (de aandelen) als vreemd vermogen. De aandeelhouder neemt mogelijk te veel risico omdat hij het exclusieve recht op ‘*the upside*’ heeft, terwijl de verschaffers van vreemd vermogen juist minder risico willen. Zij hebben het neerwaartse risico, en niet een potentieel naar boven. Deze verstoring wordt bij financiële problemen manifest: aandeelhouders willen dan mogelijk trachten te overleven via een riskante gok (niet gokken levert de aandeelhouder niets op), terwijl verschaffers van vreemd vermogen (van wie het geld wordt vergokt) dat niet willen. Vandaar dat verschaffers van vreemd vermogen bij financiële problemen moeten kunnen ingrijpen. Dit is een van de redenen voor het bestaan van de Faillissementswet. En onder normale omstandigheden (dus zonder financiële problemen) speelt dit probleem bijna niet. Aandeelhouders zouden zichzelf in de vingers snijden door te veel risico te nemen, omdat verschaffers van vreemd vermogen dan een steeds hogere compensatie zouden eisen als vergoeding voor dit (latente) risico.

INFORMATIEPROBLEMEN ZIJN WEL PROBLEMATISCH

Cruciale problemen ontstaan volgens mij niet door het concept ‘aandeelhouderswaarde’ op zich, maar door informatieproblemen. Het zijn de informatieproblemen die ervoor zorgen dat ondernemingen zich mogelijk te veel gaan richten op de korte termijn (waar de informatieproblemen veelal minder zijn), en die zelfde informatieproblemen zorgen er mogelijk ook voor dat ondernemingen weggelaten met een voor anderen schadelijk beleid (ofwel de zogenaamde ‘negatieve externe effecten’; zie de casus van Shell), of ze gaan afzien van goede dingen waarvan anderen ook zouden kunnen profiteren. Dat laatste wijst dan op freeriderproblemen en afschuifgedrag. Kortom, een aandeelhoudersoriëntatie *hoeft* niet ten koste te gaan van andere stakeholders of van de maatschappij, maar informatieproblemen, freeriding en afschuifgedrag kunnen hierbij wel degelijk in de weg gaan staan. Voor een overzicht van de economische theorie hierover, zie Holmstrom en Tirole (1989) en Hart en Zingales (2017).

Het mechanisme waarlangs informatieproblemen tot verstoringen leiden, is tweërlei. Enerzijds is het voor partijen buiten de onderneming moeilijker om ‘misdragingen’ af te straffen. Zo wordt de effectiviteit van regelgeving door informatieproblemen belemmerd. Anderzijds hebben informatieproblemen directe invloed op het gedrag van ondernemingen. Voor dat laatste is het belangrijk om te onderkennen dat ondernemingen, afhankelijk van de bedrijfstak en de eigen ‘levenscyclus’, in de loop der tijd verschillend gedrag vertonen. Bijvoorbeeld, Uber kunnen we als een kwaai pier zien die handelt in strijd met vele maatschappelijke belangen, maar als het zijn doel is om de status quo te doorbreken dan kan daarbij zeer agressief onwenselijk gedrag de kop opsteken, waar Uber al dan niet mee weggelaten. Bij dat laatste spelen informatieproblemen (en mogelijkheden om te lobbyen) een belangrijke rol. Een bestaande onderneming in een stabiele markt zal vaak geneigd zijn zich veel maatschappelijker te gedragen. Daar tegenover staan dan weer ‘fly-by-night operators’ die van een eenmalige business opportunity gebruikmaken en bereid zijn om bochten af te snijden als die daarmee weg kunnen komen. Daarnaast speelt bij informatieproblemen ook het eerder genoemde kortetermijngedrag. Dus het is een fundamenteel probleem.

AANDEELHOUDER VAAK ONZICHTBAAR, MAAR WEL IS ER DRUK VAN FINANCIËLE MARKTEN

De praktijk is niet dat de aandeelhouder aan het roer zit. Deze is zelden in beeld. In bijna alle gevallen is er een langdurig ondermaats presteren nodig om aandeelhouders te activeren. Voor het management kan dat anders liggen, want dat voelt zich vaak opgejaagd door het circus rond de financiële markten. Consultants, investment bankers, analisten en media bestoken de onderneming met vragen over waarom de aandelenkoers achterblijft, of juist over hoe de hoge aandelenkoers te rechtvaardigen is (en daarmee impliciet welke acties men van plan is te ondernemen). Bovendien kan de beloning van het management afhangen van de aandelenkoers. Gegeven de informatieproblemen bestaat er mogelijk de neiging dat men signalen gaat afgeven om het beeld van de onderneming naar buiten (en de perceptie die het manage-

ment heeft van de eigen kwaliteiten) te beïnvloeden. De proliferatie van financiële markten, met de permanente beschikbaarheid en zichtbaarheid van aandelenkoersen, hebben dit nog verder versterkt. Kortetermijnkeuzes worden in dat geval extra aangemoedigd (Kay, 2012; Boot, 2017).

Maar dat is fundamenteel anders dan dat de schuld bij de aandeelhouders ligt. Hadden de aandeelhouders van PostNL bestuurder Herna Verhagen werkelijk weg willen hebben als zij bij haar aantreden had gezegd dat ze in haar werknemers zou gaan investeren in plaats van dat ze hen anoniem ging 'inhuren'? Of als Shell sterker zou gaan inzetten op duurzame energie omdat dit belangrijk was voor de eigen toekomst? Ik waag het te betwijfelen. Sterk bestuur (dat wel degelijk moet leveren; zie Polman) is wat de aandeelhouders willen, en daar past een oriëntatie op langere termijn bij.

GEEN BEURSNOTERING BETER?

Het is wel zo dat dit spel van financiële markten veel minder speelt als er geen beursnotering is. Niet alleen ontbreekt dan de zichtbare aandelenkoers, maar belangrijker is dat het aandelenbezit dan veelal meer geconcentreerd is en dat de aandeelhouder dichter bij de onderneming staat. Het informatieprobleem tussen onderneming en aandeelhouder is daardoor klein. Ook is er niet de druk vanuit de financiële markten, waardoor het beleid potentieel minder gericht is op de korte termijn. Een familiebedrijf zonder de hectiek van financiële markten stuurt mogelijk juist op de echte lange termijn, waardoor het toekomstige gevolgen van schadelijk gedrag vandaag internaliseert en daardoor tot betere maatschappelijke afwegingen komt. Maar voordat we hier te enthousiast over worden, het feit dat de onderneming minder zichtbaar is kan evenzeer leiden tot maatschappelijk schadelijker gedrag. Een beursnotering brengt immers transparantie en een grotere verantwoordingsplicht met zich mee. Het is dus niet evident wat dit in totaliteit betekent voor het gedrag van de onderneming richting stakeholders en maatschappij.

Wederom geldt hier dat er geen eenduidige conclusies kunnen worden getrokken. Dat is eveneens zo voor de casus van de private equity. Deze investeerders slagen erin om grote

ondernemingen van de beurs te halen, en vervolgens vaak te herstructureren en uiteindelijk weer door te verkopen. Ook hier heeft dat gevolgen voor stakeholders en maatschappij die niet eenduidig zijn (Boot et al., 2020; Morris en Phalippou, 2020).

GROEIENDE CONCENTRATIE EN INDEXBELEGGEN MAKEN DE ZAKEN ERGER

De problematiek van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen wordt verder gecompliceerd door de concentratie van het vermogensbeheer en het toenemend belang van het indexbeleggen (Dasgupta et al., 2021). In de Amerikaanse markt zijn Blackrock, Vanguard en State Street inmiddels veruit de grootste beleggers. In theorie verschaft dit ze grote macht, maar durven die grote beheerders zich wel te laten horen, gegeven de politieke druk die ze ervaren? Politisering van hun rol maakt ze huiverig. Dit is de paradox van de (afwezigheid) van macht bij de grote beheerders.

Voor met name Nederland lijkt de praktijk anders. Pensioenfondsen spelen hier een belangrijke rol, en laten (nog steeds) van zich horen. Ik verwacht echter dat er zich op weg naar de toekomst in dit opzicht nog identieke ontwikkelingen gaan afspeelen.

Als illustratie kan men de toenemende druk bezien op ondernemingen om een grotere maatschappelijke impact te hebben. Hoe moeten de grote beheerders hierop sturen? Ze zijn aarzelend omdat er polarisatie dreigt. En hun omvangrijkheid plaatst ze in de schijnwerpers. Zo lijkt de staat Californië de beheerders te dwingen tot sturing op maatschappelijke impact, op duurzaamheid met name, terwijl de staat Texas juist het tegenovergestelde doet. BlackRock staat in Texas onder druk om te blijven beleggen in fossiele energie en om niet het *'woke capitalism'* uit te dragen. Zullen de beheerders nog enig animo hebben om leidend te zijn? Dus de paradox is dat de grote beheerders supermachtig lijken, maar dat wellicht helemaal niet zijn. Op zijn minst lijkt er sprake van een politisering van hun rol.

En als er al actie is bij aandeelhouders, is dat dan op basis van eigen analyses of worden stilzwijgend de stemadviezen van de *proxy advisory firms* ISS en Glass Lewis overgenomen?

Ook die stemadviesmarkt is overigens sterk geconcentreerd, en daar dreigt eveneens de politisering.

En wat betekent het überhaupt dat een grote beheerder een aanzienlijk belang heeft in werkelijk elke onderneming? Onder de term ‘common ownership’ wordt er benadrukt dat dit aanmoedigt tot een softe concurrentie tussen bedrijven (goed voor de aandeelhouder die overal in zit), maar er is ook de suggestie dat dergelijke *universal* aandeelhouders voor het hogere doel van *shareholder welfare* zouden kunnen gaan (Hart en Zingales, 2017). Doordat de grote beheerders namelijk overal in zitten, worden er vele externe effecten geïnternaliseerd waardoor men eerder geneigd is om deze in de besluitvorming mee te nemen.

Aan dit laatste komt men echter niet toe. De genoemde politisering maakt de grote beheerders bang om hun nek uit te steken. Larry Fink van BlackRock met zijn jaarlijkse brief aan CEO's, pleitend voor een beter kapitalisme, lijkt hierbij een uitzondering. Maar willen we afhankelijk zijn van de juistheid van denken van een enkeling? Ik verwacht overigens dat BlackRock zich passiever zal gaan opstellen, gezien de ingewikkelde politieke discussies rond milieu, maatschappij en governance (*environmental, social en governance*; ESG) en de polarisatie in de maatschappij. Het terugvallen op engere financiële maatstaven is dan waarschijnlijk.

DIVERSITEIT NODIG

Voor het grotere shareholder-welfare-denken en ESG-impulsen zullen er nieuwe, en meer gespecialiseerde partijen onontbeerlijk zijn. Zij kunnen zonder angst om bestaande klanten te verliezen een clientèle opbouwen op basis van een onderscheidend eigen profiel. En als kleinere spelers zijn ze voor politisering minder gevoelig. Qua aanbeveling betekent dit dat de diversiteit in de markt voor vermogensbeheer zou moeten worden bevorderd.

Hetzelfde speelt aan de kant van de stemadviesbedrijven, de *proxy advisors*. Deze markt is eveneens geconcentreerd. Een tweetal bedrijven hebben de markt grotendeels in handen: ISS en Glass Lewis. De grote beheerders hebben in principe de stemadviseurs niet nodig. Zij kunnen zichzelf informeren en op aandeelhoudersvergaderingen actief zijn.

Overigens doen ze dit slechts in beperkte mate om de eerder genoemde redenen. Men is dan ook geneigd om zich achter de stemadviseurs te verschuilen. Voor kleinere partijen geldt dat het bijna onmogelijk is om actief te zijn over het brede scala aan bedrijven die in de index zitten. Zij zien stemadviseurs als een kosten-efficiënte manier om invulling te geven aan hun *fiduciary duty* om waar nodig te stemmen.

De concentratie op deze markt zorgt ook hier voor een dreiging van politieke (en activistische) beïnvloeding. Het is dan ook wenselijk dat hierbij toetreding mogelijk is, bijvoorbeeld door stemadviesbureaus die zich op niche-onderwerpen concentreren. De tendens in het beleid is echter om scherpere regels te formuleren waaraan de stemadviesbureaus moeten voldoen (Rose, 2021; Spatt, 2021). Dit zal de toetreding bemoeilijken en de concentratie bestendigen.

SLOTOPMERKINGEN

Aandeelhouders worden soms gezien als oplossing, en soms als probleem. Ik heb er nog een dimensie aan toegevoegd. De sterke groei van de grote beheerders van indexfondsen heeft in potentie deze beheerders grote macht gegeven. Ze hebben aanzienlijke belangen in elke beursgenoteerde onderneming. Maar door hun omvang staan zulke ondernemingen onder enorme politieke druk, en zijn ze terughoudend in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten. Een soort paradox – potentieel zeer machtig, maar in werkelijkheid durven ze zich amper te laten horen; de moedige jaarlijkse brieven van Larry Fink van BlackRock daargelaten. De concentratie in de markt is zorgelijk, en hetzelfde geldt voor de geconcentreerde markt van proxy advisors (ISS en Glass Lewis). De Nederlandse (en deels Europese) praktijk lijkt nog afwijkend, maar ik verwacht hier vergelijkbare ontwikkelingen.

Hierbij is de grote concentratie van aandelenbezit het probleem. Ik concludeer dat maatregelen gericht moeten zijn op het verkrijgen van een grotere diversiteit, en op het beperken van concentratie. Dit is ook cruciaal om de onderliggende verschillen in preferenties bij beleggers bij de prijsvorming en het stemgedrag tot uitdrukking te laten komen. Het is de extreme en groeiende concentratie van aandelenbezit – en dit nota bene bij beheerders die in alle beursgeno-

teerde ondernemingen tegelijkertijd zitten – dat problemen geeft. Dit klinkt mogelijk verrassend, gegeven het traditionele inzicht dat de grote spreiding van aandelen bij beursgenoteerde ondernemingen de aandeelhouders onmachtig maakt (freeriderproblemen). Inmiddels is het probleem omgeslagen in ‘te veel concentratie’.

Toezichthouders en beleidsmakers past bescheidenheid. Corporate governance is een buitengewoon ingewikkeld vraagstuk – ik heb het ‘veelkoppig’ genoemd. De praktijk neigt naar het dichtreguleren van corporate governance, maar er is de noodzaak van diversiteit op (bijna) alle fronten. Dichtreguleren bestendigt de concentratie en is dus onwenselijk. Ook is *one-size-fits-all* zelden wenselijk. In het geval van corporate-governanceregeltjes leidt dit tot *box ticking*, kuddegedrag, et cetera – en vooral niet tot het zelf nadenken en invulling geven aan de eigen verantwoordelijkheid.

Ten slotte, het zou ook passen om aandeelhouders uit het verdomhoekje te halen, want aandeelhouders zijn veel minder het probleem dan vaak wordt gesuggereerd. Tegelijkertijd zal ik de laatste zijn die van beursgenoteerde

ondernemingen ‘broodjes’ wil maken die zo maar over de toonbank kunnen worden verkocht. Het opportunisme bij partijen in de financiële markt kent geen grenzen. We willen niet dat Elon Musk in een waan zomaar het bestaansrecht van andere ondernemingen kan ondermijnen. Niemand heeft de waarheid in pacht, en de vermogensconcentratie in de wereld maakt het mogelijk voor individuen om, op basis van eigen (waan)beelden en middelen, de werkelijkheid naar hun hand te zetten. Vergelijkbaar is het door de sociale media gedreven handelsgedrag – extreem kuddegedrag kan daarbij zo maar leidend zijn. Ook agressieve beleggers, zoals hedgefondsen, hebben hun rol, maar ze zijn niet zaligmakend. Dit zijn allemaal voorbeelden van concentratie in de markt, die de informatie-aggregatie en het afgewogen handelen in de weg kunnen zitten. Checks & balances, ook voor aandeelhouders, zijn dus nodig. Enige beschermingsconstructies zijn dan ook op hun plaats. Dus ook hier speelt het vinden van de juiste balans. Simpele ‘oplossingen’ of ‘waarheden’ zijn er niet.

LITERATUUR

- Boot, A.W.A. (2017) Geen haast maar herbezinning in het corporategovernance-debat. *ESB*, 102(4751), 316–319.
- Boot, A.W.A., J.E. Ligterink en J.K. Martin (2020) Private equity en waardecreatie. *Ondernemingsrecht*, 2020(146), 813–820.
- Dasgupta, A., V. Fos en Z. Sautner (2021) *Institutional investors and corporate governance*. ECGI Finance Working Paper, 700/2020.
- Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–274.
- Holmstrom, B.R. en J. Tirole (1989) The theory of the firm. In: R. Schmalensee en R. Willig (red.), *Handbook of Industrial Organization*, deel 1. Amsterdam: Elsevier, p. 61–133.
- Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jong, A. de, A. Röell en G. Westerhuis (2017) De rol van de aandeelhouders in historisch perspectief. *ESB*, 102(4751), 312–315.
- Kay, J. (2012) *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*. Final Report, 12/917. Te vinden op www.gov.uk.
- Morris, P. en L. Phalippou (2020) Thirty years after Jensen’s prediction: Is private equity a superior form of ownership? *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 291–313.
- Partnoy, F. (2017) Are index funds evil. *The Atlantic*, september.
- Rose, P. (2021) *Proxy advisors and market power: A review of institutional investor robovoting*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 mei. Te vinden op corpgov.law.harvard.edu.
- Spatt, C.S. (2021) Proxy advisory firms, governance, market failure, and regulation. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(1), 136–157.

Maatschappelijke oriëntatie: empirische inzichten



Actief aandeelhouderschap, engagement en ESG: rendement en impact?

De financiële sector moet een sterkere rol aanvaarden bij de verduurzaming van ondernemingen. Is actief aandeelhouderschap dus een route naar meer impact en een beter rendement?

IN HET KORT

- ▶ Het rendement en de ESG-score van een onderneming verbeteren na aandeelhouders-engagement.
- ▶ Er is beperkt bewijs dat het ESG-engagement de reële sociale en ecologische impact van ondernemingen verbetert.
- ▶ Institutionele beleggers kunnen het ESG-engagement effectiever maken via een gecoördineerde samenwerking. Nieuwe sector-specifieke initiatieven winnen snel aan kracht.

Van institutionele beleggers wordt er meer dan ooit verwacht dat ze in bredere zin een rol spelen bij het verduurzamen van ondernemingen en de financiële markt. Inmiddels implementeren institutionele beleggers het ‘duurzaam’ of ‘verantwoord’ beleggen op verschillende manieren. Zo hanteren velen een

uitsluitingsbeleid jegens controversiële sectoren (zoals tabak, wapens, en sectoren met een hoge CO₂-uitstoot), of de aandelenselectie van ondernemingen met hoge ESG-prestaties (*Environmental, Social and Governance*) (Global Sustainable Investment Alliance, 2020).

Deze bijdrage belicht een derde aanpak, die sterk is toegenomen onder institutionele beleggers, namelijk actief eigenaarschap en aandeelhouders-engagement (*shareholder engagement*). Dit betekent dat (institutionele) beleggers ondernemingen in de aandelenportefeuille aanmoedigen om de bedrijfsvoering te verbeteren via dialoog en de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Waar traditioneel aandeelhoudersactivisme zich richt op verbetering van strategie en governance in het belang van de aandeelhouders, streeft ESG-engagement naar verbeterde ESG-prestaties bij ondernemingen.

Van institutionele beleggers met wordt er verwacht dat ze het financieel belang van hun achterban en klanten behartigen. In zowel wetenschap als praktijk heerst er al jarenlang discussie over een mogelijk spanningsveld tussen het nastreven van duurzaamheidsdoelen en financieel rendement. Bij ESG-engagement komt daarnaast de vraag naar voren of

JEROEN DERWALL

Universitair
hoofddocent aan de
Universiteit Utrecht
(UU) en universitair
docent aan de Uni-
versiteit Maastricht

KEES KOEDIJK

Hoogleraar aan de
UU en de Vrije Uni-
versiteit Amsterdam

beursgenoteerde ondernemingen daadwerkelijk worden aanzet tot verduurzamen. Kortom, wat is de impact van de ESG-engagement?

Deze bijdrage levert een samenvatting van recent onderzoek naar de aandelenrendementen en ook de ESG-prestaties van ondernemingen na ESG-engagement. Hierbij wordt er onderscheid gemaakt tussen de aandeelhoudersresoluties en een direct engagement met een minder openbaar karakter (dialogo, e-mails, conference calls, en dergelijke). We belichten onderzoek naar de vormen van ESG-engagements die relevant zijn voor institutionele beleggers met brede aandelenportefeuilles. Becht et al. (2017) en Denis et al. (2017) beschrijven effecten van traditionelere governance- en hedgefonds-engagement.

Uit onze samenvatting blijkt dat zowel rendementen als ESG-prestaties van ondernemingen kunnen verbeteren nadat ESG-engagement heeft plaatsgevonden, maar het bewijs aangaande de wezenlijke impactverbetering bij bedrijven schiet nog tekort. Om de impact met engagements te kunnen vergroten, zijn institutionele beleggers gebaat bij een meer gecoördineerde samenwerking.

ACTIEF AANDEELHOUDERSCHAP: HOE EN WAAROM?

Institutionele beleggers hanteren bij het ESG-engagement verschillende instrumenten. Regelmatig is er een directe communicatie met managers, maar ook met bestuurders van ondernemingen. Tevens stellen zij vragen tijdens aandeelhoudersvergaderingen, en stemmen ze op voorstellen van zowel het management als de aandeelhouders. Minder frequent dienen ze aandeelhoudersresoluties in (McCahery et al., 2016). Met engagements uiten aandeelhouders al jarenlang hun zorgen over de strategie en corporate governance ('G') van de onderneming, maar recentelijk hebben institutionele beleggers het E-engagement (*environmental*) en S-engagement (*social*) opgeschaald. Zo ging APG in 2021 wereldwijd met bedrijven in gesprek over kwesties zoals werknemersveiligheid, mensenrechten en milieu (APG, 2022), en stemden de diverse vermogensbeheerders tijdens

de algemene vergaderingen van aandeelhouders (AVA's) van olie- en gasbedrijven vóór voorstellen om de uitstootverminderingdoelstellingen te verbeteren (Follow This, 2022). De dreiging van een aandelenverkoop (*exit*) vormt mogelijk een extra drukmiddel voor ondernemingen om gehoor te geven aan aandeelhouders, hoewel de effectiviteit hiervan in de literatuur wordt betwijfeld (Kölbel et al., 2020; Berk en Van Binsbergen, 2021).

Er zijn financiële en niet-financiële redenen om duurzaamheidsdoelstellingen op te nemen in het engagementsbeleid. Een van de financiële argumenten is dat de internationaal gediversifieerde beleggingen van institutionele beleggers gevoelig zijn voor de ecologische en sociale problemen die op termijn de economische groei kunnen afremmen of destabiliseren (Hawley en Williams, 2007). Een voorbeeld is de klimaatverandering, die volgens de Financial Stability Board een potentieel systeemrisico vormt. Ook zijn ondernemingen met een zware klimaatimpact gevoelig voor een veranderende regelgeving en voor technologische innovaties die klimaatverandering moeten tegengaan. Door bedrijven te wijzen op deze impact stimuleren aandeelhouders de verduurzaming en beperken ze deze risico's. Op sociaal vlak is er bewijs dat verbeterd werknemersbeleid leidt tot een hoger aandelenrendement (Boustanifar en Kang, 2022). Daarnaast is een klassiek tegenargument dat ondernemingen de aandeelhouderswaarde verspillen aan stakeholders (Cheng et al., 2011). Recentere literatuur oppert dat ondernemingen aandeelhouderswaarde creëren zolang zij focussen op de duurzaamheidsthema's die financieel relevant zijn voor hun sector (Khan et al., 2016).

Deze argumenten zijn relevant voor de institutionele beleggers die de financiële belangen van achterban en klanten behartigen. Anderzijds blijkt dat deze achterban niet louter via een financiële bril een voorkeur heeft voor duurzame beleggingen (Hartzmark en Sussman, 2019; Bauer et al., 2022b). Volgens Hart en Zingales (2017) moeten ondernemingen en vermogensbeheerders niet per definitie marktwaarde maximaliseren wanneer de achterban een bredere welvaart preferereert.

Er zijn ook problemen die effectief engagement kunnen belemmeren. Ten eerste is er een freeriderprobleem (McCah-

hery et al., 2016) – niet iedere aandeelhouder wil de kosten van engagement dragen, maar ontvangt wel de eventuele baten, en niet iedereen prefereert meer duurzaamheid (Dyck et al., 2019; Bolton et al., 2020). Door samenwerking pakken aandeelhouders in theorie dit probleem deels aan.

Hoewel er valide argumenten voor engagement bestaan, is het een onderliggende aanname dat het werkt. Maar is dat ook zo? Om deze vraag te beantwoorden bespreken we de kernbevindingen uit het wetenschappelijk onderzoek.

RENDEMENT EN IMPACT NA AANDEELHOUDERSRESOLUTIES

Het onderzoek naar het effect van ESG-engagement kent verschillende stromingen. De eerste stroming onderzoekt de uitkomsten van resoluties (*shareholder proposals*) over de ESG-thema's die er zijn ingediend bij de in de Verenigde Staten op aandelenbeurzen genoteerd staande ondernemingen.

Met de indiening van een resolutie leidt de aandeelhouder een dialoog in met de onderneming. Wanneer de onderneming voldoende instemt met het aandeelhoudersverzoek wordt er besloten tot intrekking (*withdrawal*) van de resolutie. Anders zal de onderneming het voorstel indienen bij de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC). Tenzij het voorstel inhoudelijk niet aan de SEC-regels voldoet, kunnen de medeaandeelhouders tijdens de aandeelhoudersvergadering stemmen op het duurzaamheidsvoorstel. Hoewel de uitkomst hiervan in de VS niet bindend is, kan de indiener van een resolutie dus mede-eigenaren mobiliseren om gezamenlijk en publiekelijk middels stemgedrag een mening over het voorstel te geven.

Hoe succesvol zijn de aandeelhoudersvoorstellen? Het stemgedrag tijdens de aandeelhoudersvergadering levert een eerste indruk op. Uit de literatuur blijkt dat de aandeelhouders in het verleden beperkt hebben gestemd voor ES-resoluties, vergeleken met traditionele governance-resoluties (Tkac, 2006). Bauer et al. (2022a) laten echter zien dat het percentage stemmen voor ES-resoluties sterk is toegenomen. Daarnaast is de intrekking van resoluties interessant omdat dit vaak volgt op toezeggingen van de betreffende ondernemingen jens de indienende aandeelhouder(s). Bekend

is dat ES-resoluties frequenter worden ingetrokken dan governance-resoluties (Tkac, 2006; Bauer et al., 2015). Dit kan betekenen dat ondernemingen regelmatig in beweging gebracht kunnen worden door aandelenresoluties over sociale en milieufactoren. Ook blijkt dat juist de ESG-resoluties van de institutionele beleggers relatief meer stemmen genieten en vaker worden ingetrokken (Bauer et al., 2015).

Deze bevindingen vertellen niet of ondernemingen hun duurzaamheidsprestaties daadwerkelijk verbeteren. Tabel 1 toont een samenvatting van empirisch onderzoek naar ESG-prestatiemaatstaven en de financiële prestaties van ondernemingen die resoluties ontvingen. Hierbij merken we op dat het *causale* effect van de resoluties dan wel van de andere engagementsvormen moeilijk te bewijzen is, omdat die niet willekeurig plaatsvinden binnen een gecontroleerde experimentele omgeving. Zo is het bijvoorbeeld mogelijk dat de onderneming verduurzaamt vanwege factoren die van het engagement losstaan. Hoewel menig onderzoek de methoden op nevenfactoren controleert, is geen enkele methode perfect.

Ten eerste rapporteren diverse onderzoeken verbeterde ESG-ratings en duurzaamheidsverslaglegging nadat de resoluties zijn ingediend. Zo vinden Flammer et al. (2021) een positief verband tussen het jaarlijkse aantal resoluties dat een onderneming ontvangt en de verslaglegging over klimaatrisico's. Daarnaast onderzocht Wei (2020) het verband tussen ESG-resoluties die zijn ingediend door maatschappelijk verantwoorde beleggingsfondsen en de ESG-prestatiemaatstaven. Bij 11 procent van alle resoluties verbeterde de ESG-score van de onderneming één jaar na het engagement, en bij 23 procent na twee jaar. Ook blijkt dat deze percentages bij ingetrokken resoluties hoger liggen.

Tot dusver de mogelijke effecten van de resoluties op de doelonderneming. Tevens blijkt dat resoluties spillover-effecten kunnen hebben op andere ondernemingen die zelf geen resolutie ontvingen. Volgens Bauer et al. (2022b) vormen de bestuurders van de doelonderneming een spilloverkanaal, omdat zij tevens functies elders bekleden. Bestuurders van ondernemingen die instemmen met resoluties zijn zich mogelijk meer bewust geworden van de relevante ESG-

Onderzoek naar ESG engagement via aandeelhoudersresoluties

TABEL 1

Auteur(s)	Engagement-event	Steekproef	Aandelenrendement na risicocorrectie	Marktwaarde	ESG-score	CO ₂ -uitstoot
Wei (2020)	Door SRI-fondsen ingediende resolutie	VS; 1996–2015; 744 resoluties	+/+		+/+	
Schopohl (2017)	Ingediende ES-resolutie	VS; 1997–2013; 3.360 resoluties				
		Materiële resoluties	+/+			
		Immateriële resolutie	+/+			
		Materieel –/– Immaterieel	o			
Grewal et al. (2016)	Ingediende ES-resolutie	VS; 1999–2013; 2.665 resoluties				
		Materiële resoluties		+/+	+/+	
		Immateriële resolutie		–/–	+/+	
Flammer et al. (2021)	Ingediende E-resolutie	VS; 2010–2016			+/+ ¹	
Bauer et al. (2021)	Ingetrokken E-resolutie	VS; 2007–2018; 432 resoluties			+/+	o

Noot: +/+ (–/–) duidt op statistisch significant positief (negatief) verband, o duidt op geen significant verband

¹Score betreft verslaglegging van klimaatrisico's

kwesties, en kunnen dit bij andere bestuursfuncties propageren. Bauer et al. (2022a) constateren dat niet alleen de doelonderneming een hogere E-rating geniet na een ingetrokken E-resolutie, maar ook de niet-doelondernemingen met een overeenkomstig bestuurslid.

Voor institutionele beleggers is het aandelenrendement belangrijk. Hoe renderen ondernemingen na aandeelhoudersresoluties? Een literatuurstudie naar de Noord-Amerikaanse governance-resoluties concludeerde in 2007 dat de aandelenkoersen niet significant reageren op dagen dat de kapitaalmarkt kennis neemt van resoluties of stemgedrag (Gillan en Starks, 2007). Recenter onderzoek naar ESG-resoluties rapporteert licht positieve kortetermijneffecten bij aandelenrendementen (Schopohl, 2017; Wei, 2020), maar mogelijk zijn langetermijneffecten positiever. Volgens Wei zijn de aandelenrendementen van ondernemingen, waarbij de resoluties van maatschappelijk verantwoorde beleggers succesvol waren, gemiddeld circa 0,4 procent per maand

bovenop het rendement dat op basis van hun risico kan worden verwacht.

Tot slot is er geopperd dat aandeelhoudersresoluties niet altijd duurzaamheidskwesties aan de orde stellen die financieel 'materieel' zijn voor de sectoren waarin de onderneming actief is. Grewal et al. (2016) vinden dat slechts 42 procent van de ES-resoluties over thema's gaan die overeenkomen met de sector-specifieke *Materiality Map* van de Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Volgens schattingen van Schopohl (2017) is de kans groter dat een resolutie een materieel thema aankaart wanneer deze van institutionele beleggers komt. Wat betreft ondernemingswaarde suggereren analyses van Grewal et al. (2016) dat materiële resoluties een positief effect hebben op de marktwaarde van de betreffende onderneming. Maar volgens Schopohl (2017) reageren aandelenkoersen niet anders op materiële resoluties dan op immateriële, noch direct nadat deze worden ingediend bij de SEC, noch direct na de aandeelhoudersvergadering.

Onderzoek naar ESG-engagementen van specifieke institutionele beleggers

TABEL 2

Auteur(s)	Engagementen	Steekproef	Aandelenrendement na risicocorrectie	Aandelenrisico	Opbrengst (groei)	ROA (ROE) ¹	Opbrengst per werknemer	ESG-score	Co ₂ -uitstoot (intensiteit)
Dimson et al. (2015)	(Succesvolle) ESG-engagementen, Britse vermogensbeheerder	VS, 613 ondernemingen; 1999–2009	+/+			+/+	+/+		
Barko et al. (2021)	(Succesvolle) ESG-engagementen, Europese vermogensbeheerder	847 engagementen, 660 ondernemingen wereldwijd, 2005–2014	o/+		+/+	o		o	
Hoepner et al. (2021)	ESG-engagementen van Britse vermogensbeheerder	1.712 engagementen, wereldwijd; 2005–2018		-/-					
Dimson et al. (2021)	Door PRI gecoördineerde ESG-engagementen	1.654 engagementen, wereldwijd, 2007–2019	+/+	-/-	+/+	+/+			
Bauer et al. (2022b)	ESG-engagementen, Columbia Threadneedle UK/BMO-AM	7.415 engagementen; wereldwijd, 2009–2020	+/+			+/+		+/+	+/(o)

Noot: +/+ (-/-) duidt op statistisch significant positief (negatief) verband, o duidt op geen significant verband

¹Rendement op activa/eigen vermogen

ENGAGEMENTEN VAN VERMOGENSBEHEERDERS

De tweede lijn van onderzoek analyseert engagementen van specifieke vermogensbeheerders. Het voordeel hiervan is dat meer directe engagementen die achter de schermen plaatsvinden, kunnen worden onderzocht. Hoewel aandeelhouders-resoluties nu vaker worden ingediend, kiezen veel institutionele beleggers voor engagementen die minder confronterend en regelgebonden zijn. Directe engagementen omvatten een maandenlange reeks van interacties, waarmee de aandeelhouder op een constructieve manier ondernemingen bewust maakt van duurzaamheidskwesities. Contact wordt gelegd via e-mail, brieven, *calls* of persoonlijke gesprekken met managers en in toenemende mate met bestuurders (McCahery et al., 2016; Barko et al., 2022). De betrokken aandeelhouder stelt regelmatig vast of de onderneming vooruitgang boekt. Tabel 2 vat enkele kernbevindingen samen.

Het eerste bewijs omtrent rendement komt van Dimson et al. (2015). Aan de hand van 2.152 ESG-engagementen die een Britse vermogensbeheerder voltooide bij beursgenoteer-

de ondernemingen in de VS tussen 1999 en 2009, rapporteren zij dat het aandelenrendement van succesvol benaderde ondernemingen gemiddeld 4,9 procent is in het jaar na het initiële engagement, en na correctie voor markrendement. Dit rendement is zes tot zeven procent hoger dan dat van ondernemingen waarbij het engagement niet succesvol was. Specifieker blijkt dat governance- en klimaat-engagementen positief correleren met rendement.

Er is ook onderzoek naar internationale engagementen. Barko et al. (2022) onderzochten 847 engagementen van een Europese vermogensbeheerder in de periode 2005–2014. Zij vinden dat bedrijven zes tot twaalf maanden na het engagement hoger renderen dan soortgelijke bedrijven die geen engagement van de vermogensbeheerder hadden meege maakt, hoewel dit verschil met circa zeven procent op jaarbasis vooral geldt voor ondernemingen met een ondermaatse ESG-score. Zij vinden weinig bewijs dat rendementen na een succesvol engagement verschillen van rendementen na een niet-succesvol engagement. Bauer et al. (2022c) onderzoeken

daarnaast of rendementen afhangen van de materialiteit van engagementsthema's. Dit doen zij door engagementen van een assetmanager over de periode 2007–2020 inhoudelijk te vergelijken met ESG-thema's die per sector financieel materieel zijn volgens de SASB en de Amerikaanse financieringsmaatschappij MSCI. Een kernresultaat is dat bedrijven die worden benaderd omtrent materiële ESG-thema's gemiddeld 2,5 procent beter renderen dan een controlegroep gedurende veertien maanden ná de activering van het engagement.

Directe engagementen vinden regelmatig plaats in samenwerkingsverband. Dit kan de kans op bereikte mijlpalen vergroten (Dimson et al., 2015). De meerwaarde van *gecoördineerde* engagementen is wat Dimson et al. (2021) diepgaander bestuderen. Zij onderzoeken engagementen die via het platform van de *Principles for Responsible Investing* (PRI) worden gecoördineerd. Zij vinden dat rendementen van ondernemingen bij wie gecoördineerde engagementen succesvol zijn afgerond ca. drie (respectievelijk vijf) procentpunt hoger waren in de twee (respectievelijk drie) jaar na het initiële engagement dan voorheen, terwijl een dergelijke rendementsverandering niet wordt waargenomen bij ondernemingen die niet succesvol zijn benaderd. De samenstelling van de coalitie speelt hierbij een rol. Wanneer er bijvoorbeeld een *lead*-vermogensbeheerder betrokken was bij een succesvol engagement, dan lag het voor risico gecorrigeerde rendement na een initieel engagement beduidend hoger.

Alles bij elkaar genomen blijkt dat rendementen van bedrijven die centraal staan, bij een engagement hoger uitvallen na een risico-correctie. Maar veranderen ook de onderliggende *fundamentals* zoals opbrengst en winstgevendheid na een engagement? Uit de samenvatting in tabel 2 blijkt dat mogelijke groei in opbrengsten (Barko et al., 2022), winstmarges (Dimson et al., 2015) en rendement op activa (Dimson et al., 2015; Bauer et al., 2022c) verbeteren nadat het engagement en de aandelenvolatiliteit daalt. Ook kan de aanwezigheid van een *lead* in een engagementsconsortium hierbij een toegevoegde waarde hebben (Dimson et al., 2021). Concluderend: er kunnen dus verschillende mechanismen aan de basis liggen van de aandelenrendementseffecten. Daarnaast is voor institutionele beleggers met langeter-

mijnverplichtingen ook het risico op waardeverlies relevant. Hoepner et al. (2022) vinden op basis van hun dataset dat ondernemingen een minder neerwaarts aandelenrisico hebben na succesvolle engagementen.

Verduurzamen bedrijven zich na engagementen? Opvallend is dat de vermogensbeheerders in bovengenoemde studies zelf zeer uiteenlopende succesratio's rapporteren op basis van eigen mijlpalen. Het gebruik van externe ESG-prestatie-maatstaven kan engagementssuccessen daarom extra valideren.

Volgens Dimson et al. (2015) tonen ondernemingen na een engagement verbeterde governance-scores. Barko et al. (2022) concluderen dat ESG- en milieu-scores van ondernemingen na een initieel engagement verbeteren wanneer deze vóór het engagement relatief laag scoorden, maar dalen wanneer de ratings initieel hoog waren. ESG-scores zijn echter niet vrij van kritiek, en schieten te kort bij reële impactmeting (Bams en Van der Kroft, 2022). Volgens Bauer et al. (2022c) vertonen bedrijven in hun onderzoek verbeterde ESG-ratings en minder CO₂-emissie, maar neemt het absolute emissieniveau niet significant af. Dit kan betekenen dat ondernemingen vooral beleids- en transparantieverbeteringen vertonen die door ESG-ratings worden opgemerkt, maar dat de feitelijke impactverbetering beperkt is.

CONCLUSIE

De afgelopen jaren heeft interesse in de effecten en impact van ESG-engagement een impuls gekregen. In toenemende mate kijken grote institutionele beleggers naar de effecten van het ondernemingsbeleid op ESG-gebied. Academische literatuur omtrent ESG-engagement groeit snel, maar is nog van beperkte omvang. Op basis van de huidige literatuur kunnen we desondanks voorzichtige conclusies trekken. Daarbij maken we onderscheid naar de financiële effecten van het engagement en de impact ervan.

Op basis van het beschikbare bewijsmateriaal concluderen we dat, na risico-correctie, diverse engagementsvormen worden opgevolgd door een positief rendementseffect. Uit Amerikaanse aandeelhoudersresoluties blijkt dat, gemiddeld bekeken, resoluties leiden tot een lichte verandering in

aandelenrendement. Daarnaast blijkt uit engagementen van specifieke vermogensbeheerders dat ondernemingen betere financiële prestaties en een lager risicoprofiel vertonen na een (succesvol) engagement. Effecten kunnen zich enkele maanden na het engagement manifesteren. Vanuit financieel perspectief kan het zinvol zijn om engagementsthema's te screenen op materialiteit.

Over de sociale impact van engagementen is er minder bekend. Het bewijs tot dusver leunt grotendeels op ESG-scores die op een holistische manier het duurzaamheidsprofiel van ondernemingen evalueren. We concluderen dat ESG-ratings over het algemeen verbeteren na engagementen, en dat er mogelijk spillover-effecten ontstaan naar andere ondernemingen toe. Er is voornamelijk weinig bewijs dat ondernemingen ook daadwerkelijk hun ecologische en maatschappelijke voetafdruk verbeteren. Er is dus een *upside potential*, en meer bewijs van aanzienlijke reële impact laat op zich wachten.

Op basis van Dimson et al. (2021) en Wagemans et al. (2018) verwachten we dat engagement effectiever en impactvoller wordt bij een gecoördineerde samenwerking tussen betrokken aandeelhouders, eventueel samen met ngo's en beleidsmakers. Een goede samenstelling van coalitiepartners met een juiste verdeling van leiderschap, lokale kennis en inhoudelijke knowhow qua duurzaamheidsproblemen lijken essentieel om ondernemingen te sturen richting verduurzaming. Ook kan deze samenstelling freeriderproblemen en kosten mitigeren. Inmiddels krijgen thema- of sectorspecifieke samenwerkingsplatforms meer vorm, zoals Climate Action 100+ en GREEN. Vooruitkijkend verwachten we daarom dat het ESG-impact-potentieel van institutionele beleggers veel beter benut gaat worden. Beleidsmakers kunnen het potentieel van het ESG-engagement vergroten door de samenwerkingsverbanden onder de betrokken aandeelhouders en stakeholders verder te stimuleren.

LITERATUUR

APG (2022) *Verslag verantwoord beleggen 2021*. Verslag APG, juli. Te vinden op apg.nl.

Bams, D. en B. van der Kroft (2022) *Divestment, information asymmetries, and inflated ESG ratings*. SSRN Working Paper, 7 juni.

Barko, T., M. Cremers en L. Renneboog (2022) Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777–812.

Bauer, R., J. Derwall en C. Tissen (2022a) *Legal origins and institutional investors' support for corporate social responsibility*. SSRN Working Paper, maart.

Bauer, R., J. Derwall en C. Tissen (2022b) *Corporate directors learn from environmental shareholder engagements*. SSRN Working Paper, juli.

Bauer, R., J. Derwall en C. Tissen (2022c) *Private shareholder engagements on material ESG issues*. SSRN Working Paper, augustus.

Bauer, R., F. Moers en M. Viehs (2015) Who withdraws shareholder proposals and does it matter? An analysis of sponsor identity and pay practices. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 472–488.

Bauer, R., T. Ruof en P. Smeets (2021) Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.

Becht, M., J. Franks, J. Grant en H.F. Wagner (2017) Returns to hedge fund activism: An international study. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933–2971.

Berk, J.B. en J.H. van Binsbergen (2021) *The impact of impact investing*. Stanford Graduate School of Business Working Paper, 3981.

Bolton, P., T. Li, E. Ravina en H. Rosenthal (2020) Investor ideology. *Journal of Financial Economics*, 137(2), 320–352.

Boustanifar, H. en Y.D. Kang (2022) Employee satisfaction and long-run stock returns, 1984–2020. *Financial Analysts Journal*, 78(3), 129–151.

Cheng, I., H. Hong en K. Shue (2011) *Do managers do good with other people's money?* SSRN Working paper, november.

Denes, M.R., J.M. Karpoff en V.B. McWilliams (2017) Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research. *Journal of Corporate Finance*, 44, 405–424.

Dimson, E., O. Karakaş en X. Li (2015) Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268.

Dimson, E., O. Karakaş en X. Li (2021) *Coordinated engagements*. SSRN Working paper, januari.

Dyck, A., K.V. Lins, L. Roth en H.F. Wagner (2019) Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714.

Flammer, C., M.W. Toffel en K. Viswanathan (2021) Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks. *Strategic Management Journal*, 42(10), 1850–1879.

Follow This (2022) *2022 AGM Investor Briefing: Voting overviews and details Climate Targets Resolutions*. Te vinden op www.follow-this.org.

Gillan, S.L. en L.T. Starks (2007) The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55–73.

Global Sustainable Investment Alliance (2020) *Global Sustainable Investment Review 2020*. Te vinden op www.gsi-alliance.org.

Grewal, J., G. Serafeim en A. Yoon (2016) *Shareholder activism on sustainability issues*. Harvard Business School Working Paper, 17-003.

Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275.

Hartzmark, S.M. en A.B. Sussman (2019) Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74(6), 2789–2837.

Hawley, J. en A. Williams (2007) Universal owners: challenges and opportunities. *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), 415–420.

Hoepner, A.G.F., I. Oikonomou, Z. Sautner et al. (2022) *ESG shareholder engagement and downside risk*. SSRN Working Paper, 671/2020.

Khan, M., G. Serafeim en A. Yoon (2016) Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.

Kölbel, J.F., F. Heeb, F. Paetzold en T. Busch (2020) Can sustainable investing save the world? Reviewing mechanisms of investor impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574.

McCahery et al. (2016) ????

Schopohl, L. (2017) *The materiality of environmental and social shareholder activism: Who cares?!* SSRN Working Paper, 24 augustus.

Tkac, P. (2006) One proxy at a time: Pursuing social change through shareholder proposals. *Federal Reserve Bank of Atlanta – Economic Review*, 91(3), 1–20.

Wagemans, F.A.J., C.S.A. van Koppen en A.P.J. Mol (2018) Engagement on ESG issues by Dutch pension funds: Is it reaching its full potential? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(4), 301–323.

Wei, J. (2020) Environmental, social, and governance proposals and shareholder activism. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 49–64.

Generatie-diversiteit in de raad van commissarissen

Gebrek aan demografische diversiteit in de RvC betekent ook een gebrek aan diversiteit van standpunten. Er is tot op heden weinig onderzoek gedaan naar de aanwezigheid van verschillende generaties in de bestuurskamer. Het vergroten van deze vorm van diversiteit zal leiden tot uiteenlopende standpunten, tot andere prioriteiten en tot een andere vorm van besluitvorming.

**MIJNTJE
LÜCKERATH-
ROVERS**

Hoogleraar aan
Tilburg University

IN HET KORT

- ▶ De gemiddelde leeftijd van bestuurders en commissarissen is sinds 2011 niet gedaald.
- ▶ In de RvC neemt Generatie X (geboren 1956–1970) het over van de Babyboomers (1941–1955) en bezet nu 62 procent van de plekken in de RvC.
- ▶ Diversiteit in perspectieven, ook vanuit generaties, is essentieel voor besluitvorming. Alleen bij de *Porceleyne Fles* zijn er vier generaties aanwezig in de RvC.

Volgens de Europese Commissie leidt een gebrek aan diversiteit in de samenstelling van de raden van commissarissen (RvC's), zowel met betrekking tot leeftijd en geslacht als tot een culturele, educatieve, professionele en juridische achtergrond, ook tot een gebrek aan diversiteit van standpunten in diezelfde

RvC. Dit heeft er mede toe geleid dat commissarissen er niet altijd in slaagden om bestuursbesluiten effectief aan te vechten, waardoor de financiële instellingen in die periode in grote problemen kwamen (EC, 2010). Het vergroten van de diversiteit is dan ook een belangrijke speerpunt in corporate-governancebeleid, waarbij er met name veel aandacht was voor diversiteit in geslacht. Het percentage vrouwen in de RvC's van beursgenoteerde ondernemingen is dan ook gestegen van ongeveer 12 procent in 2011 tot ruim 37 procent in 2022 (Lückerath-Rovers, 2022).

De Nederlandse Corporate Governance Code 2016 (bepaling 2.1.5) noemt nationaliteit, leeftijd, geslacht, en achtergrond inzake opleiding en beroepservaring als relevante aspecten van diversiteit voor de RvB en RvC. In de conceptcode van 2022 (bepaling 2.1) gaat de commissie nog een stap verder. Ze stelt expliciet: “voor een waardevolle discussie zijn diversiteit van opvattingen, tegenspraak maar ook teamwork en cohesie essentiële voorwaarden” en: “diversiteit in deskundigheid, ervaring, competenties, persoonlijke kwaliteiten, leeftijd, genderidentiteit, nationaliteit en (culturele) achtergrond leidt tot [deze] verschillende perspectieven die op

hun beurt mogelijke groep think kunnen helpen voorkomen”.

In deze bijdrage wordt er onderzocht of, in de afgelopen tien jaar, ook de diversiteit in leeftijd is toegenomen. Hierbij gaan we verder dan de verandering in de gemiddelde leeftijd, maar kijken we vooral naar de verschuiving in generaties in de RvC. Op dit moment kunnen er vier verschillende generaties in de bestuurskamer zitten: de Babyboomers, Generatie X, de Pragmatisten en de Generatie Y. Sociologisch onderzoek laat zien dat deze generaties verschillende kenmerken, waarden, normen, overtuigingen en ervaringen hebben. Hierdoor zal ook deze vorm van diversiteit hoogstwaarschijnlijk leiden tot een diversiteit in standpunten, en zal de effectiviteit van besluitvorming daarmee verder verbeteren.

DE HUIDIGE GENERATIES IN DE BESTUURSKAMER

Generaties zijn “een clustering van cohorten die gekenmerkt worden door een specifieke historische ligging (geboortejaren) en door gemeenschappelijke kenmerken op individueel en gemeenschappelijk niveau” (Becker, 1992). Gezamenlijke ervaringen, zoals een economische depressie, oorlog of culturele revolutie, bepalen de gedeelde normen, waarden en overtuigingen van een generatie. Met name de ‘vormende jaren’, tussen 10 en 25 jaar, zijn hierbij bepalend, wanneer het socialisatieproces het sterkst is. Hoewel de indeling van Becker ook twee generaties van vóór 1940 bevat (te weten de vooroorlogse generatie (geboren 1911–1930) en de stille generatie (geboren 1931–1940)), beperken wij ons hier tot de generaties geboren na 1940 en voor 2000. De hiernavolgende beschrijving van deze generaties is ontleend aan Diepstraten et al. (1999) en Wiersma en Grondstra (2013).

DE PROTESTGENERATIE OFWEL DE BABYBOOMERS (GEBOREN TUSSEN 1941–1955)

De Babyboomers groeiden op in een periode van grote welvaart, waardoor ze over relatief gunstige levenskansen beschikten en zich konden richten op zelfontplooiing, vrije moraal, processen van ontzuiling en secularisering. Deze generatie was de eerste die massaal deelnam aan het hoger onderwijs, en aldus een veel langere periode op school doorbracht, waar-

door het nemen van volwassen verantwoordelijkheden werd uitgesteld. Zij gingen dan ook aan het experimenteren, en konden zich niet meer herkennen in het traditionele, burgerlijke waardepatroon van voorgaande generaties. Waarden als zelfontplooiing, democratisering, gelijkheid van macht en inkomen, individuele vrijheid en politiek engagement waren belangrijk (Diepstraten et al., 1999).

Volgens Wiersma en Grondstra (2013) zorgt dit bij deze generatie voor het volgende beeld:

- Ze staan voor ‘draagvlak creëren, sfeer en harmonie’.
- Mannen positioneren zich met hun ‘staat van dienst’, de vrouwen zijn vrij bescheiden en volgend.
- Ze zijn individualistisch, en zoeken bevestiging en tijd voor het overbrengen van hun denkbeelden, die vaak abstract zijn.
- Ze willen elkaar overtuigen, vaak via discussies.
- Ze lijken behoefte te hebben aan een voorzitter, leider of hiërarchische structuren.
- Ze zijn gericht op sfeer en saamhorigheid, en verliezen snel proces en doel uit het oog.
- Ze corrigeren voorzichtig en geven elkaar veel ruimte.
- Er wordt geen directe reflectie over het proces gegeven, wel op de inhoud.

DE VERLOREN GENERATIE OFWEL GENERATIE X (GEBOREN TUSSEN 1956–1970)

De vormende jaren van de Generatie X vielen samen met de economische crisis in de jaren zeventig en de massale werkloosheid, vooral onder schoolverlaters in de eerste helft van de jaren tachtig. Zij maakten daardoor geen goede start op de arbeidsmarkt, en moesten concurreren met elkaar én met de ‘boomers’ boven zich. Zelfontplooiing en individuele vrijheid zijn waarden die ook bij de Generatie X hoog in het vaandel staan, maar ze hebben minder overtrokken verwachtingen. Ze hechten minder belang aan politiek protest, en hebben een nuchtere kijk op de samenleving. Dat ze niet direct een vaste baan kregen toen ze gingen werken, hebben ze ruimschoots ingehaald, zodat nu de verloren generatie helemaal niet zo ‘verloren’ lijkt. Zodoende hebben ze de langste opleiding genoten, had meer dan 83 procent een betaalde baan, zit bijna

de helft van deze generatie in de hoogste inkomensgroep, en zijn ze tamelijk zeker over hun toekomstige inkomen.

Wiersma en Grondstra (2013) schetsen het volgende beeld van deze generatie:

- Ze zijn realistisch, toegankelijk, gericht op anderen en op samenwerken.
- Deze generatie is vrij bescheiden en onopvallend.
- Ze hebben de basis gelegd voor de automatisering.
- Ze hebben de thema's kwaliteit, diversiteit en professionalisering op de agenda geplaatst.
- Het zijn verbinders die verschillende zienswijzen benutten en ideeën combineren.

DE PRAGMATISCHE GENERATIE (GEBOREN TUSSEN 1971–1985)

De Pragmatisten zijn opgegroeid in een periode van economisch herstel, en dit zorgde voor betere kansen dan de vorige Generatie X had. Door de relatief beperkte omvang van deze generatie, mede vanwege de geboortebeperving, werden de gezinnen kleiner, hetgeen betekende dat de leden van deze generatie elkaar minder in de weg zitten bij de strijd om goede banen en inkomens. Hun zelfvertrouwen is niet altijd realistisch, ze hebben dikwijls niet de werkervaring voor de functies die ze vervullen en voor de grote stappen die ze op de carrière ladder zetten. Ze ervaren een grote druk, en stress en burn-out liggen op de loer, het 'dertigers-dilemma'.

Wiersma en Grondstra (2013) schetsen het volgende beeld van deze generatie:

- Ze streven naar vrijheid, zelfbeschikking en zelfontplooiing.
- Ze staan voor efficiëntie, autonomie en versnelling van de besluitvorming.
- Ze hebben een hekel aan trage 'poldervergaderingen' die draaien om status en draagvlak.
- Ze bouwen kennisnetwerken op over alle grenzen heen.
- Ze werken resultaatgericht, en bedenken al doende de oplossingen.
- Ze ervaren de bestaande hiërarchie als vertragend en remmend.
- Ze laten zich ondersteunen door experts, maar volgen deze niet blindelings.

DE MILLENNIALS OFWEL DE GENERATIE Y (GEBOREN TUSSEN 1986–2000)

Deze generatie is nu maximaal 37 jaar oud, en participeert nog niet zo lang op de arbeidsmarkt. Een deel ervan studeert zelfs nog. Deze generatie is opgegroeid met een overvloed aan informatie, waarbij ze op basis van hun interesse besluiten om deze wel of niet op te slaan.

Wiersma en Grondstra (2013) schetsen het volgende beeld van deze generatie:

- Ze zijn snel, slim en sociaal.
- Zij zijn zichzelf, ze respecteren en benutten verschillen, en staan voortdurend met elkaar in contact.
- Ze trekken zich weinig aan van de bestaande hiërarchie, of van wat er gebruikelijk is.
- Ze houden van een gezellige vriendschappelijke werksfeer, en van persoonlijke en positieve feedback.
- Ze eisen authenticiteit en een open en directe communicatie.

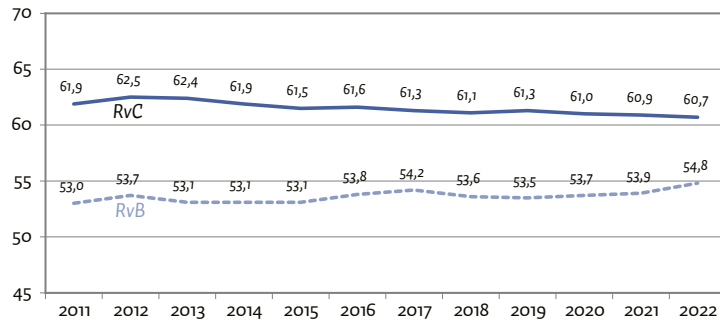
Hoe deze generaties nu aanwezig zijn in de RvC en RvB van de beursgenoteerde ondernemingen, is voor deze bijdrage nader onderzocht.

ONDERZOEK

Voor dit onderzoek zijn de gegevens over de jaren 2011–2022 van de bestuurders en commissarissen gebruikt van de negentig beursgenoteerde en statutair in Nederland gevestigde ondernemingen (Lückerath-Rovers, 2022). Deze ondernemingen waren allen in augustus 2022 beursgenoteerd, en de gegevens van deze ondernemingen zijn alleen meegenomen voor de jaren dat ze ook beursgenoteerd waren. Dat betekent dat er, in 2011, 52 ondernemingen meegenomen zijn en dit is ieder jaar uitgegroeid tot uiteindelijk 90 ondernemingen in 2022. De peildatum in ieder jaar is 31 augustus 2022. Hierna worden achtereenvolgens het verloop van de gemiddelde leeftijd en de aanwezigheid van de generaties in de RvC gedurende de jaren 2011–2022 weergegeven. Daarna volgt er een nadere analyse van de generatie-diversiteit van de negentig ondernemingen in 2022. Dit artikel is gericht op de diversiteit binnen de generaties in de RvC's van deze

Gemiddelde leeftijd commissarissen en bestuurders, 2011–2022

FIGUUR 1



ondernemingen, maar ter informatie worden steeds de gegevens van de RvB ook weergegeven.

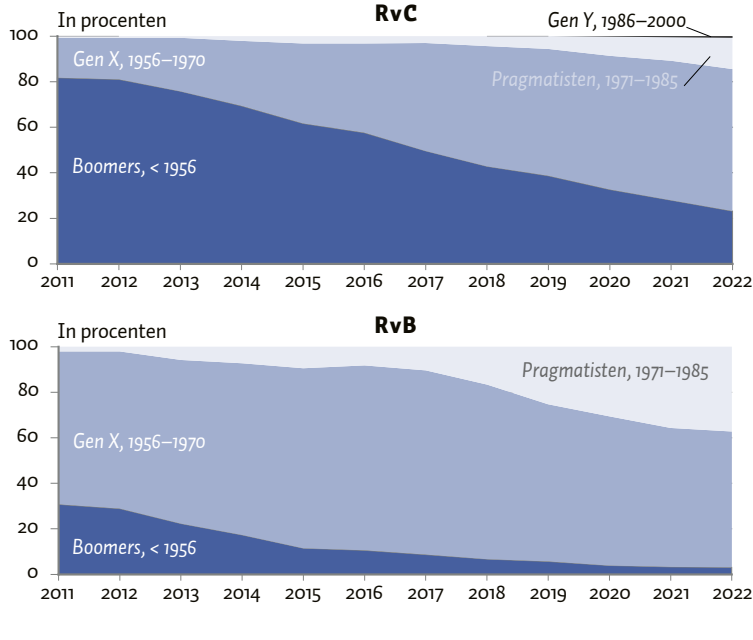
GEMIDDELDE LEEFTIJD

De gemiddelde leeftijd in de RvC is relatief stabiel gebleven, zie figuur 1. In 2011 waren de commissarissen gemiddeld 61,9 jaar oud, en in 2022 60,7 jaar. Echter, als we kijken naar de standaarddeviatie dan is de range rondom dit gemiddelde in 2022 wel groter geworden. De standaarddeviatie was 7,0 in 2011, wat betekent dat ongeveer twee derde (68 procent) van de commissarissen tussen de 55 en 69 jaar oud was, en in 2022 was de standaarddeviatie 9,1 waardoor deze range groter wordt en van 52 tot 70 jaar loopt.

Dit betekent dat er iets meer variatie qua leeftijden in de RvC is gekomen, maar dat er geen sprake is van een verjonging van het gemiddelde.

Generatie commissarissen en bestuurders, 2011–2022

FIGUUR 2



VERTEGENWOORDIGING GENERATIES 2011–2022

Van iedere commissaris en bestuurder is er vervolgens bepaald tot welke van de vier generaties hij of zij behoort. De percentuele verdeling van de generaties over de verschillende jaren is weergegeven in figuur 2. Hierin wordt het duidelijk dat 82 procent van de commissarissen in 2011 nog tot de Babyboomers behoorde, 17 procent tot Gen X, en nog geen 1 procent tot de Pragmatisten. De bestuurders liepen daar nog iets op voor, want aldaar had Gen X in 2011 reeds een ruime meerderheid van 67 procent. Generatie Y was in 2011 maximaal 26 jaar.

Voor de commissarissen vindt de omslag van de Babyboomers naar Gen X plaats in 2018, nog maar 43 procent is dan een Babyboomer en 53 procent is afkomstig van Gen X (4 procent Pragmatist). In de RvB is in 2018 ruim driekwart afkomstig van Gen X, maar vervolgens neemt dit percentage richting 2022 alweer af. In 2022 is het aandeel Gen X nog maar 60 procent, en zijn de Pragmatisten (37 procent) op weg om het over te nemen.

Bij de RvC is dat in 2022 nog niet het geval, en is Gen X haar aandeel (62 procent) nog aan het vergroten ten koste van de Babyboomers (23 procent). De Pragmatisten zijn hier nog een kleine minderheid (14 procent). De eerste com-

missarissen (twee personen) van Gen Y worden pas in 2021 benoemd, en in 2022 zijn dit er drie (0,6 procent). Gen Y is nog niet gesignaleerd in de RvB.

ONDERNEMINGEN MET DIVERSE GENERATIES IN 2022

Interessant is ook om te kijken in hoeverre individuele ondernemingen meer of minder divers zijn qua generaties in de RvC. Daarvoor is er per onderneming een diversiteits-score voor generaties berekend: de *Blau-score* (Blau, 1977). De Blau-score berekent de mate van heterogeniteit door te kijken naar de werkelijke verdeling (p) over het mogelijk aantal categorieën (k). De minimale score is altijd 0 (iedereen zit dan in dezelfde categorie); de maximale score hangt af van het aantal categorieën en wordt berekend als $(k-1)/k$. Bijvoorbeeld voor genderdiversiteit is de maximale score 0,5 ($k = 2$). In deze studie zijn er vier mogelijke categorieën ($k = 4$) en is de maximale score dus 0,75.

De Blau-score voor elke RvC kijkt vervolgens naar de proportie (p) van de commissarissen in iedere categorie (k), en wordt daarna als volgt berekend:

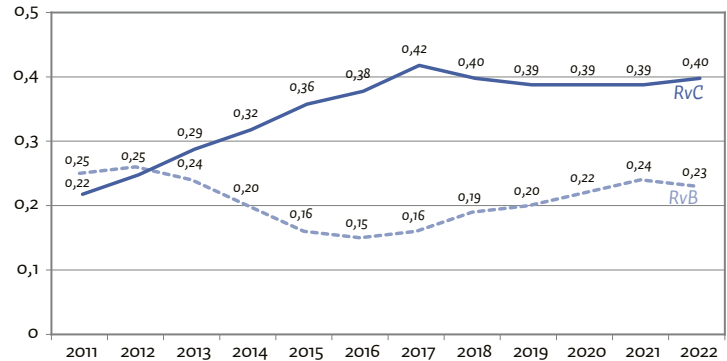
$$\text{Blau_generatie} = 1 - \sum (p_k^2)$$

Figuur 3 laat wel duidelijk zien dat voor de RvC de diversiteit qua generaties is toegenomen, en de gemiddelde Blau-score steeg van 0,22 in 2011 tot 0,40 in 2022. Dit bevestigt het beeld uit figuur 2, dat de eenzijdige samenstelling in 2011 (82 procent was Babyboomer) nu meer verdeeld is over drie generaties (Boomers, Generatie X en een klein aandeel Pragmatisten). Het toont duidelijk de generatiewisseling aan, maar eentje waarbij er met name een verschuiving plaatsvindt tussen twee generaties, en dus nog niet een meer evenwichtige verdeling over drie of zelfs vier generaties. Het zou dus zelfs zo kunnen zijn dat als er, over een paar jaar, een gelijke verdeling tussen Generatie X en de Pragmatisten te zien is, zoals in 2011 tussen de Babyboomers en Generatie X, de Blau-score dan weer zal dalen naar het niveau van 2011.

De Blau-score van de RvB beweegt in de jaren 2011–2022 rond de 0,20. De RvB is relatief homogeen samenge-

Blau-score van de generaties in RvB en RvC

FIGUUR 3



steld als het gaat om generaties. Dit wordt mede veroorzaakt door het carrièrepad van bestuurders, waarbij het niet voor de hand ligt dat jonge dertigers al toetreden tot de RvB.

MEEST DIVERSE ONDERNEMINGEN IN 2022

Drie ondernemingen, Porceleyne Fles (alias Royal Delft), Koninklijke Brill en ABN Amro, behaalden de hoogste Blau-score (resp. 0,67 voor Porceleyne Fles, en 0,65 voor Brill en ABN Amro). Vanwege het ontbreken van Generatie Y in de bestuurskamer wordt de maximale score van 0,75 in 2022 door geen van de negentig ondernemingen gehaald. Zelfs niet bij Porceleyne Fles, die als enige onderneming wél alle vier de generaties in de RvC heeft, maar de RvC bestaat uit zes leden en met vier categorieën is een gelijke verdeling over de generaties, en dus een maximale Blau-score, niet haalbaar. De verdeling over de vier generaties is 1:1:3:1 (*Boomer : Gen X : Pragmatist : Gen Y*), en derhalve een Blau-score van 0,67. Bij Brill en ABN Amro ontbreekt Gen Y, maar zijn de overige drie generaties redelijk gelijk verdeeld (Koninklijke Brill, 1:1:1, en ABN Amro, 2:3:2).

Elf ondernemingen hadden een Blau-score van 0 voor de RvC – wat dus betekent dat alle commissarissen uit dezelfde generatie afkomstig zijn. Bijvoorbeeld ASMI, Randstad, BAM en Arcadis hebben een RvC van zes commissarissen,

die alle zes afkomstig zijn uit de Generatie X. De RvB's van de negentig ondernemingen zijn qua generaties minder divers – en in 2022 hadden 46 ondernemingen een Blauw-score van 0, omdat de RvB uit alleen Generatie X bestaat.

AFSLUITING

Wat betekent dit nu voor de besluitvorming in de bestuurskamer? Er is nog maar weinig onderzoek gedaan naar de relatie tussen generatie-diversiteit en de prestaties van de onderneming. Daar komt bij dat 'de prestaties van de onderneming' niet langer beperkt zouden moeten zijn tot de 'ouderwetse' winst-en verliesrekening of aandeelhouderswaarde, maar een optelsom is van waardecreatie voor verschillende belanghebbenden (langetermijnwaardecreatie in de Corporate Governance Code). Toekomstig onderzoek zou moeten uitwijzen of generatie-diversiteit inderdaad leidt tot meer en ander vormen van waardecreatie.

Toch zijn er aanwijzingen dat belangrijke informatie ontbreekt als de top van de onderneming te homogeen is samengesteld. Het leidt tot groepsdenken en tunnelvisie. Onderzoek heeft bijvoorbeeld aangetoond dat de te homogene samenstelling, onder andere wat betreft opleiding, van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) de reden was waarom het IMF de financiële crisis van 2008 niet had zien aankomen. Het IMF zag de steeds groter wordende risico's niet, vanwege 'een hoge mate van groepsdenken', 'intellectuele bijziendheid', 'een algemeen geldende visie dat een financiële crisis onwaarschijnlijk was', en door 'het ontbreken van initiatieven om tegengestelde visies op te werpen' (IEO, 2011).

Een meer diverse top is daarom belangrijk om andere perspectieven boven tafel te krijgen en om tegengestelde visies te bespreken. Dat geldt voor alle vormen van diversiteit, maar generaties voegen daar minstens twee andere dimensies aan toe. Allereerst verschillen generaties in hun onderhandelingsstijl, en dit heeft gevolgen voor het besluitvormingsproces; en ten tweede verschillen generaties in hun (langetermijn)doelen, en dit heeft gevolgen voor de strategie.

Allereerst is er een verschil in stijl tussen generaties wanneer het gaat om het besluitvormingsproces. Het onderzoek van Wiersma en Grondstra (2013) naar de verschillen

in conflictstijlen laat zien dat er (weliswaar relatief kleine) verschillen zijn tussen de conflictstijlen van de generaties. Babyboomers zijn het meest bedreven in 'onderhandelen' als conflictstijl, zij geven meer ruimte aan anderen, en wegen belangen tegen elkaar af. Wiersma en Grondstra veronderstellen dat dit komt vanwege het introduceren en hanteren van het poldermodel in politiek en maatschappij. Deze stijl kan echter tot irritatie leiden bij de jongere generaties als er sprake is van tijdverlies, traagheid en inefficiëntie. Uit het onderhavige onderzoek blijkt dat het aandeel van de Babyboomers nu afneemt in de RvC, en dat Generatie X het overneemt. De Generatie X kiest, meer dan de andere generaties, vaker voor 'vermijden' als conflictstijl. Ze komen minder voor zichzelf op, en zijn erg op anderen gericht. Hierdoor worden ze ook wel beticht van besluiteloosheid of van uitstelgedrag. De Pragmatisten zijn nog een kleine minderheid in de RvC, maar nemen het in de RvB al wel geleidelijk over. Deze generatie is conflictvaardig, en kan ook wisselen van conflictstijl als dat strategisch nodig is om de eigen belangen te dienen. Generatie Y is nog maar net begonnen op deze posities, en zou hoog scoren met 'doordrukken' als conflictstijl, en relatief laag op 'toegeven' of 'vermijden'. Daardoor kunnen ze misschien doortastend, energiek en assertief overkomen, maar ook drammerig en met weinig oog voor anderen. Deze conflictstijlen zullen de besluitvormingsprocessen in de bestuurskamer gaan beïnvloeden.

Ook inhoudelijk verschillen de generaties van elkaar. In algemene zin bepaalt het samenstel van de aanwezige generaties, die ieder in een andere levensfase zitten, de tijdsgesce – waarbij de 'midlife-generatie' de leidende generatie is, en er een stemmingswisseling ontstaat als de generaties naar een volgende levensfase verschuiven (Bontekoning, 2007). Een te eenzijdige samenstelling van de RvC zou kunnen leiden tot verschillen in de onderwerpen die de generaties belangrijk vinden. Door de invloeden van jonge generaties toe te laten in bijvoorbeeld de strategieontwikkeling, kunnen er prille trends op een praktische wijze worden meegenomen, en ook het vernieuwen van een organisatiecultuur verloopt vlotter en vloeiender als de invloed van een nieuwe generatie wordt toegelaten (Bontekoning, 2007). In dit onderzoek hebben

we het nog niet eens gehad over de Generatie Z (geboren tussen 2001–2015). Deze *digital natives*, en toekomstige consumenten en belanghebbenden, die anders omgaan met technologie en digitalisering, en die weer minder hechten aan bezit, maar wel aan duurzaamheid, inclusiviteit en openheid, zullen weer naar andere producten en diensten vragen dan de vorige generatie. Door de RvC en de RvB uit te sluiten van deze standpunten, zal dit leiden tot organisaties die op de toekomst minder goed zijn voorbereid.

Laten we dit illustreren met twee ondernemingen waar de Blau-score van zowel de RvC als RvB nul was: ASMI en Randstad. In zowel de RvB als de RvC zitten er dus alleen bestuurders en commissarissen uit dezelfde generatie. Beide ondernemingen zitten echter in een sector (technologie en werkgelegenheid) waarbij nieuwe businessmodellen, digitalisering en transformatie naar nieuwe werkvormen een belangrijke rol spelen. Verschillende generaties gaan anders met deze vraagstukken om, en hechten aan andere doelen. Betekent dit dan dat ondernemingen die te homogeen zijn samengesteld belangrijke informatie missen? En zo ja – wat betekent dat dan voor de financiële en niet-financiële prestaties van een onderneming? Kunnen ze zich voldoende inle-

ven in de belangen en waarden van hun stakeholders? En wordt er wel voldoende ingezet op een echte langetermijn-waardecreatie waarvan toch vooral de volgende generaties zouden moeten profiteren?

Een veel gehoord argument tegen het benoemen van een jongere commissaris is het vastgeroeste idee dat een commissaris zelf bestuurservaring moet hebben, waardoor automatisch alleen mensen aan het einde van hun carrière een kans maken. Het gaat echter in een RvC niet om de ideale commissaris, maar om de optimale samenstelling van het team. Hiervoor is zeker bestuurservaring nodig, maar op andere punten kunnen jongere commissarissen, van een andere generatie, bijdragen aan de diversiteit van standpunten.

Tot slot – indien het opnemen van te jonge commissarissen of bestuurders toch niet wenselijk of mogelijk is, dan is een *shadow board* misschien een alternatief. Zo'n 'schaduwbestuur', met daarin jongere medewerkers, zou kunnen helpen om millennials betrokken te kunnen houden, of om veranderende marktomstandigheden bij te houden. Ze kunnen helpen bij het heruitvinden van bedrijfsmodellen, culturele transformatie en een herontwerp van processen (Jordan en Sorell, 2022).

LITERATUUR

Becker, H.A. (1992) *Generaties en hun kansen*. Amsterdam: Meulenhoff.

Blau, P.M. (1977) *Inequality and heterogeneity*. Glencoe, IL: Free Press.

Bontekoning, A.C. (2007) *Generaties in organisaties: Een onderzoek naar generatieverschillen en de effecten daarvan op de ontwikkeling van organisaties*. Proefschrift Universiteit van Tilburg.

Diepstraten, I., P. Ester en H. Vinken (1999) Over generaties gesproken: Alter- en ego-beelden van

generaties in Nederland. *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift*, 26(3), 344–370.

EC (2010) *Corporate governance in financial institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices*. Europese Commissie, juni. Te vinden op eur-lex.europa.eu.

IEO (2011) *IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF surveillance in 2004–07*. Rapport, Independent Evaluation Office (IMF), 24 augustus.

Jordan, J. en M. Sorell (2022) Why you should create a 'shadow board' of younger employees. *Harvard Business Review*, 4 juni.

Lückerath-Rovers, M. (2022) *The Dutch Female Board Index 2022*. TIAS School for Business and Society.

Wiersma, N. en M. Grondstra (2013) Zijn conflictstijlen generatiegebonden? *NMI Tijdschrift Conflictmanagement*, 1, 42–46.

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen: aanwezigheid en impact

NIELS HERMES

*Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen (RUG)*

REGGY

HOOGHIEMSTRA

*Hoogleraar aan de
RUG*

Ondernemingen ondervinden steeds meer druk om het algemeen maatschappelijk belang in hun bedrijfsvoering mee te nemen. Welke rol speelt hierbij de raad van commissarissen? En meer in het bijzonder: in welke mate heeft de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen invloed op het maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) van ondernemingen?

- ▶ Bijna twee derde van de ondernemingen heeft ten minste één maatschappelijk georiënteerde commissaris.
- ▶ Vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en het hoger onderwijs zijn goed vertegenwoordigd.
- ▶ Hun aanwezigheid heeft echter nauwelijks effect op de MVO-prestaties van een onderneming.

Discussies over het belang van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) worden al enkele decennia gevoerd, zowel in het publieke als het academische domein. Ondernemingen ondervinden echter in toenemende mate druk vanuit de samenleving om zich niet alleen te richten

op het maken van winst, maar ook om het algemeen maatschappelijk belang mee te nemen, en zich rekenschap te geven van de sociale en milieutechnische gevolgen van hun bedrijfsvoering. Zo wordt in de laatste versie van de Nederlandse Corporate Governance Code (2016) benadrukt dat ondernemingen zich zouden moeten richten op het creëren van langetermijnwaarde, waarbij men de belangen van de relevante belanghebbenden moet meenemen. In 2021 werd Shell geconfronteerd met beleggers die eisten dat de onderneming meer zou doen om klimaatverandering tegen te gaan, en kreeg Sainsbury in juli 2022 te maken met een actie van ShareAction – een niet-gouvernementele organisatie (ngo), die pleit voor het verhogen van de lonen van de werknemers in de onderneming. In een reactie op de toenemende maatschappelijke roep om meer MVO kondigde de Business Round Table, een lobbyorganisatie met als leden de bestuursvoorzitters van de grootste Amerikaanse ondernemingen, in 2019 aan dat zij zich in de toekomst meer zullen gaan richten op MVO.

Het bestuur van een onderneming bepaalt, in samenspraak met de leden van de raad van commissarissen, in hoeverre en op welke wijze het algemeen maatschappelijk belang bij de bedrijfsvoering wordt betrokken. Commissarissen spelen aldus een belangrijke rol in de besluitvorming, en ondernemingen streven er derhalve naar om hun raden te bemensen met competente personen die waardevolle vaardigheden en expertise bezitten. Een van de taken van de raad van commissarissen is om toezicht te houden op de wijze waarop het bestuur, bij het nemen van beslissingen, de verschillende belangen laat meewegen. Daarbij kan het zinvol zijn dat vertegenwoordigers van verschillende maatschappelijke belangen in de raad zitten. Zij zijn immers het best op de hoogte van deze belangen, en kunnen het bestuur het beste bijstaan in het ontwikkelen van een visie op de vraag hoe de verschillende deelbelangen erbij betrokken kunnen worden. Uit het oogpunt van het behoud van hun reputatie als vertegenwoordiger van het maatschappelijk belang zullen zij vaak ook gemotiveerd zijn om een bijdrage te leveren aan de MVO-prestaties van de ondernemingen. Ondernemingen op hun beurt kunnen hun bereidheid om maatschappelijke belangen in de besluitvorming mee te laten wegen uitdragen door het aanstellen van commissarissen uit het maatschappelijke veld.

De vraag is nu in hoeverre vertegenwoordigers van verschillende maatschappelijke belangen deel uitmaken van de raad van commissarissen. In dit artikel bestuderen we deze vraag op basis van data voor Europese beursgenoteerde ondernemingen. We richten ons daarbij op een aantal categorieën van deze vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen, te weten commissarissen met een bestuurlijke achtergrond in politiek, wetenschap en hoger onderwijs, de strijdmacht, sport en de ngo's. Eerdere studies laten zien dat deze vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen invloed kunnen uitoefenen op de prestaties van de onderneming (Lester et al., 2008; White et al., 2014; Li en Rainville, 2021; Chen et al., 2022). Deze studies kijken evenwel vooral naar Amerikaanse ondernemingen en hun financiële prestaties. Wij richten ons daarentegen op Europese ondernemingen en hun MVO-prestaties.

DE MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARIS EN MAATSCHAPPELIJKE BELANGEN

Commissarissen met bestuurservaring in het maatschappelijke veld hebben specifieke kennis van de verschillende maatschappelijke belangen waarmee ondernemingen in hun bedrijfsvoering geconfronteerd kunnen worden. Zo zijn commissarissen met bestuurlijke ervaring bij ngo's direct betrokken (geweest) bij het vertegenwoordigen van diverse maatschappelijke belangen. Zij zijn derhalve goed op de hoogte van wat er speelt in de samenleving (Chen et al., 2022). Dat geldt ook voor commissarissen met bestuurlijke ervaring in de politiek. Zij hebben bovendien waardevolle kennis van het overheidsbeleid, en bieden toegang tot de politieke besluitvorming (Lester et al., 2008). Dit kan van belang zijn wanneer een onderneming moet besluiten over hoe het maatschappelijk belang het beste in de bedrijfsvoering kan worden meegenomen. Commissarissen met ervaring in wetenschap en hoger onderwijs brengen specifieke kennis mee over toepassingen en nieuwe ontwikkelingen met betrekking tot het MVO (Li en Rainville, 2021). Commissarissen met een achtergrond bij de strijdmacht hebben een sterk ontwikkeld gevoel voor morele en ethische waarden (Franke, 2001; Xie en Hao, 2017). Ten slotte blijkt uit onderzoek dat bestuurders met een sportieve carrière sterke leiderschapskwaliteiten bezitten en dat zij vaak worden gezien als een rolmodel voor moreel en ethisch gedrag (Giannoulakis en Drayer, 2009; Dong et al., 2019). De combinatie van beide eigenschappen leidt ertoe dat ze mogelijk meer de nadruk zullen leggen op het meenemen van de diverse maatschappelijke belangen.

GEBRUIKTE DATA EN METHODE

Onze gegevens hebben betrekking op grote beursgenoteerde ondernemingen in achttien Europese landen voor de periode 2016–2020. De complete dataset bevat 6.060 waarnemingen en betreft 1.722 ondernemingen. De data zijn afkomstig van BoardEx en Thomson Reuters' ASSET4.

BoardEx bevat informatie over de samenstelling van de raden van commissarissen van ondernemingen, waaronder

informatie over de vraag of een commissaris bestuurservaring heeft bij goede doelen, de politiek, de krijgsmacht, universitaire en medische instellingen en sportorganisaties. Om de aanwezigheid van vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen in de raden van commissarissen te meten, bepalen we per jaar en per onderneming of er minimaal één commissaris bestuurlijke ervaring heeft in de politiek, wetenschap, hoger onderwijs, strijdmacht, sport of liefdadigheid. We berekenen voorts het percentage van commissarissen met dit type ervaring per jaar en per onderneming.

We gebruiken Thomson Reuters' ASSET4 voor het meten van de prestaties met betrekking tot het MVO van ondernemingen. Onze gegevens over deze prestaties zijn gebaseerd op de in ASSET4 opgenomen beoordelingen van de mate waarin ondernemingen zich inspannen voor het behalen van sociale en/of milieudoelen. Deze beoordelingen (ook wel aangeduid als ESG-ratings) zijn veelvuldig gebruikt in eerder onderzoek. Voor elke onderneming verzamelt Thomson Reuters informatie over circa 400 verschillende activiteiten die verband houden met de sociale en/of milieutechnische inspanningen van de onderneming. Op basis van deze gegevens krijgt elke onderneming een ESG-rating die kan variëren van 0 tot 200. Deze rating komt tot stand door de ratings voor sociale en milieutechnische aspecten bij elkaar op te tellen. Een hogere rating impliceert betere MVO-prestaties. We realiseren ons dat er verschillende methoden zijn om ESG-ratings te bepalen, en dat onderzoek heeft aangetoond dat de correlatie tussen maatstaven van ESG gebaseerd op verschillende methoden in sommige gevallen relatief laag is (Berg et al., 2022). Wij hebben gekozen voor de data van Thomson Reuters' ASSET4, omdat deze al sinds enige tijd veelvuldig worden gebruikt in meerdere onderzoeken (Ioannou en Serafeim, 2012; Marano et al., 2022).

Naast MVO-prestaties nemen we in de analyse een aantal andere variabelen mee die van invloed kunnen zijn op de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen. We worden daarbij geïnspireerd door eerder onderzoek van onder meer de Villiers et al. (2011) en Chen et al. (2022). Concreet controleren we voor de omvang, financiële prestaties en de kapitaalstructuur van de onderneming. Daar-

naast nemen we diverse governance-variabelen mee – zoals: (1) de omvang van de raad van commissarissen, (2) de mate van onafhankelijkheid van de raad, (3) de aanwezigheid van vrouwen in de raad, (4) het gemiddeld aantal commissarissen in de raad die ook bij andere beursgenoteerde ondernemingen zijn benoemd, (5) de rol van de bestuursvoorzitter, (6) de aanwezigheid van een MVO-commissie, en (7) het aantal financiële analisten dat de onderneming actief volgt. De informatie over deze variabelen is eveneens afkomstig uit ASSET4.

In alle analyses wordt er rekening gehouden met land-, jaar-, en industrie-effecten door het opnemen van dummy-variabelen. Voorts worden de schattingen uitgevoerd met gebruikmaking van robuuste standaardfouten.

DE MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARIS: EEN OVERZICHT

Tabel 1 geeft een overzicht van de mate waarin de raden van commissarissen van Europese ondernemingen worden bezet door maatschappelijk georiënteerde commissarissen. Paneel A van de tabel geeft weer of er minimaal één maatschappelijk georiënteerde commissaris in de raad zitting heeft. Paneel B rapporteert het percentage van alle leden van de raad met relevante ervaring in het maatschappelijke veld. Als we kijken naar de gegevens in paneel A, dan valt allereerst op dat bijna twee derde van alle bedrijven een maatschappelijk georiënteerde commissaris heeft. Daarnaast laat de tabel zien dat er flinke verschillen bestaan tussen landen. Terwijl in landen als Noorwegen, Zweden, Finland en Turkije het percentage ondernemingen met minimaal één maatschappelijk georiënteerde commissaris rond de 50 procent schommelt, is dit rond de 75 procent in Spanje, Italië, Griekenland en Ierland. Nederland bevindt zich in de middenmoot: in ons land heeft bijna twee derde van de ondernemingen een maatschappelijk georiënteerde commissaris. Ten slotte zijn vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en de wetenschap en het hoger onderwijs vertegenwoordigd in de raden van commissarissen.

Het beeld dat wordt geschetst in paneel A van tabel 1, wordt grotendeels bevestigd door de cijfers in paneel B.

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen in raden van commissarissen van Europese ondernemingen, 2016–2020

TABEL 1

	N	Paneel A: Waarnemingen waarvoor geldt dat er minimaal één commissaris met een maatschappelijke achtergrond in de raad zit in procenten						Paneel B: Aantal commissarissen met een maatschappelijke achtergrond dat in de raad zit in procenten					
		Totaal	Ngo	Militair	Politiek	W&O	Sport	Totaal	Ngo	Militair	Politiek	W&O	Sport
België	174	70,7	4,0	1,7	60,9	64,9	0,0	23,8	0,5	0,2	13,9	15,2	0,0
Denemarken	161	69,6	3,1	14,3	51,6	49,7	0,0	19,6	0,2	1,6	10,3	10,6	0,0
Duitsland	600	71,0	1,8	3,0	54,2	59,7	3,2	21,5	0,1	0,2	10,0	13,4	0,3
Finland	151	57,0	0,0	7,9	53,6	33,1	0,0	17,0	0,0	1,0	13,9	5,5	0,0
Frankrijk	548	73,0	0,5	7,1	69,3	52,4	2,6	22,8	0,0	0,5	19,2	7,1	0,3
Griekenland	102	78,4	0,0	10,8	63,7	61,8	1,0	18,6	0,0	1,0	11,0	9,8	0,1
Ierland	185	80,0	0,5	3,8	65,9	48,6	3,8	20,2	0,1	0,3	14,2	7,8	0,3
Italië	310	76,8	1,9	3,5	71,3	73,9	6,5	29,3	0,1	0,3	16,1	21,1	0,6
Luxemburg	98	54,1	5,1	1,0	42,9	39,8	10,2	16,9	0,8	0,1	11,7	7,2	1,3
Nederland	239	67,8	0,0	10,0	62,3	47,3	0,4	29,2	0,0	1,4	22,3	11,2	0,0
Noorwegen	152	55,9	0,0	5,3	52,0	30,3	0,0	12,9	0,0	0,8	9,1	5,5	0,0
Oostenrijk	107	57,0	0,0	14,0	51,4	49,5	0,0	17,1	0,0	1,1	11,4	7,7	0,0
Polen	140	72,1	0,0	2,9	70,0	65,7	2,1	39,5	0,0	0,3	27,7	21,4	0,2
Spanje	270	80,7	0,0	1,1	70,4	72,6	2,2	28,5	0,0	0,1	16,6	18,2	0,3
Turkije	178	42,7	1,7	2,8	36,0	36,0	1,1	15,3	0,1	0,5	12,8	7,1	0,1
VK	1.738	65,4	1,3	7,2	59,6	34,5	2,9	18,6	0,1	0,9	15,1	5,9	0,4
Zweden	449	47,7	0,0	4,2	38,5	21,4	1,3	8,7	0,0	0,5	5,9	3,3	0,1
Zwitserland	458	65,7	0,0	5,2	52,2	52,6	1,7	21,8	0,0	0,6	12,0	12,4	0,2
Totaal	6.060	66,3	1,1	5,8	57,9	46,4	2,4	20,5	0,1	0,6	14,1	9,5	0,3

Gemiddeld is een vijfde van alle leden van de raad van commissarissen van Europese bedrijven een maatschappelijk georiënteerde commissaris. Dit aandeel daalt slechts licht, van 22 procent in 2016 naar 20 procent in 2020. Opnieuw zijn er flinke verschillen tussen de Europese landen. De percentages zijn het laagst voor de Noordse landen (8 tot 15 procent) en Turkije (15 procent). De hoogste percentages (tegen de 30 procent) zien we wederom in landen als Spanje en Italië, maar opmerkelijkerwijs ook in Nederland (29 procent). Polen spant de kroon met bijna 40 procent. Paneel B

bevestigt ook dat het vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en in de wetenschap en het hoger onderwijs zijn die in de raden van commissarissen vertegenwoordigd worden. Voor Nederland en Polen zijn daarbij vooral de hoge percentages opmerkelijk van commissarissen met een achtergrond in de politiek (21 respectievelijk 28 procent, tegenover een Europees gemiddelde van slechts 14 procent). Commissarissen met een achtergrond in de wetenschap en het hoger onderwijs vinden we vooral terug in Spanje, Italië en Polen (18 tot 21 procent).

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen en MVO-prestaties van ondernemingen, 2016–2020

	Paneel A: Kortetermijneffecten (1 jaar)						Paneel B: Langetermijneffecten (3 jaar)					
	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal
Een of meer maatschappelijk georiënteerde commissarissen	0,46 (0,36)	0,34 (0,23)	0,15 (0,21)				0,26 (0,45)	0,10 (0,29)	0,19 (0,27)			
Percentage maatschappelijk georiënteerde commissarissen				0,11 (0,93)	0,03 (0,59)	0,16 (0,53)				1,75 (1,19)	1,25* (0,72)	0,58 (0,69)
R ²	0,91	0,90	0,87	0,91	0,90	0,87	0,93	0,92	0,89	0,93	0,92	0,89

Noten: In alle analyses zijn controlevariabelen meegenomen voor de omvang, financiële prestaties en de kapitaalstructuur van de onderneming, diverse governance-kenmerken, het aantal financiële analisten dat de onderneming actief volgt, en de MVO-prestaties van een onderneming in het voorgaande jaar. In alle analyses wordt ook rekening gehouden met land-, jaar-, en industrie-effecten door het opnemen van dummyvariabelen. Alle schattingen worden uitgevoerd met gebruikmaking van robuuste standaardfouten. P-waarden tussen haakjes.

* Significant op tienprocentniveau

MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARISSSEN EN MVO-PRESTATIES

Vervolgens bestuderen we in hoeverre de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen gevolgen heeft voor de MVO-prestaties van de onderneming. We nemen daarbij de MVO-prestaties van één, respectievelijk drie jaar in de toekomst als afhankelijke variabele om daarmee de korte- en middellangetermijneffecten te kunnen bestuderen van maatschappelijk georiënteerde commissarissen. Zoals eerder vermeld, controleren we voor een groot aantal variabelen in de regressies, waaronder de MVO-prestaties van een onderneming in het voorgaande jaar, aangezien deze prestaties pad-afhankelijk kunnen zijn (Petrenko et al., 2016). De resultaten van de analyses worden gepresenteerd in tabel 2.

De resultaten in de tabel laten zien dat er geen verband lijkt te zijn tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen in de raad en de MVO-prestaties van een onderneming. Dit geldt voor zowel de prestaties op de korte als die op de middellange termijn. Het maakt ook niet uit of we kijken naar de aanwezigheid of het aandeel van maatschappelijk georiënteerde commissarissen in de raad. We splitsen MVO-prestaties op in prestaties die ver-

band houden met sociale versus milieutechnische inspanningen, maar ook dat laat hetzelfde beeld zien: de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen lijkt geen noemenswaardig effect te hebben op de MVO-prestaties van een onderneming.

Ten slotte voeren we een aantal additionele analyses uit (niet opgenomen in tabelvorm). We schatten alle modellen met enerzijds alleen commissarissen die bestuurlijke ervaring hebben in de politiek, en anderzijds met commissarissen met ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs. Daarnaast bestuderen we of het van belang is dat maatschappelijk georiënteerde commissarissen een kritieke massa vormen in de raad, dat wil zeggen of zij van invloed zijn wanneer minimaal dertig procent van de commissarissen een maatschappelijke achtergrond heeft. De schattingen laten zien dat de aanwezigheid van commissarissen met bestuurlijke ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs een positief effect heeft op de middellange termijn qua MVO-prestaties van een onderneming, met name als het gaat om milieutechnische inspanningen. In alle andere gevallen vinden we geen ondersteuning voor een relatie tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen en de MVO-prestaties van een onderneming. Overigens beseffen we dat

– hoewel we zo veel mogelijk controleren voor eventuele andere verklarende factoren en met een vertraagde onafhankelijke variabele schatten – onze bevindingen het beste kunnen worden opgevat als een correlatie in plaats van als een causaal verband tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen en MVO-prestaties.

CONCLUSIE

Ondernemingen ondervinden in toenemende mate druk vanuit de samenleving om zich meer rekenschap te geven van de sociale en milieutechnische gevolgen van hun bedrijfsvoering. Dit roept onder andere de vraag op in hoeverre ondernemingen de corporate governance kunnen inrichten, zodanig dat ze beter in staat zijn met deze oproep vanuit de maatschappij om te gaan. Een mogelijke benadering is om maatschappelijk georiënteerde commissarissen aan te stellen met bestuurlijke ervaring in het maatschappelijke veld. Deze commissarissen kunnen dan maatschappelijke belangen vertegenwoordigen. Zij kunnen daarnaast het bestuur van de onderneming bijstaan bij het ontwikkelen van een visie op de vraag hoe men de verschillende maatschappelijke belangen zou kunnen meenemen.

We vinden zeer beperkt bewijs dat maatschappelijk georiënteerde commissarissen een positieve bijdrage kunnen leveren aan de MVO-prestaties van de onderneming. Dit geldt dan vooral voor de prestaties op de middellange termijn, en in het bijzonder voor maatschappelijk georiënteerde commissarissen met bestuurlijke ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs.

De empirische ondersteuning voor het positieve effect van maatschappelijk georiënteerde commissarissen op de MVO-prestaties is dus niet overweldigend. Dat kan te maken hebben met de relatief korte tijdsspanne waarvoor we data hebben. Met andere woorden: het kan zijn dat het effect van de aanwezigheid van deze commissarissen pas over een langere periode zichtbaar wordt. Een mogelijke andere verklaring is dat de institutionele context, die per land kan verschillen, een belangrijke rol speelt. Landen kunnen verschillen in de regelgeving voor de mate waarin zij maatschappelijk verantwoord ondernemen stimuleren en faciliteren – bijvoorbeeld

door belastingmaatregelen, subsidies en heffingen. Ook kunnen culturele verschillen tussen landen van invloed zijn op de mate waarin de maatschappij zich roert, zodanig dat er maatschappelijke organisaties ontstaan die druk uitoefenen op ondernemingen om hun belangen mee te nemen. Een derde verklaring kan zijn dat ondernemingen het ontwikkelen van een reactie op maatschappelijke druk niet altijd via de raad van commissarissen laten lopen. Zo benoemde Volkswagen in 2016, in de nasleep van het dieselschandaal, voormalig Eurocommissaris voor het Klimaat, Connie Hedegaard, als lid van de net ingestelde Duurzaamheidsraad (*Sustainability Council*). Deze raad diende het bestuur te adviseren over hoe de onderneming duurzamer zou kunnen produceren.

Ten slotte valt het op dat Europese ondernemingen vrijwel geen commissarissen hebben aangesteld met bestuurlijke ervaring bij ngo's. Deze ervaring is echter, wellicht meer nog dan de ervaring in de politiek of in de wetenschap en onderwijs, relevant om als raad van commissarissen bij te kunnen dragen aan een verbetering van de MVO-prestaties van de onderneming. Chen et al. (2022) tonen aan dat ruim een derde van de grote beursgenoteerde Amerikaanse ondernemingen minimaal één commissaris heeft met bestuurlijke ervaring bij ngo's, en dat deze commissarissen een duidelijk positieve bijdrage kunnen leveren aan de MVO-prestaties van de onderneming. Zij tonen aan dat vooral ondernemingen die in het verleden slechte MVO-prestaties te zien gaven, dergelijke commissarissen hebben aangesteld. Pas drie jaar na de aanstelling van deze commissarissen zijn de MVO-prestaties van de onderneming verbeterd. Een belangrijke verklaring voor het feit dat deze commissarissen een positief effect hebben op de MVO-prestaties van een onderneming kan zijn dat zij zich vanwege hun achtergrond, meer dan andere maatschappelijk georiënteerde commissarissen, directer betrokken zijn (geweest) bij het vertegenwoordigen van diverse maatschappelijke belangen. Hun grotere mate van betrokkenheid leidt ertoe dat zij effectiever zijn in het vertegenwoordigen van maatschappelijke belangen binnen de raad.

Om ervoor te zorgen dat de machtsbalans binnen de maatschappelijke onderneming zodanig verandert dat de onderneming meer aandacht krijgt voor maatschappelijke

belangen, zou een toename van commissarissen met een ngo-achtergrond een welkome ontwikkeling zijn. In de Corporate Governance Code zou daartoe een aanbeveling kunnen

worden opgenomen die ondernemingen ertoe aanzet om ervoor te zorgen dat de kennis in de raad wordt uitgebreid met kennis omtrent de maatschappelijk relevante thema's.

LITERATUUR

Berg, F., J.F. Kölbl en R. Rigobon (2022) Aggregate confusion: The divergence of ESG-Rating. *Review of Finance*, te verschijnen. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>.

Chen, S., N. Hermes en R. Hooghiemstra (2022) Corporate social responsibility and NGO directors on boards. *Journal of Business Ethics*, 175(3), 625–649.

Corporate Governance Code (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Te vinden op www.rijks-overheid.nl.

de Villiers, C., V. Naiker en C.J. van Staden (2011) The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636–1663.

Dong, Y., T. Duan, W. Hou en Y. Liu (2019) Athletes in boardrooms: Evidence from the world. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59, 165–183.

Franke, V.C. (2001) Generation X and the military: A comparison of attitudes and values between West Point cadets and college students. *Journal of Political & Military Sociology*, 29(1), 92–119.

Giannoulakis, C. en J. Drayer (2009) ‘Thugs’ versus ‘good guys’: The impact of NBA cares on player image. *European Sport Management Quarterly*, 9(4), 453–468.

Ioannou, I. en G. Serafeim (2012) What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864.

Lester, R.H., A. Hillman, A. Zardkoohi en A.A. Cannella jr. (2008) Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *The Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013.

Li, Z. en M. Rainville (2021) Do military indepen-

dent directors improve firm performance? *Finance Research Letters*, 43, 101988.

Marano, V., S. Sauerwald en M. van Essen (2022) The influence of culture on the relationship between women directors and corporate social performance. *Journal of International Business Studies*, 53, 1315–1342.

Petrenko, O.V., F. Aime, J. Ridge en A. Hill (2016) Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 37(2), 262–279.

White, J.T., T. Woidtke, H.A. Black en R.L. Schweitzer (2014) Appointments of academic directors. *Journal of Corporate Finance*, 28, 135–151.

Xie, G. en Y. Hao (2017) *Military experience and corporate social responsibility: Evidence from China*. SSRN Working Paper.

Vergezichten voor nieuwe instituties



Verankering van de belangen van toekomstige generaties en de natuur in de governance

Teneinde de belangen van huidige en toekomstige generaties alsook die van de flora en fauna daadwerkelijk in de governance van een onderneming te verankeren, dient de onderneming dat gestructureerd en toekomstgericht aan te pakken. In deze bijdrage worden er een paar gedachtelijnen ontwikkeld en een instrumentarium besproken dat een bestuur van een onderneming daarbij zou kunnen ondersteunen.

- ▶ Eerst moet de onderneming uitvinden hoe zij die toekomst ziet; vervolgens kan de governance zo worden aangepast dat alle stakeholders, waaronder de zojuist genoemde, een rol krijgen in het besluitvormingsproces.
- ▶ Een consistente aanpak vereist voorts dat de bedrijfsrapportage dit proces ondersteunt, waarbij *integrated reporting* een geschikt model biedt.
- ▶ Het includeren van natuurlijk en sociaal kapitaal in de uitkeringstest – naast financieel kapitaal – is daarmee coherent.

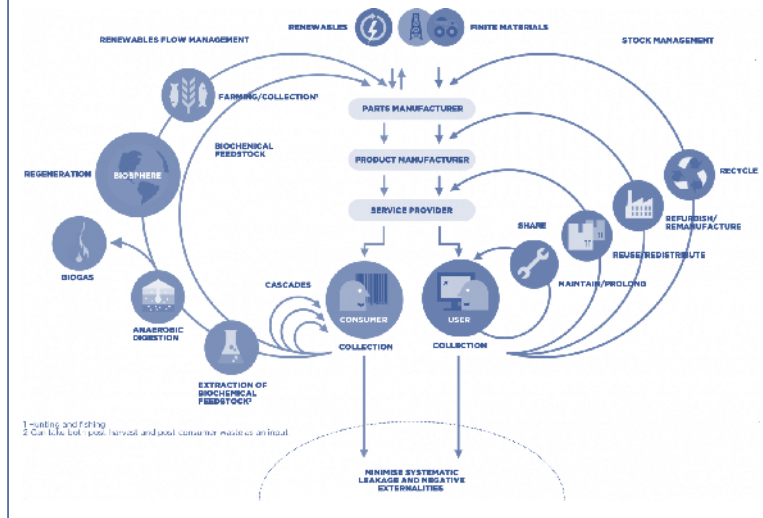
Van ondernemingen wordt er in Nederland verwacht dat zij het maatschappelijk belang in hun beslissingen meenemen. Principe 1.1 van de Corporate Governance Code uit 2016 (hierna: de Code) spreekt van een 'langetermijnwaardecreatie' voor de maatschappij, hetgeen in de ontwerp-herziene Code bevestigd is (hierna: de 2022-Code). Diverse auteurs betogen in dit preadvies dat het maatschappelijk belang in de governance van ondernemingen moet worden verankerd. Dat is eenvoudiger gezegd dan gedaan. Het maatschappelijk belang behelst sociale en ecologische belangen, hier en elders, maar ook in de toekomst. Deze bijdrage bevat voorstellen voor hoe de belangen van zowel toekomstige generaties als de flora en fauna in de governance van een onderneming te verankeren zijn.

In de definitie van duurzame ontwikkeling van de Verenigde Naties werd er dertig jaar geleden al verwezen naar toekomstige generaties (Brundtland, 1987): “[een ontwikkeling die] tegemoetkomt aan de noden van het heden, zonder de mogelijkheden van de toekomstige generaties om in hun eigen

**TINEKE
LAMBOOY**

Hoogleraar aan de
Nyenrode Business
Universiteit en lid
van het kernteam
Lab Toekomstige
Generaties

Ellen MacArthur Foundation: 'Butterfly diagram' **FIGUUR 1**
circular economy



behoeften te voorzien in het gedrang te brengen”. Die ‘noden van het heden’ zijn uiteengezet in de Duurzame-ontwikkelingsdoelen (Sustainable Development Goals; SDG’s) van de VN, en geanalyseerd door Kate Raworth in de *Social Foundation* (Raworth, 2017). De zorg voor toekomstige generaties en de natuur wordt in veel VN-documenten genoemd, waaraan ook Nederland zich heeft gecommitteerd. Het probleem is dat deze stakeholders niet zelf voor hun belangen kunnen opkomen zolang ze geen (geinstitutionaliseerde) stem hebben in de besluitvormingsprocessen van overheden en ondernemingen.

Dat de behoeften van toekomstige generaties en de natuur nu reeds in het gedrang komen door onze economische ontwikkeling, is vastgesteld in de *Planetary Boundaries*-onderzoeken van het Stockholm Resilience Centre (2022). Zes van de negen planetaire biofysische grenzen zijn overschreden, namelijk: klimaat; biodiversiteit; zoet water; chemicaliën en plastic in het milieu; landgebruik; en de fosfor-stikstof-cycli. Hierdoor worden biofysische patronen onvoorspelbaar, en doen er zich steeds meer abrupte, grootschalige en onomkeer-

bare veranderingen voor. Uiteindelijk zal er voor de toekomstige generaties geen ‘safe operating space’ meer zijn.

Voor veel ondernemingen is het een uitdaging om uit te vinden of hun bedrijfsactiviteiten impact hebben op mensen, toekomstige generaties en de natuur – en welke dat dan is. De eerste stap zou het uitvoeren van een ‘due diligence’-onderzoek (‘gepaste zorgvuldigheid’) moeten zijn inzake internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen (IMVO), ook wel ‘IMVO-risicomanagement’ genoemd. Dit wordt gevergd van ondernemingen door *De OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen* (OESO, 2011), en de *Guiding principles on business and human rights* van de VN (VN, 2011). Bij het opstellen van deze normen waren ondernemingen en hun koepelorganisaties partij. Ook de IMVO-sectorconvenanten van de SER vereisen dat de convenantpartijen zo’n onderzoek uitvoeren (SER, 2022a). Deze internationale *soft law*-normen geven invulling aan open normen zoals ‘zorgvuldigheid’ (Rechtbank Den Haag, 2021) en ‘behoorlijk ondernemingsbestuur’. Een aantal jurisdicties verplicht ondernemingen om IMVO-onderzoek te doen en daarover te rapporteren (Frankrijk [IMVO], Verenigd Koninkrijk en Australië [slavernij] en de Europese Unie [hout en conflictmineralen]). Waarschijnlijk gaat binnenkort een algemene IMVO due diligence-plicht gelden ingevolge Europese en Nederlandse wetgeving (SER 2022b). De onderzoeksresultaten helpen de onderneming om te bepalen welke maatregelen er nodig zijn om de negatieve gevolgen van de bedrijfsactiviteiten ongedaan te maken, en deze in de toekomst te voorkomen. Dit wordt hierna nader uitgewerkt.

Uit onderzoek blijkt echter dat de meeste ondernemingen geen onderzoek doen, en dat zij die die wel doen zich vaak beperken tot het onderzoeken van risico’s op milieu- óf mensenrechtengebied (EC, 2020). Veel ondernemingen gaan vervolgens niet verder dan het stapsgewijs terugdringen van negatieve effecten. Met andere woorden: weinig ondernemingen wijzigen hun businessmodel zodanig dat zij een *positieve* invloed hebben op toekomstige generaties en de natuur (langetermijnwaardecreatie). Maatschappelijke ondernemingen pakken dat anders aan – zij hebben hun businessmodel juist specifiek ontwikkeld om maatschappelijke uitdagingen tege-

moet te treden en zo positieve invloed uit te kunnen oefenen (Lambooy et al., 2021). Door middel van impact-rapportages laten ze zien in hoeverre ze daarin succesvol zijn (Register Sociale Ondernemingen). Deze bijdrage gaat echter niet over maatschappelijke ondernemingen, maar over ‘reguliere’ ondernemingen – die ook hun businessmodel moeten evalueren, en als dat nodig is te herzien, om maatschappelijke waarde te kunnen creëren. Daarvoor zijn er een toekomstvisie en -plan nodig. Verderop wordt deze gedachtegang uitgewerkt.

Belangrijk is voorts om de visie en het plan op effectieve wijze te implementeren. In deze bijdrage worden opties besproken om de belangen van huidige en toekomstige stakeholders, en van de natuur te verankeren in de governance. Een consistente aanpak vereist dat de bedrijfsrapportage dit proces ondersteunt, en dat de uitkeringstest ook deze belangen in aanmerking neemt.

IMVO-DUE DILIGENCE EN CIRCULARITEIT

In een IMVO due diligence onderzoek wordt onderzocht of er in de internationale waardeketen van de onderneming mensenrechten en arbeidsnormen worden geschonden, er milieuvervuiling wordt veroorzaakt, en of er sprake is van corruptie. De waardeketen begint bij de grondstoffen: waar en hoe worden die gewonnen? Vervolgens loopt men de keten langs totdat het eindproduct of de dienst is (op)gebruikt. Ook de afvalstromen vormen een onderdeel van het onderzoek, omdat deze invloed hebben op mens en natuur – bijvoorbeeld plasticafval in waterstromen en oceanen, en koolstof, CO₂ en stikstofoxiden in de lucht. Bij online-diensten, het digitaliseren van productieprocessen, de inzet van technologie en het operationeel houden van datacentra spelen er eveneens veel issues: metalen voor datacentra en de hardware van gebruikers komen uit mijnen die aan de lokale biodiversiteit schade toebrengen; om de software te laten draaien is er energie nodig; online kan er illegale content circuleren (bijvoorbeeld wapenverkoop); en de arbeidsvoorwaarden van werknemers in de keten zijn vaak slecht. De klanten van een onderneming moeten ook in beeld worden gebracht – aan wie worden bijvoorbeeld de metalen, chemicaliën of wapens verkocht, en wat doet die koper daarmee? (Hoge Raad, 2009; 2018)

De directe toeleveranciers en afnemers zijn meestal wel bekend, maar de schakels verderop in de waardeketen vaak niet. Een onderneming moet dus moeite doen om haar producten- en dienstenketens, ketenpartners, klanten, andere stakeholders en haar impact op de natuur in kaart te brengen. Daarna kan de invloed worden geïnventariseerd (Lambooy et al., 2019). Er bestaan diverse methoden om de *end-to-end*-cyclus van een product of dienst te analyseren (UNEP/CETAC, 2017; Lambooy et al., 2017; Croes, 2021). Het proces wordt gemakkelijker wanneer de onderneming de hele verticale product- en dienstenketen in eigendom heeft, dan wel contractueel kan controleren. Een alternatief is om te werken met keurmerken. De organisaties achter de keurmerken onderzoeken de herkomst en productiemethoden van de materialen en producten. Vervolgens dient dan nog wel het einde van de waardeketen te worden beoordeeld – het gebruik door de eindgebruiker en het afval.

Een cruciaal duurzaamheidsdoel is om onze economie circulair te maken (*Circular Economy Action Plan*, zie EC (2021)). Circulariteit houdt in dat alle product-, water-, energie- en afvalstromen zo worden ontworpen dat alles uit hernieuwbare bronnen komt en herbruikbaar is, met andere woorden: zijn waarde behoudt (Ellen MacArthur Foundation; Maitre-Ekern, 2019). Daarbij moet landconversie worden voorkomen, en natuur moet kunnen regenereren (figuur 1). Een IMVO-onderzoek levert een onderneming vele inzichten op over de transitie naar een circulair businessmodel.

(HER)ONTWERPEN VAN HET BUSINESSMODEL

De transitie van lineair naar circulair vergt in de meeste gevallen het opnieuw ontwerpen van het businessmodel. Bovendien leiden maatregelen – nodig om negatieve externe effecten te voorkomen en om tot een *‘true price’* te komen – ook tot verandering. De non-profit-organisatie het *Lab Toekomstige Generaties* (Lab TG), heeft een manier ontworpen om daarover na te denken met diverse bij de onderneming betrokken personen (bestuurders, werknemers, stakeholders, adviseurs). Teneinde een gezamenlijke toekomstvisie te formuleren, wordt er een ‘ToekomstRaad’ georganiseerd. De deelnemers worden ‘meegenomen’ naar hun voorouders,

en wat die hebben bijgedragen aan het leven van de deelnemer vandaag. Vervolgens gaan de deelnemers op reis naar de toekomst, bijvoorbeeld naar het jaar 2100. Iedere deelnemer wordt gevraagd om in stilte te reflecteren op de mooist mogelijke toekomst, en wat deze onderneming daaraan kan bijdragen. De ‘toekomstbeelden’ worden in subgroepen gedeeld, en daarna in de plenaire sessie. Omdat er een jaartal vrij ver weg wordt gekozen, en er ook een concrete vraag wordt gesteld – namelijk hoe *deze* onderneming kan bijdragen aan een mooist mogelijke toekomst – vervallen veel tegenstellingen en belangenposities die de onderneming er vandaag van weerhouden om de koers te wijzigen. Vaak blijkt het dat veel deelnemers vergelijkbare perspectieven schetsen. Daarna wordt er via ‘*back casting*’ geformuleerd wat de onderneming op weg naar die mooist mogelijke toekomst in 2075, 2050, 2025 moet hebben gedaan. Zo kan het businessmodel worden aangepast en een actieplan worden opgesteld.

Een bijkomend instrument is de ‘*Toekomst Effect Rapportage*’ (TER), dat door het Lab TG en de consultantfirma Accenture wordt ontworpen. Het doel is om daarmee bedrijven te ondersteunen in de transitie van hun businessmodel, door regelmatig te bespreken hoe de beslissingen van vandaag invloed kunnen hebben op toekomstige generaties en de natuur. De nieuwe doelstellingen vergen een nieuwe governancestructuur, aanpassing van de bedrijfsactiviteiten en de monitoring daarvan. Door de TER periodiek uit te voeren kan een onderneming daarbij op koers gehouden worden. De onderneming kan de uitkomsten publiekelijk

delen in haar jaarverslag om zo invulling te geven aan de langetermijnwaardecreatie.

AANPASSING VAN HET GOVERNANCEMODEL

De instructie in de Code om de belangen van stakeholders in acht te nemen, heeft er in het algemeen niet toe geleid dat stakeholders op formele wijze worden betrokken bij de besluitvormingsprocessen. Voor maatschappelijke-waardecreatie is het belangrijk dat stakeholders – ook toekomstige generaties en de natuur – een expliciete stem krijgen (Starik, 1995). Tot nog toe heeft het onvoldoende gewerkt als ‘gewone’ bestuurders zich over dergelijke belangen ontfemen. Een manier is om meer diversiteit in de samenstelling van het bestuur te brengen, in aanvulling op hetgeen er wettelijk wordt vereist en in de Code wordt voorgeschreven (zoals met betrekking tot gender). Jongeren of vertegenwoordigers van jongerenorganisaties kunnen bijvoorbeeld in het bestuur worden opgenomen, wellicht met een aangepaste rol, om zo de belangen van jongeren naar voren te brengen. Verder kan een bestuurder met de portefeuille ‘toekomstige generaties en natuur’ worden benoemd met de taak om de koers van de onderneming te monitoren en op die thema’s bij te sturen (kader 1).

Een andere optie is om in het bestuur vertegenwoordigers op te nemen van organisaties die de belangen van toekomstige generaties en/of de natuur vertegenwoordigen; bijvoorbeeld het Lab TG, het Wereldnatuurfonds of een ‘natuurrechtspersoon’. Met natuurrechtspersoon wordt bedoeld op een element van de natuur zoals een rivier, een berg of een dier(soort) die bij wet of via de rechter rechtspersoonlijkheid heeft gekregen. Wereldwijd zijn er de afgelopen vijftien jaar meer dan 400 initiatieven gelanceerd om rechten aan elementen van natuur te geven (Putzer et al., 2022). Daarvan is al ruim 60 procent geëffectueerd. Wanneer een onderneming opereert in een gebied in of nabij een natuurrechtspersoon, zoals de lagune Mar Menor in Spanje (The Guardian, 2022b), dan kan de ‘guardian’ van die rechtspersoon in het bestuur van de onderneming worden benoemd om te monitoren dat de ondernemingsactiviteiten worden uitgevoerd zonder de betreffende natuur te beschadigen.

Faith In Nature

KADER 1

De Schotse onderneming voor natuurlijke schoonheidsproducten Faith In Nature heeft een *non-executive director* benoemd met de portefeuille ‘nature guardian’, “*giving the natural world a legal say in its business strategy*” (The Guardian, 2022a). De statuten vermelden nu dat de onderneming beoogt “*to have a positive impact on nature as a whole*”. De onderneming zal transparant zijn over de bestuursbeslissingen. Wanneer van de inbreng van de ‘nature guardian’ wordt afgeweken, zal de motivatie daartoe worden gepubliceerd.

Een andere manier om een expliciete stem te geven aan toekomstige generaties en de natuur is om een ‘stakeholdersraad’ in te stellen, en dit orgaan in de statuten te verankeren (Colenbrander en Lambooy, 2017; 2018). De competenties van zo’n statutair orgaan zijn beperkt door de artikelen 2:78a en 2:189a BW en de competenties die in Boek 2 BW aan het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering zijn toegewezen. De stakeholdersraad kan wel statutair het recht krijgen om informatie op te vragen en/of gehoord te worden ten aanzien van (bepaalde) onderwerpen of voorgenomen besluiten, en ook om een niet-bindend advies te geven aan het bestuur, dan wel met initiatiefvoorstellen te komen (art. 23 lid 3 WOR). In de stakeholdersraad kunnen representanten van toekomstige generaties en de natuur worden benoemd.

Een variant daarop is om toekomstige generaties en de natuur via een ‘prioriteitsstichting’ een stem te geven bij belangrijke beslissingen, zoals het doen van een bindende voordracht voor nieuwe bestuurders, en zoals de instemming inzake besluiten die de kernactiviteiten of organisatie betreffen. Dan worden bijzondere rechten aan het orgaan van prioriteitsaandeelhouders in de statuten toegekend (artt. 2:92(3) en 2:201(3) BW). In het stichtingsbestuur kunnen dan vertegenwoordigers van toekomstige generaties en de natuur worden benoemd (kader 2).

Een alternatief om de belangen van toekomstige generaties en de natuur in de governance op te nemen, is het aanstellen van een ‘Ombudspersoon voor Toekomstige Generaties’. Die kan deel uitmaken van een stakeholdersraad of bestuur van een prioriteitsstichting, dan wel worden benoemd op een niet in de statuten verankerde positie. In dat laatste geval zal de effectiviteit op een andere wijze moeten worden gewaarborgd. Het aanstellen van een ombudspersoon is een van de door het Lab TG ontwikkelde instrumenten om de belangen van toekomstige generaties te behartigen. Daarnaast pleit het Lab TG voor institutionalisering van een ‘Ombudspersoon voor Toekomstige Generaties’ in het Nederlandse bestel, net zoals de *Future Generations Commissioner for Wales* in de *Well-Being of Future Generations (Wales) Act* uit 2015.

Tot slot, een praktisch uit te voeren idee is afkomstig van oud-minister en schrijver Jan Terlouw: plaats een fysieke

‘Toekomststoel’ in de bestuurskamer, die bestuurders eraan herinnert dat alle besluiten van vandaag invloed hebben op toekomstige generaties (www.toekomststoel.nl).

INTEGRATED REPORTING EN DE UITKERINGSTEST BIJ KAPITAALSUITKERINGEN

Het wijzigen van het businessmodel om maatschappelijke waarde te creëren, ook voor toekomstige generaties en de natuur, vergt dat de interne en externe rapportagelijnen daaraan worden aangepast, met vaststelling van duidelijke indicatoren. Financiële successen moeten worden gekoppeld aan sociale en ecologische successen om maatschappelijke-waardecreatie aan te tonen. Integrated reporting is de meest geëigende wijze om dat te doen, omdat de drie kapitalen – natuurlijk kapitaal (*planet*), sociaal kapitaal (*people*) en financieel kapitaal (*profit*) – met elkaar worden verbonden (Lambooy et al., 2014; Villiers, 2014). Een integrated report geeft dus inzicht in de financiële, sociale en ecologische resultaten, om zodoende aan te tonen welke maatschappelijke waarde de onderneming creëert. Ook wordt er aangegeven welke maatregelen er zijn genomen om negatieve impact ongedaan te maken en positieve impact te genereren (Maas et al., 2016). Deze vorm van rapportage ondersteunt het bestuur bij het sturen op maatschappelijke-waardecreatie en bij het afleggen van verantwoording aan de stakeholders. Al is de methodiek nog niet perfect, een aantal ondernemingen is hiermee al aan de gang gegaan. Wanneer de onderneming

Patagonia

KADER 2

Bij het outdoormerk Patagonia wordt 2 procent van de aandelen en alle beslissingsbevoegdheid overgedragen aan een trust, die toezicht moet houden op de naleving van de missie en waarden van de onderneming. De andere 98 procent van de aandelen, en daarmee bijna alle dividenden, gaat naar de non-profitorganisatie Holdfast Collective, met het doel “to fight the environmental crisis, protect nature and biodiversity, and support thriving communities, as quickly as possible” (The Guardian, 2022c). De onderneming verklaarde: “As of now, Earth is our only shareholder.”

een ToekomstRaad heeft georganiseerd en/of een TER als instrument gebruikt, dan kan zij ook daarvan verslag doen.

In lijn daarmee wordt voorgesteld om bij hantering van de uitkeringstest, naast een beoordeling van de toestand van het financieel kapitaal, ook die van het sociaal kapitaal en het ecologisch kapitaal van de onderneming te onderzoeken (Ang en Lambooy, 2022). Ingevolge de artikelen 2:105 en 216 BW kunnen dividend of andere uitkeringen slechts aan de aandeelhouders worden verstrekt voor zover er voldaan is aan de balanstest (eigen vermogen is groter dan de verplichte wettelijke en statutaire reserves) en de solventie/liquiditeitstest (beoordeling of de vennootschap na de uitkering nog kan voortgaan met het betalen van opeisbare schulden). Beide testen zien alleen op de financiële situatie. Een vergelijkbare aanpak zien we in de wetgeving van de EU, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Australië (Ang en Lambooy, 2022). Daarmee wordt er voorbijgegaan aan het ondernemingsbelang van het goed onderhouden van het natuurlijk en sociaal kapitaal. Immers, zonder het natuurlijk en sociaal kapitaal kan de onderneming niet voortbestaan. Evenzeer wordt er voorbijgegaan aan de verantwoordelijkheid van de onderneming om ecologische en sociale schade te voorkomen en te herstellen, omdat dergelijke kosten thans meestal niet in de balans zijn opgenomen. Zo is de situatie ontstaan dat een onderneming ondanks bestaande problemen wel eigen aandelen kan inkopen of dividend kan uitkeren, waardoor er vervolgens vaak geen geld meer over is om dergelijke problemen op te lossen.

Bij uitbreiding van de uitkeringstest zou een bestuur moeten nagaan of de onderneming nog moet investeren in maatregelen om negatieve effecten van de ondernemingsactiviteiten aan te pakken. Bijvoorbeeld: het plaatsen van zonnepanelen voor de elektriciteitsvoorziening; bossen planten ter compensatie van CO₂-uitstoot; opleidingen organiseren voor personeel; of herstelbetalingen uitvoeren om de salarisongelijkheid tussen mannen en vrouwen op te heffen. Teneinde de drie kapitalen te verbinden, zou het passend zijn om dat terug te laten komen in de uitkeringstoets. Daarbij kan er worden geprofiteerd van de informatie die het integrated report biedt. De implementatie van IMVO en een circulair businessmodel vergt een andere manier van rapporteren en beoordelen. Indien de wetgever deze gedachtegang zou overnemen in de uitkeringstest, zou hij daarmee het bestuur steunen in zijn ambitie om zorgvuldig en circulair te opereren.

CONCLUSIE

Het vereiste van de langetermijnwaardecreatie (Code en 2022-Code) vergt dat een onderneming naast de belangen van de huidige ook die van de toekomstige generaties onderzoekt, evenals die van de flora en fauna. De categorieën hebben momenteel geen stem in ondernemingen. In deze bijdrage is er onderzocht hoe die stemmen in de praktijk kunnen worden gehoord.

Ten eerste is hier besproken dat het organiseren van een ToekomstRaad, het hanteren van een TER en een Toekomststoel, alsook het benoemen van een Ombudspersoon voor Toekomstige Generaties, de onderneming kan helpen om de (nieuwe) koers uit te zetten en de huidige werkmethoden toekomstbestendig te maken. In principe kan elke onderneming dergelijke methoden zelf oppakken en ontwikkelen; daar is geen wetgeving voor nodig, noch bestaan er vaste vormen voor. De methodiek van de TER en de intentie om die jaarlijks toe te passen, kan in de corporategovernance-verklaring worden opgenomen, waarmee het bestuur aangeeft dat aan de maatschappelijke zorgvuldigheidstoets voor het besturen van de onderneming verdere invulling wordt gegeven. Dit zou dan ook in het jaarverslag moeten worden vermeld. Daarnaast dient de onderneming vanzelfsprekend regelmatig haar wereldwijde keten te onderzoeken, om mensenrechtenschendingen en negatieve impact op de natuur te signaleren en om corrigerende maatregelen te nemen.

Ten tweede, om de stemmen van stakeholders die thans niet worden gehoord in de governance op te nemen – de toekomstige generaties en de natuur – wordt aanbevolen om daarvoor vertegenwoordigers in het bestuur op te nemen, dan wel een bestuurder met de portefeuille ‘toekomstige generaties en natuur’ te benoemen. Als alternatief is het instellen van een statutair verankerde stakeholdersraad en/of het uitgeven van prioriteitsaandelen gesuggereerd – beide met specifieke rechten om invloed uit te oefenen op de besluitvorming in de onderneming. De ondernemingen Faith In Nature en Patagonia brengen deze varianten al in praktijk.

Ten derde, over de afweging van de belangen van toekomstige generaties en de natuur dient er steeds intern en ook extern verantwoording te worden afgelegd. Integrated reporting biedt daarvoor een model, omdat daarin het natuurlijk kapitaal, sociaal kapitaal en financieel kapitaal met elkaar worden verbonden. In lijn daarmee wordt voorgesteld om bij uitkeringen aan aandeelhouders een bredere invulling te geven aan de uitkeringstest – namelijk een die uitgaat van alle drie de genoemde kapitalen. Daarmee wordt een bestuur in zijn ambitie gesteund om zorgvuldig en circulair te opereren.

LITERATUUR

- Ang, Y.S. en T.E. Lambooy (2022) (Re)defining corporate solvency for sustainability. *International and Comparative Corporate Law Journal*, 15(2), 56–92.
- Brundtland, G.H. (1987) *Our common future: Report of the World Commission on Environment and Development*. UN-Document A/42/427.
- Colenbrander, A.G. en T.E. Lambooy (2017) Actuele ontwikkelingen betreffende het organiseren van een gestructureerde stakeholdersdialoog. *Juridisch up to Date*, artikelnr. 2017-0115.
- Colenbrander, A. en T. Lambooy (2018) Engaging external stakeholders in Dutch corporate governance. *International and Comparative Corporate Law Journal*, 13(2), 1–20.
- Croes, P. (2021) *Comprehensive in-supply chain life cycle assessment of the preventive cost-based externalities of products*. Proefschrift Universiteit Utrecht.
- Ellen MacArthur Foundation (2019) *The butterfly diagram: visualising the circular economy*.
- EC (2020) *Study on due diligence requirements through the supply chain: Final report*. Europese Commissie, januari. Te vinden op op.europa.eu.
- EC (2021) *Circular economy action plan*. Europese Commissie. Te vinden op environment.ec.europa.eu.
- Hoge Raad (2009) *Van Anraat*; ECLI:NL:HR:2009:BG4822.
- Hoge Raad (2018) *Kouwenhoven*; ECLI:NL:HR:2018:2336.
- Lambooy, T., M. Bosman en S. Solaimani (2017) *Sustainability hot spot analysis of two ready-made garments*. Report of findings in Work Package 3. Te vinden op www.smart.uio.no.
- Lambooy, T., M. Bosman, A. Argyrou et al. (2019) *The regulatory ecology of two severe sustainability hot spots in the product life cycles of a pair of jeans and a T-shirt*. Report of findings in Work Package 3. Te vinden op www.smart.uio.no.
- Lambooy, T., A. Argyrou en A. Bolhuis (2021) A tailor-made legal form for social enterprises in the Netherlands is on its way. *European Company Law*, 18(1), 22–33.
- Lambooy, T., R. Hordijk en W. Bijveld (2014) Communicating about integrating sustainability in corporate strategy: Motivations and regulatory environments of integrated reporting from a European and Dutch Perspective. In: R. Tench, W. Sun en B. Jones (red.), *Communicating Corporate Social Responsibility: Perspectives and Practice (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability, Vol. 6)*: Bingley: Emerald Group Publishing Limited, p. 217–255.
- Maas, K., S. Schaltegger en N. Crutzen (2016) Advancing the integration of sustainability measurement, management and reporting. *Journal of Cleaner Production*, 133, 859–862.
- Maitre-Ekern, E. (2019) *Towards a circular economy for products: An analysis of EU's policy and regulatory framework in an ecological perspective*. Universitetet i Oslo, Proefschrift. Te vinden op www.duo.uio.no.
- OESO (2011) *De OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen*. Nederlandse vertaling, versie 2011, te vinden op www.oesoriichtlijnen.nl.
- Putzer, A., T. Lambooy, R. Jeurissen en E. Kim (2022) Putting the rights of nature on the map. A quantitative analysis of rights of nature initiatives across the world. *Journal of Maps*, 1–8.
- Raworth, K. (2017) *Doughnut economics: Seven ways to think like a 21st-century economist*. White River Junction, VT: Chelsea Green Publishing.
- Rechtbank Den Haag (2021) *Milieudefensie et al. vs. Shell*; ECLI:NL:RBDHA:2021:5337.
- SER (2022a) *IMVO-convenanten*. Te vinden op www.imvoconvenanten.nl.
- SER (2022b) *Wat betekent het EU-wetsvoorstel due diligence voor Nederland?* Te vinden op www.imvoconvenanten.nl.
- Starik, M. (1995) Should trees have managerial standing? Toward stakeholder status for non-human nature. *Journal of Business Ethics*, 14(3), 207–217.
- Stockholm Resilience Centre (2022) *Planetary boundaries*. Informatie te vinden op www.stockholmresilience.org.
- The Guardian (2022a) Eco beauty company ‘appoints nature’ to its board of directors. *The Guardian*, 22 september.
- The Guardian (2022b) Endangered Mar Menor lagoon in Spain granted legal status as a person. *The Guardian*, 21 september.
- The Guardian (2022c) Patagonia’s billionaire owner gives away company to fight climate crisis. *The Guardian*, 15 september.
- UNEP/SETAC (2016) *Hotspots analysis: An overarching methodological framework*. UNEP/SETAC Life Cycle Initiative. Te vinden op europa.eu.
- Villiers, C. (2014) Integrated reporting for sustainable companies: What to encourage and what to avoid. *European Company Law*, 11(2).
- VN (2011) *Guiding principles on business and human rights*. Te vinden op www.ohchr.org.

Toekomstbestendige governance door invoering van een maatschappelijke raad

**NICOLETTE
LOONEN**

Oprichter van
TOSCA – Tribe
of Sustainability
Change Agents

Veel bestuurders worstelen met het vinden van een antwoord op maatschappelijke vraagstukken, zoals het oplossen van sociale ongelijkheid, een einde maken aan klimaatverandering, of het bestrijden van verlies aan biodiversiteit. De verwachting in de samenleving wat betreft de rol van ondernemingen bij deze vraagstukken is tegelijkertijd hooggespannen.

IN HET KORT

- ▶ De rol van ondernemingen in de samenleving is in de afgelopen vijftig jaar aanzienlijk veranderd. Toch is de governance ongewijzigd gebleven.
- ▶ Door de verschuiving van de ‘shareholdersfocus’, via de ‘stakeholdersfocus’ naar de ‘rightsholdersfocus’ is er een andere manier van besturen nodig, die recht doet aan de meervoudige belangenafweging in de bestuurskamer van bedrijven.
- ▶ Een maatschappelijke raad zorgt voor een modernisering van de governance, die bijdraagt aan een meer toekomstbestendige sturing.

Van een eendimensionale focus op aandeelhouders ...

Van de jaren zeventig tot het eind van de vorige eeuw had de filosofie van Milton Friedman nog de overhand, en werden bedrijven afgerekend op de winstmaximalisatie voor aandeelhouders (Friedman, 1970). Dit werd ook wel aangeduid als een ‘shareholdersfocus’. Zo lang er winst gemaakt werd binnen de grenzen van de wet, was alles geoorloofd. Deze eendimensionale focus was voor bestuurders een relatief makkelijk ankerpunt, want de enige norm waaraan een besluit moest worden getoetst, was of het initiatief winst opleverde of niet. Daardoor was ook het toezicht op besturen eenvoudig. Zo lang er jaar op jaar goede resultaten werden geboekt, moest de conclusie wel zijn dat het bestuur goed functioneerde. Vele raden van commissarissen bestonden uit oud-bestuurders, die met gesloten enveloppen naar de vergadering kwamen. Er werd immers niet van hen verwacht dat ze kritisch waren op de stukken, maar vooral dat ze goede adviezen gaven aan de volgende generatie bestuurders. De ervaring die de ‘old boys’

zelf als oud-bestuurders hadden opgedaan, werd via de raad van commissarissen aan de 'new boys' doorgegeven.

... via een dubbele focus op winst en duurzaamheid ...

Begin jaren negentig beginnen de eerste belangenorganisaties, zoals bijvoorbeeld Greenpeace, voet tussen de deur te krijgen bij de grote organisaties, in hun strijd om een meer duurzaam ondernemerschap. Zij dwingen bijvoorbeeld Shell om een afgedankt olie-opslagplatform (de Brent Spar) niet af te laten zinken, maar te ontmantelen, aangezien afzinken in de ogen van Greenpeace een enorme milieuschade zou opleveren. Onder druk van de publieke opinie nam Shell in 1995 het besluit om de Brent Spar te ontmantelen.

Steeds meer bedrijven nemen sinds die tijd *public affairs*-specialisten in de arm om hun imago te bewaken, en om het gesprek aan te gaan met activistische clubs – met als doel om vergelijkbare incidenten te voorkomen. Daarnaast richtten een toenemend aantal bedrijven in deze periode een MVO-afdeling op, die verantwoordelijk was voor projecten gericht op duurzaamheid. Michael Porter, professor bij de Harvard Business School, publiceerde in 2011 zijn visie op de rol van bedrijven in het artikel 'Creating shared value' (Porter en Kramer, 2011). Hiermee bedoelde hij dat bedrijven enerzijds winstmaximalisatie konden blijven nastreven, terwijl ze tegelijkertijd de economische en sociale condities in hun omgeving konden verbeteren. Een voorbeeld dat hij veel aanhaalde was dat energiebesparing goed is voor het milieu, en ook nog eens tot kostenreductie leidt. Een win-win dus. Deze 'shared value'-visie komt vervolgens bij steeds meer bedrijven in zwang. Toch is Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO) nog niet een strategisch onderwerp op veel bestuursagenda's. Ook commissarissen besteden weinig tijd aan duurzaamheid, zoals blijkt uit de afwezigheid van het onderwerp in het jaarverslag van de raad van commissarissen. De indicatoren waarop wordt gestuurd, zijn nog steeds voornamelijk financieel, en MVO is vooral gericht op *do-no-harm*. Pas wanneer het bedrijf negatief in het nieuws komt, komen de bestuurders in actie. Toezicht op duurzaamheid is nog steeds afwezig, mede vanwege het niet-strategische karakter van het onderwerp.

... naar een multi-dimensionale focus op meerdere belanghebbenden ...

Tien tot vijftien jaar geleden werd het steeds duidelijker dat de focus op winstmaximalisatie weliswaar vaak gunstig uitpakte voor de aandeelhouders, maar sterke negatieve gevolgen kon hebben voor andere belanghebbenden bij de onderneming, zoals leveranciers, werknemers of zelfs klanten. Voorbeelden zijn de slechte werkomstandigheden bij leveranciers van de kledingindustrie, de uitholling van rechten van de chauffeurs bij een platform zoals Uber, of de schadelijke gevolgen van roken voor de gezondheid van klanten van de tabaksindustrie. De opkomst van sociale media zorgt ervoor dat de druk vanuit maatschappelijke organisa-

De centrale vraag voor bestuurders zou moeten zijn: 'voeg ik hiermee waarde toe aan de samenleving, zonder de rechten van mens en natuur te schaden?'

ties ineens veel groter wordt. De publieke opinie over de rol van ondernemingen verandert daardoor ook. Steeds grotere groepen burgers zien in dat MVO vaak niets meer is dan het neerzetten van een positief imago, maar dat er te weinig wordt gedaan aan het terugdringen van negatieve gevolgen voor henzelf. De verwachting over de rol van ondernemingen in de samenleving verandert dus ook. Niet alleen het belang van de aandeelhouders moest worden gediend, maar ook de belangen van de andere betrokkenen, de stakeholders, dienden in ogenschouw te worden genomen. Steeds vaker werden ondernemingen op deze bredere rol aangesproken. Zo was voor de kledingindustrie de ramp in Bangladesh in 2013, waarbij een fabriek instortte met meer dan 1.000 doden en gewonden tot gevolg, de Rhana Plaza-ramp, een eyeopener.

Er moest onderkend worden dat ondernemingen een verantwoordelijkheid hadden voor hun gehele handelsketen. Ook de toenemende klimaatcrisis dwingt bedrijven om doelstellingen te formuleren voor hun CO₂-emissies. Soms vanuit een intrinsiek gedreven motivatie, maar vaak vanuit druk van buitenaf. Uiteraard hebben ook het akkoord van Parijs en de lancering van de SDG's (Sustainable Development Goals), beide in 2015, een grote invloed op de manier waarop bedrijven zelf hun rol zien in de samenleving. MVO-afdelingen worden daarom steeds strategischer gepositioneerd – bij risicomangement worden duurzaamheidsrisico's steeds meer meegenomen, en commissarissen besteden meer aandacht aan duurzaamheid. In commissaris-opleidingen komt er ook meer aandacht voor duurzaamheid, tot aan de specifieke opleidingen voor bestuurders en commissarissen gericht op duurzaamheid.

Ook in Nederland krijgt in die periode het creëren van positieve waarde voor alle stakeholders – ook wel 'meervoudige waarde' of 'langetermijnwaardcreatie' genoemd – steeds meer voet aan de grond. Stakeholders hebben in de meest recente (concept-)herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code als volgt een plek gekregen: "Stakeholders zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden." (Corporate Governance Code, 2016).

Er ontstond dus een verschuiving van 'shareholders-focus' via 'shared-value-focus' naar de zogenaamde 'stakeholders-focus'. De besluitvorming door bestuurders, en het toezicht daarop door toezichthouders, werd hierdoor complexer en multi-dimensionaal. Wat goed is voor de aandeelhouder, hoeft niet goed te zijn voor de werknemers of voor de klanten. Robbert Dijkgraaf schreef hierover een krachtige column, waarin hij stelde dat een probleem zelden een afweging is tussen 'a' of 'b', maar vaak tussen meerdere dimensies (Dijkgraaf, 2020). Eerder dus een *trilemma*, of zelfs een *pobylemma*, in plaats van een dilemma. We zien hierdoor ook de rol van het interne toezicht veranderen en intensifiëren.

Toezichthouders vragen aan de bestuurder of alle belangen in kaart zijn gebracht, wanneer er een stuk ter advisering of besluitvorming wordt ingebracht. Zij moeten bij zichzelf te rade gaan of er sprake is van een evenwichtige besluitvorming. Ook de criteria voor ervaring waarop de commissarissen en bestuurders worden geselecteerd, verandert, zodat er meer ruimte is voor diversiteit.

... tot een besef dat ieder mens kan worden geraakt door de activiteiten van de onderneming

Meer recent zien we in het bedrijfsleven dat er af en toe wordt gesproken over een 'rightsholdersfocus' (Walsche, 2022). Hierbij geldt het principe dat alles rechten heeft, ook de natuur. Op het moment dat er op die rechten inbreuk plaatsvindt, kan een ieder een onderneming of een overheid aansprakelijk stellen voor de inbreuk op die rechten. Er hoeft dus geen directe of indirecte relatie te zijn tussen de onderneming en de persoon in kwestie, zoals wel het geval is bij de stakeholdersdefinitie. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het recht van toekomstige generaties, het recht van gemeenschappen die leven in de omgeving van een onderneming, of zelfs het recht van de natuur. Recent hebben er meerdere casussen gespeeld waarbij ondernemingen aansprakelijk werden gesteld voor de inbreuk op bepaalde mensenrechten, zoals het recht op een goede gezondheid, of het recht op een leefbaar klimaat. Denk hierbij aan de rechtszaak van Milieudefensie tegen Shell, gestart door vier Nigeriaanse boeren die claimden slachtoffer te zijn van oliekkages door Shell. Hoewel er veel rechtszaken over mensenrechten worden aangespannen tegen overheden, zien we nu een trend naar rechtszaken tegen ondernemingen. En nog vooruitstrevender voorbeeld komt uit Ecuador, dat in 2008 als eerste land de rechten van de natuur in zijn grondwet opnam.

Een belangrijk uitgangspunt in de rightsholdersfocus is dat een onderneming niet geïsoleerd van zijn omgeving opereert, maar een integraal onderdeel van die omgeving uitmaakt – en op allerlei manieren geraakt wordt door, en invloed heeft op zijn omgeving. Niet in de laatste plaats is klimaatverandering een belangrijk element hierin. Dit heeft catastrofale gevolgen voor bepaalde delen van de econo-

mie, het verlies aan biodiversiteit zorgt voor de instorting van complete industrieën, en de schaarste aan grondstoffen dreigt ons in een recessie te storten. Er dringt langzaam een besef in de bestuurskamer door dat als we door blijven gaan op de weg die we nu volgen, ook de continuïteit van de onderneming in gevaar is.

Bestuurders moeten om die reden systemischer naar hun rol in de samenleving kijken, waarbij zij niet alleen verantwoordelijk zijn voor het voortbestaan van hun eigen onderneming, maar ook voor het voortbestaan van het ecosysteem waarvan zij een onderdeel zijn. Neem het voorbeeld van de stikstofcrisis in Nederland. Dat is niet alleen een probleem van de boeren, maar van een complete keten. Supermarkten, veevoederbedrijven, banken, agrotechnologiebedrijven, allemaal worden ze direct of indirect geraakt door deze crisis. En ook allemaal hebben ze een rol te spelen in het oplossen daarvan. Dan is het beter om te focussen op het gezamenlijk belang, dan het eigen belang voorop te stellen.

Toch wordt er in het bedrijfsleven nog nauwelijks gesproken vanuit de rightsholdersdimensie. Naar mijn mening niet in de laatste plaats omdat de erkenning van een rightsholdersfocus ook kan betekenen dat er in de toekomst geen plek meer is voor het bedrijf waaraan de bestuurder leiding geeft. Waarom zouden we in de toekomst nog een tabaksindustrie willen hebben, terwijl we weten dat de gezondheidsschade ervan enorm is? Waarom zouden we in de westerse wereld nog gebotteld water willen kopen, als we net zulk gezond water uit de kraan kunnen drinken, en water nooit een luxe product mag worden dat alleen voor de rijken beschikbaar is? Waarom moet er iedere zes weken een nieuwe modecollectie in de winkel hangen, als we net zo goed langer kunnen doen met de kleding die we al hebben? Het antwoord op deze vragen is zeer fundamenteel en ingrijpend in vele bedrijfsmodellen.

Bestuurders moeten onderkennen dat duurzaamheid gaat over het voortbestaan van de mensheid, waarin er alleen voor die ondernemingen een plek zal zijn die waarde toevoegen. Waar in het verleden het narratief van duurzaamheid was dat we de aarde moesten redden van de ondergang, begint steeds meer het besef door te dringen dat de aarde het

nog wel een paar biljoen jaar zonder ons redt, maar dat door klimaatverandering en verlies aan biodiversiteit het voortbestaan van de mensheid in gevaar is. Ondernemingen leveren een belangrijke bijdrage aan de opwarming van de aarde, daarom is het niet vreemd dat zij ook worden aangesproken op hun inspanning om die bijdrage ten positieve te keren.

Het besturen van een onderneming wordt er in deze context niet eenvoudiger op. Eerder schreef ik al voor *het Financieele Dagblad* dat besturen in deze tijd om lef en kwetsbaarheid vraagt (Loonen, 2022). Lef om de grote, ambitieuze doelen te durven stellen en van de gebaande paden af te wijken. En kwetsbaarheid om toe te durven geven dat niemand precies weet hoe we die doelen gaan behalen. Ook voor commissarissen wordt het toezicht steeds complexer.

BELANGENAFWEGING IS BELANGRIJKER ÉN COMPLEXER

Bij een rightsholdersfocus moeten bestuurders en toezicht-houders in hun besluitvorming de belangen van meer betrokkenen afwegen dan voorheen. Daarbij moeten niet alleen de belangen van aandeelhouders en van de directe stakeholders, zoals klanten, werknemers en leveranciers, maar ook de gehele waardeketen van leverancier tot klant in ogenschouw worden genomen. En daar bovenop ook het belang van de samenleving, inclusief de natuur, als geheel.

De centrale vraag voor bestuurders zou moeten zijn: zorg ik ervoor dat ik met dit besluit waarde toevoeg aan de samenleving, zonder daarbij de rechten van mens en natuur te schaden? Saldering van positieve en negatieve waarde – dus wat er gebeurt met CO₂-uitstoot (negatieve waarde) en het opkopen van emissierechten (positieve waarde) – is dan niet meer toereikend. De rol van de toezichthouders is om te waarborgen dat alle belangen in kaart zijn gebracht, dat men op een goede manier tot een evenwichtige besluitvorming is gekomen, en dat het antwoord op de vraag zoals die hiervoor is gedeponceerd altijd 'ja' is.

Dit proces van transitie naar een duurzame samenleving is een proces van horten en stoten. Dat deze transitie niet geheel pijnloos is, is evident. Maar de overgang naar een duurzame economie is te urgent om nog te wachten op wet-

gevers die invulling geven aan het begrip ‘maatschappelijke waarde’.

Veel bestuurders die aangeven duurzaamheid belangrijk te vinden, stellen hier ook ambitieuze doelen voor en communiceren hier actief over. Maar de daad bij het woord voegen blijkt toch vaak lastig. Dat bleek onder andere toen vorig jaar de beursgenoteerde bedrijven, bij monde van de VEEO (Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen), op de rem traptten na de lancering van de concept-Corporate Governance Code (Couwenbergh, 2021). Meer recent blijkt dit ook uit de weerstand die er is tegen de invoering van nieuwe regels voor duurzaamheidsverslaggeving. Bedrijven vinden het allemaal te veel en te snel. Onderzoek van Gartner toonde recent aan dat duurzaamheid een van de onderwerpen was die als eerste zou sneuvelen bij een recessie (Gartner, 2022). Jan Rotmans, transitie-hoogleraar, noemt dit in zijn nieuwste boek ‘meestribbelen’ (Rotmans, 2021).

EEN GOVERNANCE ‘FIT FOR PURPOSE’, MET EEN MAATSCHAPPELIJKE RAAD

Naar mijn mening voldoet de huidige governance niet meer, gezien de veranderende opvatting over de rol van ondernemingen in de samenleving en de toegenomen complexiteit waarin ondernemingen opereren. We zien te veel voorbeelden van ‘groenwassen’, zoals in geval van KLM die duurzaam reizen promoot (ClientEarth, 2022), het achterblijven van ambitieuze klimaatdoelen, en een blinde focus op de eeuwige groei in bedrijfsplannen en -strategieën.

De negatieve impact die bedrijven hebben op mens en natuur, wordt nu vaak aan de kaak gesteld door krachten van buitenaf, zoals rechtszaken die worden gevoerd tegen bedrijven of activisten die protesteren bij de voordeur van een bedrijf. Zou het niet veel beter zijn om de belangen die zij vertegenwoordigen, en de dilemma’s die zij naar voren brengen, een plek te geven bij het besturen van organisaties? Op die manier kan er een billijke dialoog worden gevoerd en tot betere oplossingen worden gekomen.

Iemand die zelfs een stap verder is gegaan, is Yvon Chouinard, de oprichter en grootaandeelhouder van het outdoor-kledingmerk Patagonia. In september 2022 droeg

hij het eigendom van zijn miljardenbedrijf over aan twee stichtingen, met als doel de winsten uit het bedrijf volledig in te zetten om een klimaatverandering tegen te gaan. Voor veel bedrijven is deze overgang te drastisch, of zelfs niet haalbaar. Als middel voor een overgang naar een rightsholdersfocus zou een maatschappelijke raad een effectief instrument kunnen zijn om die focus in de huidige governance te waarborgen.

Samen met Herman Mulder lanceerde ik het idee om een maatschappelijke raad te introduceren in het bedrijfsleven (Loonen en Mulder, 2020). De huidige governance is onvoldoende toegerust om de rightsholdersfocus te borgen. Commissarissen zeggen zelf dat zij de blik van buiten naar binnen brengen, en de evenwichtige belangenafweging borgen. Echter, te vaak zien we dat besluiten van commissarissen hevig bekritiseerd worden, en soms zelfs onder maatschappelijke druk teruggedraaid worden. Denk aan de beloningsbesluiten van CEO’s, de benoeming of ontslag van CEO’s of de te weinig ambitieuze klimaatdoelen.

Ons advies luidde om een maatschappelijke raad te installeren die mag adviseren over de bedrijfsstrategie, het beloningsbeleid en de benoemingen in de raad van bestuur en raad van commissarissen. In het jaarverslag wordt er ook een verslag opgenomen van die maatschappelijke raad, met daarin een toelichting van de samenstelling van de raad, de onderwerpen die er gedurende het jaar aan de orde zijn geweest, en de aard van de adviezen die de maatschappelijke raad aan het bestuur en de raad van commissarissen heeft uitgebracht. Ook dit advies kreeg de nodige kritiek. Zo werd er gezegd dat de toevoeging van een nieuwe bestuurslaag tot onnodige bureaucratie en overlappingen met de andere gremia zou leiden, dat het onmogelijk is om tot een goede bemensing te komen, en dat er nog te veel onduidelijkheid is over de afbakening van de rechten en plichten van de maatschappelijke raad.

In mijn ogen stuk voor stuk goede punten, die ook op te lossen zijn door hier van organisatie tot organisatie maatwerk-oplossingen voor te bedenken. De bureaucratie en het overlappen kunnen worden voorkomen door een duidelijke taakverdeling en heldere verantwoordelijkheden af te spre-

ken, en deze vast te leggen in de statuten van de organisatie. De samenstelling van de maatschappelijke raad kan afhankelijk worden gemaakt van het type organisatie. Dit biedt juist de mogelijkheid om meer diversiteit en expertise in de governance aan te brengen. Met een duidelijk profiel en beschrijving van de samenstelling van de raad, met een brede vertegenwoordiging van verschillende belangengroepen, gevolgd door een transparant selectie- en benoemingsproces, wordt er een goede samenstelling geborgd van de maatschappelijke raad. De benoeming kan door de raad van commissarissen worden gedaan, of door een kiescommissie met een gemengde samenstelling van vertegenwoordigers van de raad van commissarissen en van vertegenwoordigers van de medewerkers, bijvoorbeeld leden van een ondernemingsraad.

Er zijn al voorbeelden van organisaties die werken met een (soort) maatschappelijke raad. Zo heeft ingenieursbureau Witteveen+Bos een stakeholderspanel dat adviseert over de strategie, en waarvan een verslag met de adviezen en opvolging door het bestuur wordt opgenomen in het jaarverslag.

Ook kan er gekeken worden naar de ervaringen in de semipublieke sector, zoals zorginstellingen en woningbouwcorporaties, waar een dergelijke governance al zeer gangbaar

is. Al in 2012 pleitte hoogleraar Theo Camps voor de instelling van een maatschappelijke raad bij dergelijke maatschappelijke instellingen. Zijn belangrijkste argument hiervoor was dat “maatschappelijke ondernemingen een bijzonder soort leiderschap [vergen] vanwege de complexe omgeving van overheid, samenleving en markt en de verschillende belangen en stakeholders daarin” (Camps, 2012). Zijn advies heeft daarna brede opvolging gekregen, waardoor er veel voorbeelden zijn waarvan bedrijven kunnen leren hoe een maatschappelijke raad het meest effectief kan zijn.

TOT SLOT

In mijn ogen is een blinde vlek in de bestuurskamer, in deze complexe en snel veranderende tijd, een zeer groot en reëel risico. Wanneer ondernemingen een maatschappelijke raad installeren, kunnen zij deze potentiële blinde vlekken verminderen. De leden van de maatschappelijke raad kunnen het bestuur en de commissarissen met raad en daad bijstaan, zodat niet alleen de toekomstbestendigheid van de onderneming beter is geborgd, maar ook de samenleving hiervan profijt kan hebben. Er rest mij daarom slechts nog één vraag: “Waarom niet?”

LITERATUUR

Camps, T. (2012) Maatschappelijke raad moet toezichtgat vullen. *Zorg en Financiering*, 11, 70.
 ClientEarth (2022) *Greenwashing lawsuit against KLM airline has been filed in court*. ClientEarth Communications, 6 juli.
 Corporate Governance Code (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Te vinden op www.rijks-overheid.nl.
 Couwenbergh, P. (2021) Bedrijfsleven verzet zich tegen ‘maatschappelijke zorgplicht’. *Het Financieele Dagblad*, 18 juli.

Dijkgraaf, R. (2020) Altijd winnen óf verliezen? Niet bij trilemma’s. *NRC Handelsblad*, 19 november.
 Friedman, M. (1970) A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*, 13 september.
 Gartner (2022) *Gartner survey reveals significant shifts in CEO thinking on sustainability, workforce issues and inflation in 2022*. Gartner Persbericht, 18 mei.
 Loonen, N. (2022) Europese regels voor het jaarverslag vragen om lef en kwetsbaarheid. *Het Financieele Dagblad*, 4 mei.

Loonen, N. en H. Mulder (2020) Hoog tijd voor een maatschappelijke raad in bedrijfsbesturen. *Het Financieele Dagblad*, 26 januari.
 Porter, M.E. en M.R. Kramer (2011) Creating shared value. *Harvard Business Review*, januari/februari.
 Rotmans, J. (2021) *Omarm de chaos*. Amsterdam: Uitgeverij De Geus.
 Walsche, A. de (2022) *We moeten ingaan tegen een systeem dat helemaal gericht is op de uitbuiting en uitputting van de natuur*. Interview op www.mo.be, 26 maart.

Terugkeer naar het Rijnlandse model dwingt ondernemingen behoedzaam te opereren

**SJOERD
BEUGELSDIJK**
Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen

Beursgenoteerde ondernemingen, en met name multinationals, liggen in Nederland onder vuur. Het zijn de gevallen helden van de globalisering in een tijd waarin nationalisme en geopolitiek hoogtij vieren. Tegen deze achtergrond vinden nieuwe ideeën over corporate governance vaste grond onder de voeten van bestuurlijk en politiek Nederland. Wat legitiem is, verandert snel. Maar wat legitiem is in Nederland, is dat niet per se elders in de wereld.

IN HET KORT

- ▶ Het Rijnlandse model wint in Nederland terrein terug op het Angelsaksische model van de corporate governance. De legitimiteit van wat er als behoorlijk bestuur wordt gezien, verandert snel.
- ▶ Wanneer Rijnlandse en Angelsaksische systemen met elkaar botsen is het voor Nederlandse multinationals lastig opereren.
- ▶ Het is verstandig om, bij nieuwe corporate-governance-initiatieven voor Nederlandse ondernemingen altijd een paragraaf op te nemen over de internationale haalbaarheid ervan.

Corporate governance gaat over het ondernemingsbestuur. Om preciezer te zijn: over het eigenaarschap, de controle en het verantwoording afleggen binnen ondernemingen die in handen van aandeelhouders zijn. Door de jaren heen is de reikwijdte van het begrip ‘corporate governance’ opgerekt tot alle private ondernemingen (beursgenoteerd of niet), tot het private én het publieke domein (bijvoorbeeld ziekenhuizen en universiteiten), en tot andere onderwerpen zoals bijvoorbeeld het maatschappelijk verantwoord ondernemen en de diversiteit in de bestuurskamer.

De wetenschappelijke literatuur over de *internationale vergelijkende* corporate governance beschrijft uitgebreid hoe de relatie tussen aandeelhouder en manager gekleurd wordt door het landspecifieke bedrijfseconomische systeem waarin aandeelhouder en manager opereren. Elk systeem heeft zo zijn eigen wetten, en geschreven en ongeschreven regels.

Bedrijfseconomische systemen hebben historische wortels, en de nadruk op de aandeelhouder is in het Amerikaanse systeem terug te voeren op de economische geschiedenis van de Verenigde Staten (VS). Dit geldt in het bijzonder voor de opkomst van de grote ondernemingen in de vroege twintigste eeuw, en later voor de internationalisering van Amerikaanse bedrijven na de Tweede Wereldoorlog.

Nederland is sinds de jaren tachtig ingrijpend beïnvloed door het systeem zoals dat in de VS vorm heeft gegeven aan de relatie tussen aandeelhouders en managers, namelijk: het aandeelhouderskapitalisme. Die discussie is inmiddels gekanteld. Meer dan in het recente verleden wordt nu de relatie tussen aandeelhouder en manager ingegeven door Europese ideeën over corporate governance. Het impliceert een verschuiving van een primaire oriëntatie op de aandeelhouder naar een bredere set van stakeholders: werknemers, klanten, toeleveranciers, burgers en het (toekomstige) klimaat. Deze verschuiving in het dominante narratief is geen toeval, en is niet zonder gevolgen. Nederland kent vele multinationals, en juist die ondernemingen worstelen met de opgelopen spanning tussen de verwachtingen in Nederland en de verwachtingen in de internationale – en voornamelijk Angelsaksische – wereld waarin ze opereren. Systemen botsen, nu deze ideeën over de legitieme corporate-governancepraktijken aan het verschuiven zijn. De verschuiving van aandeelhouderskapitalisme naar stakeholderskapitalisme is wereldwijd, maar het tempo en de exacte invulling ervan verschillen per land. Om de implicaties hiervan goed te begrijpen, begin ik bij de oorsprong van de discussie over corporate governance.

EIGENBELANG EERST EN OVERAL OPPORTUNISME

De wetenschappelijke discussie over de relatie tussen de aandeelhouders (de eigenaren) van een onderneming en de managers van die onderneming gaat terug op de *agency*-theorie. Deze theorie gaat ervan uit dat mensen van nature tot opportunistisch gedrag geneigd zijn, en vooral worden gedreven door eigenbelang. De aandeelhouders zouden primair gericht zijn op winstgevendheid. Managers zijn in dienst van de aandeelhouders, maar hun belang is niet per se

winstgevendheid, en hun gedrag valt moeilijk door de aandeelhouders te controleren. Het klassieke voorbeeld is de manager die het geld van de onderneming (dus van de aandeelhouder) verkwanselt voor privé-vliegtuigen, dure kantoren en zinloze hobby's die niet gericht zijn op het verhogen van de winstgevendheid.

De oplossing voor het wegnemen van de spanning tussen aandeelhouder en manager is tweeledig. Ten eerste kan je managers mede-eigenaar maken van de onderneming. Dan is het belang van de manager gelijk aan dat van de aandeelhouder. Zie hier de oorsprong van de discussie over het geven van aandelenpakketten aan managers en bonussen als onderdeel van hun salaris. Ten tweede kan je het interne informatiesys-

Het aandeelhouderskapitalisme heeft de politieke wind tegen, na decennia van bijna blinde acceptatie

teem verbeteren zodat de aandeelhouder de manager veel beter kan controleren – dus transparantie. Zie hier de oorsprong van de discussie over het belang van onafhankelijke bestuursleden. Onafhankelijke toezichthoudende bestuursleden zijn kritischer op het uitvoerende bestuur (de CEO), zo is de redenering.

De voorspelling van de *agency*-theorie is dan ook dat ondernemingen die onafhankelijke toezichthoudende bestuursleden hebben en managers mede-eigenaar maken, betere financiële prestaties leveren dan ondernemingen zonder onafhankelijk toezicht en zonder mede-eigenaarschap van het management. Met 'betere financiële prestaties' wordt de waarde van de aandelen bedoeld. Maximalisatie van aandeelhouderswaarde, het gebruik van bonussen en aandelenpakketten, als onderdeel van het managementsalaris, en het

belang van onafhankelijke bestuursleden zijn, volgens de agency-theorie, een logische combinatie.

De kracht én zwakte van de agency-theorie is dat het een relatief eenvoudige theorie is. Door de jaren heen is deze theorie aangepast (Sanders en Hambrick, 2007; Lan en Herculous, 2010; Wiseman et al., 2012; Tihanyi et al., 2014). Er is bijvoorbeeld gesleuteld aan de theoretische aanname dat mensen van nature geneigd zouden zijn tot opportunistisch gedrag (“de meeste mensen deugen”). Er is nagedacht over de precieze rol van het bestuur. En er is kritiek op de maximalisatie van aandeelhouderswaarde, omdat dit niet hetzelfde is als maximalisatie van welvaart voor alle stakeholders. In zijn algemeenheid kan je zeggen dat het strikt economische mensbeeld is verrijkt door te onderzoeken hoe de variëteit in voorkeuren van managers en aandeelhouders hun wederzijdse relatie beïnvloedt. Ondanks deze uitbreidingen van de agency-theorie is de kern ervan dominant gebleven.

Sterker nog, de theorie is in de afgelopen decennia centraal blijven staan in de leerboeken die wereldwijd gebruikt worden op economische faculteiten en business schools (Ghoshal, 2005). Vaak zonder aandacht voor de context waarbinnen deze theorie werd ontwikkeld (de VS), zonder dat er wordt gewezen op de systematische verschillen in corporate governance tussen landen, en zonder de kanttekening dat de theorie nooit bedoeld is geweest voor non-profitorganisaties in het publieke domein. Het gevolg is dat generaties studenten zijn opgegroeid met het idee dat de agency-theorie universeel toepasbaar zou zijn – op ondernemingen en zelfs op non-profitorganisaties. Dat verandert weliswaar, al zijn de aanpassingen in leerboeken vaak minimaal.

ER BESTAAT NIET ÉÉN BESTE SYSTEEM VAN CORPORATE GOVERNANCE

In plaats van de aanname dat de spanning in de relatie tussen aandeelhouder en manager universeel is, is het veel logischer om uit te gaan van de systematische verschillen tussen landen in de manier waarop ondernemingen zijn georganiseerd en worden geleid, en waarop managers worden gecontroleerd en strategie wordt ontwikkeld (Beugelsdijk, 2022). Het idee dat gedrag voor een gedeelte contextspecifiek is, gaat terug

op het werk van de Nederlandse cultuurpsycholoog Geert Hofstede (Hofstede, 2001). Hij was het die sprak over de noodzaak om het universele van het landspecifieke te onderscheiden. Onafhankelijkheid van bestuurders, financiële openheid over vergoedingen, en een salaris dat afhankelijk is van de waarde van de aandelen van de onderneming zijn, buiten de Amerikaanse context, niet altijd even gebruikelijk (Griffin et al., 2017).

Die systematische verschillen in corporate governance hebben er onder meer mee te maken dat de aard van het eigenaarschap nogal kan verschillen tussen landen. De Verenigde Staten kenden historisch een systeem waarin eigenaarschap verspreid is over veel verschillende (kleinere) aandeelhouders. Daar staat tegenover dat er in sommige andere landen sprake is van ‘blockholders’. Dat zijn grote dominante partijen die een groot deel van de aandelen van een onderneming in handen hebben. Zoals families (Italië), de staat (China), *business groups* (Zuid-Korea), en institutionele beleggers (pensioenfondsen in Nederland). In de VS zijn er inmiddels ook grote partijen zoals Blackrock die als individuele partij een groot deel van de aandelen van een onderneming in handen hebben, maar dat was historisch veel minder het geval vergeleken met andere landen.

De historische wortels van het wijdverspreid aandeelhouderschap in de VS hebben bijgedragen aan de opkomst van de agency-theorie. De Amerikaanse liefde voor deze theorie is vanuit historisch perspectief niet vreemd. Immers, bij een wijdverspreid aandeelhouderschap is de manier van controle uitoefenen anders dan in een systeem waarin bijvoorbeeld de overheid grote posities heeft in bedrijven, of waar bedrijven in groepsverband grote posities bij elkaar hebben. Overleg tussen drie of vier grote partijen die de aandelen van een onderneming bezitten, is makkelijker dan bij tientallen of honderden kleine aandeelhouders. Het coördinatieprobleem om als aandeelhouders het bestuur van een onderneming te controleren, is kleiner bij een beperkt aantal aandeelhouders. Bovendien zijn de drijfveren van ‘blockholders’ niet altijd alleen maar het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Van familiebedrijven is het bijvoorbeeld bekend dat ze veel meer gericht zijn op het maximaliseren van wat wordt

genoemd *socio-emotional wealth*, vergeleken met ondernemingen die niet in handen zijn van families. Het vertaalt zich bij familiebedrijven veelal in een oriëntatie op de langere termijn in plaats van een financieel kortetermijngewin.

EXTRA UITDAGING VOOR ONDERNEMINGEN DIE INTERNATIONAAL OPEREREN

Corporate-governancesystemen staan niet los van elkaar. Voor bedrijven die internationaal opereren is het vaak lastig manoeuvreren. Culturele verschillen hebben invloed op hoe leiderschap wordt uitgeoefend en beleefd, en wat er van leiders en managers wordt verwacht – soms expliciet, maar vaak ook impliciet. Verschillen in wet- en regelgeving en onuitgesproken verwachtingen leveren uitdagingen op voor diezelfde internationaliserende bedrijven. In Nederland is de vakbond een gesprekspartner, in de Verenigde Staten absoluut niet. In sommige landen is de ondernemingsraad verplicht, in andere juist niet. In veel Europese landen is het uitvoerend en toezichthoudend bestuur gesplitst, in de VS is dat niet zo. Deze verschillen zijn soms zo basaal als de verschillen in de honorering van werknemers in verschillende landen met dezelfde functie, die werken voor dezelfde multinational. Voor internationaal opererende bedrijven is het een uitdaging om met deze verschillen om te gaan.

Deze observatie is relevant voor de huidige discussie over corporate governance in Nederland, omdat Nederland veel internationaal opererende bedrijven heeft. Nogal wat Nederlandse ondernemingen worden geconfronteerd met de uitdaging hoe om te gaan met die verschillen in de systemen van corporate governance. Naast een discussie over de vraag of bepaalde praktijken efficiënt zijn, gaat het vooral ook om de vraag of deze praktijken als legitiem worden gezien. Het kan rationeel zijn om Amerikaanse governancepraktijken over te nemen, aangezien het de legitimiteit van de onderneming vergroot in de ogen van (potentiële) aandeelhouders en investeerders die vooral vanuit het perspectief van de agency-theorie naar hun aandeelhouderswaarde kijken.

Een aardig voorbeeld in dit verband betreft de introductie van aandelenpakketten als onderdeel van het managersalaris in Duitsland. Het diende eerst en vooral als een signaal

aan buitenlandse investeerders dat het Amerikaanse model werd gevolgd, omdat het invoeren van aandelenpakketten de legitimiteit van de onderneming in de ogen van deze investeerders vergrootte. Maar het sloot niet aan bij de bestaande corporate-governancepraktijken in Duitse ondernemingen (Fiss en Zajac, 2004; Sanders en Tuschke, 2007). Soortgelijk onderzoek naar de introductie van bonussen in Nederlandse bedrijven is mij onbekend, maar ik heb geen reden om aan te nemen dat het hier anders zou zijn dan in Duitsland. Voor ondernemingen die internationaal opereren spelen efficiëntie en legitimiteit een rol bij de beslissing welke governancepraktijken er gekozen worden.

Enig begrip voor een onderneming die opereert in verschillende governance-systemen blijft noodzakelijk

RATIONELE MYTHE

Onderzoek naar de financiële prestaties van ondernemingen wereldwijd wijst erop dat de agency-theorie een voorspellende waarde heeft in de Amerikaanse context, maar niet erbuiten. Het is moeilijk uiteen te rafelen of deze empirische bevinding nu veroorzaakt wordt omdat de agency-theorie beter past bij het Amerikaanse economische systeem, of omdat deze theorie in de VS ideologisch zo breed geaccepteerd is geworden dat de daarmee samenhangende governancepraktijken gewoonweg verwacht worden van ondernemingen. Het gebruik ervan geeft legitimiteit aan de onderneming in de ogen van investeerders. Juist omdat verwachtingen van (potentiële) aandeelhouders cruciaal zijn voor de markt waarop de prijs van aandelen tot stand komt, speelt de per-

ceptie van investeerders wat betreft de beste corporate-governancepraktijken een grote rol bij het tot stand komen van de prijs van die aandelen. Anders gezegd, een onderneming die geen gebruik maakt van bonussen en aandelenpakketten, heeft iets uit te leggen aan de aandeelhouders die denken en handelen vanuit het perspectief van de agency-theorie. Wat de reden ook is voor de voorspellende waarde van de agency-theorie in de Verenigde Staten, het verband tussen de financiële prestatie van een onderneming aan de ene kant, en het mede-eigenaarschap van managers, gebruik van bonussen, of het hebben van onafhankelijke toezichthoudende leden in het bestuur van een onderneming aan de andere kant, is voor bedrijven buiten de VS niet overtuigend aangetoond (Kumar en Zattoni, 2015; Kunst en Beugelsdijk, 2022).

Deze conclusies passen in het beeld dat de inzichten uit de agency-theorie vooral toepasbaar zijn binnen de Verenigde Staten, inclusief de niet-Amerikaanse bedrijven die afhankelijk zijn van investeerders op de Amerikaanse beurs. Het wetenschappelijke tijdschrift *Corporate Governance: An International Review* staat bol van de artikelen die wijzen op de grote relevantie van verschillen tussen landen, en de unieke positie van het aandeelhouderskapitalisme dat de Angelsaksische wereld – met de VS voorop – zo kenmerkt. Daarmee is de toepassing van de inzichten uit de agency-theorie verworpen tot een rationele mythe. Het is een mythe omdat hij lang niet altijd werkt. Maar het is rationeel want het niet-gebruik ervan wordt niet overal als legitiem gezien – ook niet in Nederland. Met de liberalisering en internationalisering van de economie sinds de jaren tachtig is het narratief over de aandelenpakketten voor managers ook in Nederland dominant geworden, zelfs voor bedrijven die niet van Amerikaanse investeerders afhankelijk zijn. En zelfs in de publieke sector waar inzichten van de agency-theorie onterecht worden toegepast (bijvoorbeeld bonussen voor ziekenhuis-, onderwijs- of corporatiebestuurders).

Interessant genoeg is er juist op het punt van de legitimiteit van aandeelhouderskapitalisme sprake van ‘vershoven panelen’ in de discussie over behoorlijk bestuur. Met grote gevolgen voor Nederlandse multinationals.

LEGITIMITEIT IN EEN VERANDERENDE OMGEVING

Wat legitiem is, hangt voor een belangrijk deel af van de maatschappelijke context waarbinnen een onderneming opereert. En juist die context is veranderd. Sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw is het Angelsaksische model dominant geweest. President Reagan in de VS en premier Thatcher in het VK zijn iconisch vanuit economisch-historisch perspectief, omdat ze het politieke gezicht zijn van de liberalisering van de economie. Het idee dat het Amerikaanse model hét beste economische model zou zijn, kreeg ‘bevestiging’ toen de Muur viel en de Sovjet-Unie implodeerde. China kwam economisch op – zeker sinds het lidmaatschap van de WTO in 2001 – maar het succes van veel landen werd vooral afgezet door de mate waarin ze op de Verenigde Staten leken. Ondanks de geïnstitutionaliseerde erfenis die de corporate-governancesystemen in Nederland en andere landen kenmerkte, was het overnemen van Amerikaanse managementpraktijken volstrekt legitiem. En dat terwijl het invoeren van die Amerikaanse praktijken soms niet altijd even efficiënt was, of zelfs haaks stond op andere reeds bestaande managementpraktijken. De rationele mythe was geboren.

Dat is nu veranderd – en daar is niet één oorzaak voor. Er zijn meerdere trends die bij elkaar komen en ervoor zorgen dat het dominante narratief aan het schuiven is (Beugelsdijk, 2021). Onder invloed van nationalistische tendensen die voortkomen uit de reactie op de negatieve gevolgen van ongebreidelde globalisering, is de legitimiteit van veel wat er uit het buitenland komt afgenomen. Multinationals waren lang het toonbeeld van de globalisering. CEO’s werden weggezet als helden. En werken voor een multinational werd door veel studenten beleefd als de ultieme droom. Dat is omgeslagen. De beeldvorming is veranderd, vergeleken met de jaren negentig en de eerste vijftien jaar van deze eeuw. Bovendien is het besef ingedaald dat landen niet meer per se zullen lijken op het Amerikaanse model dat de wereldeconomie zo lang gedomineerd heeft. Met de opkomst van China en de inval van Rusland in Oekraïne is de multipolaire wereld een feit – in geopolitieke én economische zin.

In Europa vertaalt het zich in een hernieuwde nadruk

op de eigen Europese waarden en normen, overigens zonder deze precies te definiëren (Beugelsdijk et al., 2022). Het Rijnlandse model wordt vaker wel dan niet gezien als een oplossing voor de sociaal-economische uitdagingen die opdoemen (VNO-NCW, 2021). Deels komt dat ook omdat het Rijnlandse model (in tegenstelling tot het Angelsaksische model) geassocieerd wordt met grotere gelijkheid, bescherming van werknemers en meer aandacht voor de belangen van het klimaat. Dat zijn nu net die onderwerpen waarvoor er politiek gezien meer aandacht is gekomen dan er in het recente verleden was – juist ook als reactie op de jaren van (bijna) ongebreidelde globalisering.

Het aandeelhouderskapitalisme heeft de politieke wind tegen, na decennia van bijna blinde acceptatie. Het openen van de meest iconische Amerikaanse kapitalistische onderneming (McDonald's) in 1990 in Moskou, en vervolgens het sluiten en definitieve vertrek van McDonald's uit Rusland in mei, staan symbool voor de unieke drie decennia er tussenen. De slinger gaat inmiddels een andere kant op.

De legitimiteit van een corporate-governancesysteem dat geënt is op de agency-theorie zoals ontwikkeld in de Amerikaanse context, is afgenomen. Sterker nog: het Sustainable Finance Lab (een netwerk van academici werkzaam aan Nederlandse universiteiten) schrijft in zijn recente advies aan beleidsmakers en bestuurders in Nederland dat *maatschappelijke* waarde voor alle stakeholders centraal zou moeten staan in ondernemingsbestuur (Sustainable Finance Lab, 2022). VNO-NCW en MKB-Nederland hebben het in dit verband over brede welvaart en een 'Rijnlands samenspel'.

ALSTUBLIEFT GEEN ALLES-OF-NIETS-DEBAT

Maar zoals de slinger van de aandeelhouders in het verleden doorsloeg, zo lopen we nu het risico dat ook de Rijnlandse slinger doorslaat. Politieke partijen en organisaties die altijd al kritisch waren op multinationals, grijpen de kans om hun kritische opmerkingen over multinationals te onderstrepen; van belastingwetgeving tot salarissen van bestuurders, van het gebrek aan diversiteit in de bestuurskamer tot de tegenwerking van de NAM bij de erkenning dat gasboringen tot

schade zouden leiden, en de juridische uitspraak dat Shell zijn CO₂-uitstoot én die van haar toeleveranciers en klanten moet terugdringen. Het wordt in de publieke discussie vaak op één hoop gegooid.

Nederland is gepolariseerd en in dit verdeelde landje is het publieke en parlementaire debat over grote ondernemingen niet altijd even subtiel. Enig begrip voor de complexiteit van de situatie als je als onderneming *tegelijktijd* opereert in verschillende corporate-governancesystemen blijft noodzakelijk. Nederland is geen eiland. En multinationals zijn geen eilandbewoners. Daarom een praktische suggestie: laten we bij elk nieuw voorstel voor het verbeteren van de corporate governance van Nederlandse ondernemingen een paragraaf opnemen over ten eerste hoe deze wijziging in landen om ons heen geregeld is, ten tweede in welke mate het Nederlandse multinationals in een spagaat brengt, en ten derde of het voorstel hun concurrentiepositie kan schaden of juist tot positieve bedrijfsresultaten kan leiden. Het idee dat Nederland en de Nederlandse multinationals trendsetter zouden kunnen zijn met voorbeeldgedrag dat in andere landen gekopieerd zal worden, is naïef. Daarvoor zijn we als klein land te weinig invloedrijk. Dat betekent niet dat we dus maar slaafs moeten aansluiten bij ideeën uit andere landen. Het betekent wel dat we bij voorkeur in internationaal (Europees) verband moeten optrekken om de internationale haalbaarheid van het wijzigen van de Nederlandse corporate-governance-codes te garanderen.

LITERATUUR

- Beugelsdijk, S. (2021) *De verdeelde Nederlanden*. Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- Beugelsdijk, S. (2022) Capitalizing on the uniqueness of international business: Towards a theory of place, space and organization. *Journal of International Business Studies*. On line te vinden op link.springer.com.
- Beugelsdijk, S., H. van Herk en R. Maseland (2022) The nature of societal conflict in Europe: An archetypal analysis of the postmodern cosmopolitan, rural traditionalist, and urban precariat. *Journal of Common Market Studies*. On line te vinden op online-library.wiley.com.
- Fiss, P.C. en E.J. Zajac (2004) The diffusion of ideas over contested terrain: The (non)adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(4), 501–534.
- Ghoshal, S. (2005) Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management, Learning & Education*, 4(1), 75–91.
- Griffin, D., O. Guedhami, C.C. Kwok et al. (2017) National culture: The missing country-level determinant of corporate governance. *Journal of International Business Studies*, 48(6), 740–762.
- Hofstede, G. (2001) *Culture's consequences: International differences in work-related values*. 2e druk. Beverly Hills, CA: Sage Publications.
- Kumar, P. en A. Zattoni (2015) Ownership structure, corporate governance and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 469–471.
- Kunst, V. en S. Beugelsdijk (2022) *A comparative institutional analysis of managerial ownership, board independence and firm performance*. Working Paper.
- Lan, L.L. en L. Heracleous (2010) Rethinking agency theory: The view from law. *The Academy of Management Review*, 35(2), 294–314.
- Sanders, W.G. en D.C. Hambrick (2007) Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *The Academy of Management Journal*, 50(5), 1055–1078.
- Sanders, W.G. en A. Tuschke (2007) The adoption of institutionally contested organizational practices: The emergence of stock option pay in Germany. *The Academy of Management Journal*, 50(1), 33–56.
- Sustainable Finance Lab (2022) *Consultatie actualisatie corporate governance code*. Sustainable Finance Lab, Position Paper, april.
- Tihanyi, L., S. Griffin en G. George (2014) Rethinking governance in management research. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1535–1543.
- VNO-NCW (2021) *Ondernemen voor brede welvaart: Naar nieuw Rijnlands samenspel*. Middellangetermijnvisie VNO-NCW en MKB Nederland, februari.
- Wiseman, R.M., G. Cuevas-Rodríguez en L.R. Gomez-Mejia (2012) Towards a social theory of agency. *Journal of Management Studies*, 49(1), 202–222.

ISBN/EAN: 978-90-826-3797-7

