Het consultatievoorstel voor een herziene Code en langetermijnwaardecreatie: alleen ‘jam tomorrow’ of ook ‘jam today’?

*Mr. F.G.K. Overkleef en mr. J.H.L. Beckers**

Op 11 februari 2016 publiceerde de Monitoring Commissie Corporate Governance een consultatiedocument met voorstellen tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. De Commissie heeft met haar consultatievoorstel beoogd om het onderwerp van langetermijnwaardecreatie nadrukkelijk op de agenda te zetten. Dat is gelukt, maar er is nog wel voer voor discussie.

1 Inleiding

Op 11 februari 2016 publiceerde de Monitoring Commissie Corporate Governance (hierna: de Commissie) – naar haar voorzitter ook wel de commissie-Van Manen genoemd – een consultatiedocument met voorstellen tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code.¹ De huidige versie van de Code dateert alweer van december 2008. In de tussentijdse jaren hebben zich de nodige ontwikkelingen op het terrein van beursondernemingen en corporate governance voltrokken. De Commissie heeft met haar voorstellen voor een nieuwe Code beoogd om de relevante ontwikkelingen, althans de lessen die uit deze ontwikkelingen getrokken konden worden, een plaats te geven in de Code. Tegelijkertijd heeft de Commissie in de inleiding van het consultatievoorstel nadrukkelijk opgemerkt dat haar blik bij de herziening gericht was op de toekomst.² Ook stelt de Commissie in de inleiding dat zij bij deze herziening de lat voor zichzelf hoog heeft gelegd.³ Dit is duidelijk in het resultaat van de herziening door de Commissie terug te zien. Het consultatiedocument van de Commissie geeft in algemene zin blijk van ambitie en de door de Commissie gedane voorstellen strekken op bepaalde onderwerpen tot ingrijpende wijzigingen in de huidige Code.

2 Langetermijnwaardecreatie: voorstellen en reacties

Het thema ‘langetermijnwaardecreatie’ staat centraal in het consultatiedocument.⁴ De Commissie wil dat langetermijnwaardecreatie wordt verankerd in het businessmodel van beursondernemingen. Het bestuur wordt geacht een visie op langetermijnwaardecreatie te hebben (voorgestelde best practice 1.1.1) en daarbij de raad van commissarissen (RvC) te betrekken (voorgestelde best practice 1.1.2). Deze visie moet worden uitgewerkt tot een strategie. Bij het formuleren van de strategie, die door de RvC moet worden goedgekeurd, moet het bestuur onder meer aandacht besteden aan implementatie en haalbaarheid, kansen en risico’s, (niet-financiële) aspecten van maatschappelijk verantwoord ondernemen en de afweging van de belangen van de verschillende stakeholders. De Commissie stelt bovendien een concrete best practice-bepaling voor op grond waarvan het bestuur in het bestuursverslag een inhoudelijke omschrijving dient te geven van zijn visie op langetermijnwaardecreatie, de strategie ter realisatie daarvan en op welke wijze daaraan in het gegeven boekjaar is bijgedragen (voorgestelde best practice 1.1.3). Hiermee lijkt de Commissie een tweeledig doel na te streven. In de eerste plaats wil de Commissie beursondernemingen ertoe bewegen om hun – op de lange termijn gerichte – strategie te vertalen naar een concreet geformuleerde verantwoording. Deze verantwoording zou er vervolgens toe strekken om aandeelhouders en andere stakeholders ‘mee te krijgen’ in de oriëntatie op langetermijnwaardecreatie van de betreffende beursondernemingen.

Tegen de hierboven geschetste achtergrond moet ook worden begrepen de beslissing van de Commissie om niet mee te gaan in de aansporing van minister van Financiën Dijsselbloem om

* Mr. F.G.K. Overkleef is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam. Mr. J.H.L. Beckers is professional support lawyer bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Monitoring Commissie Corporate Governance, Voorstel tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: een uitnodiging voor commentaar, 11 februari 2016, te raadplegen op <www.mccg.nl>.

2. Ibid., p. 4.

3. Ibid.

4. De weergave van de voorstellen van de Commissie met betrekking tot langetermijnwaardecreatie is ontleend aan een op 24 februari 2016 gepubliceerd client memo van ons kantoor waaraan wij hebben meegeschreven (bron: <www.nautadutilh.com/nl/home/information-centre/nieuws/2016/2/het-consultatievoorstel-voor-herziening-van-de-nederlandse-corporate-governance-code-nader-beschouwd/>).

vrijwillige kwartaalrapportages⁵ door beursondernemingen te ontmoedigen. De Commissie ziet, anders dan de minister, in het publiceren van kwartaalrapportages geen aanzet tot kortetermijngedrag, maar benadrukt wel het belang van het leggen van een koppeling met de lange termijn in de kwartaalrapportages. Dit uitgangspunt vertoont gelijkenis met de recente oproep van de CEO van BlackRock aan beursondernemingen wereldwijd om in de periodieke verslaggeving nadrukkelijker dan nu het geval is het accent op langetermijnoverwegingen te leggen:

‘(...) CEOs should be more focused in these reports on demonstrating progress against their strategic plans than a one-penny deviation from their EPS targets or analyst consensus estimates.’⁶

Navraag van het Financieel Dagblad bij beursondernemingen wees inmiddels uit dat het merendeel van de onderzochte beursvennootschappen zelf voornemens lijkt door te gaan met de publicatie van kwartaalcijfers.⁷

De beslissing van de Commissie om niet te tornen aan het verschijnsel van vrijwillige kwartaalrapportage maakte in de media veel reacties los. Minister Dijsselbloem heeft enkele dagen na publicatie van het consultatiedocument, nota bene via een ingezonden stuk in het Financieel Dagblad, laten weten dat hij graag had gezien dat de Commissie meer aandacht had besteed aan de kortetermijndruk die mogelijk uitgaat van het publiceren van kwartaalcijfers.⁸ Vanuit de kringen van aandeelhouders kreeg de Commissie openlijk bijval voor haar standpunt en werd juist aan beursondernemingen de oproep gedaan om vooral de publicatie van kwartaalcijfers te handhaven.⁹ Anderen bepleiten zelfs, zij het om andere redenen, dat het publiceren van kwartaalcijfers door beursondernemingen weer wettelijk verplicht zou moeten worden gesteld.¹⁰ Het is jammer dat de door de Commissie aangewezene discussie over het wezen van langetermijnwaardecreatie nu dreigt te vernauwen tot een discussie over enkel de zin dan wel onzin van het publiceren van kwartaalcijfers. Bovendien brengt deze vernauwing een risico van oversimplificatie met zich mee. De indruk kan ontstaan dat een sluitende oplossing voor het probleem van ‘*short termism*’, dat zowel door de Commissie als door minister Dijsselbloem als zodanig

wordt onderkend, eenvoudig kan worden gevonden in de wijze hoe beursondernemingen met kwartaalrapportages omgaan. De werkelijkheid is – uiteraard – weerbarstiger dan dat.

3 Wat is langetermijnwaardecreatie?

Maar wat is dan langetermijnwaardecreatie? De Commissie hanteert een breder begrip dan ‘aandeelhouderswaarde op de lange termijn’, waaraan in nr. 7 van de preambule van de huidige Code wordt gerefereerd.¹¹ De term langetermijnwaardecreatie toont wel een verwantschap met de door de Hoge Raad in zijn Cancun-beschikking ontwikkelde richtsnoer van het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming, waardoor het belang van de vennootschap waaraan een onderneming is verbonden in de regel vooral wordt bepaald.¹² Of deze twee begrippen als synoniemen moeten worden beschouwd, wordt uit de toelichting op de voorstellen van de Commissie echter niet duidelijk.

Enige richting over wat de Commissie bij het concept van langetermijnwaardecreatie voor ogen staat, is te vinden in het nalevingsrapport met betrekking tot het boekjaar 2013. In het hoofdstuk over een voorlopige evaluatie van de Code liet de Commissie het volgende optekenen:

‘Het bestuur is verantwoordelijk voor de strategie en het bijbehorende business model. Het legt hierover verantwoording af aan de raad van commissarissen en de aandeelhouders. De Code zwijgt echter over de houdbaarheid van de strategie op de lange termijn. Is het business model winstgevend in de toekomst? In hoeverre wordt de strategie gedragen door stakeholders? Wat kunnen bronnen zijn voor latere problemen? Waar zitten de risico's? Recente crises en misstanden bij vennootschappen, zoals geschetst in de inleiding, hebben het belang van een echte lange termijn strategie onderstreept.’¹³

Zo gezien ziet de Commissie het belang van langetermijnwaardecreatie vooral in de sleutel van een zekere robuustheid in het bedrijfsmodel van een beursonderneming en de vaardigheid van een onderneming om zichzelf aan te passen aan veranderingen in tijd en omgeving.¹⁴ In zoverre sluit de kennelijke zienswijze van de Commissie goed aan bij het idee van het bestendige succes van de onderneming zoals geformuleerd door de Hoge Raad. Met het formuleren van een concrete best practice (best practice 1.1.1) ten aanzien van de bestanddelen van de op langetermijnwaardecreatie gerichte visie en strategie

5. De Implementatiewet aangepaste richtlijn jaarrekening (Stb. 2016, 31) heeft onder meer geleid tot het schrappen van de verplichting om ‘tussentijdse verklaringen’ te publiceren. Deze wet is op 1 januari 2016 in werking getreden.
6. Brief Laurence Fink (BlackRock) aan CEO's van Amerikaanse S&P 500 beursondernemingen en bepaalde grote Europese beursondernemingen van 2 februari 2016, te raadplegen op <<http://uk.businessinsider.com/blackrock-ceo-larry-fink-letter-to-sp-500-ceos-2016-2?r=US&IR=T>>.
7. Zie Kwartaalcijfers blijven, ondanks oproep Dijsselbloem, Financieel Dagblad 17 februari 2016.
8. J. Dijsselbloem, Nederland kan gids voor langetermijndenken zijn, Financieel Dagblad 17 februari 2016.
9. Zie bijv. de column van W. Burgers, Niet doen Wim!, Financieel Dagblad 18 februari 2016.
10. J. Bouwens, Dijsselbloem moet kwartaalrapportage verplichten, Financieel Dagblad 24 februari 2016.

11. In de preambule van de concept-Code van de commissie-Van Manen is de relevante zin ook gewijzigd in: ‘Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van waarde op de lange termijn voor alle stakeholders’ (p. 55).
12. HR 4 april 2014, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Cancun), r.o. 4.2.1.
13. Monitoring Commissie Corporate Governance, Rapport monitoring boekjaar 2013, 29 januari 2015, te raadplegen op <www.mccg.nl>, p. 39.
14. Een interessant perspectief bieden M. Reeves, S. Levin & D. Ueda, The biology of corporate survival, Harvard Business Review januari/februari 2016, bron: <<https://hbr.org/2016/01/the-biology-of-corporate-survival>>.

heeft de Commissie kennelijk beoogd om wat meer handen en voeten aan dit idee te geven.

Uit het bovenstaande volgt dat de notie van langetermijnwaardecreeatie niet moet worden begrepen als een aanzet tot het nastreven van een strategie waarmee pas aan het einde van een lange termijn waarde wordt gerealiseerd. Afgaande op de toelichting die de Commissie bij haar voorstellen op dit punt geeft, met name de benoeming van de gevraagde visie op langetermijnwaardecreeatie als een ‘stip op de horizon’,¹⁵ zou de indruk kunnen ontstaan dat de Commissie een strategische oriëntatie voor beursondernemingen bepleit waarbij alleen een uiteindelijk resultaat op de lange termijn belangrijk is. Dit zou een moderne variant zijn van de regel ‘Jam tomorrow and jam yesterday, but never jam today’ uit *Alice in Wonderland*.¹⁶ Volgens ons heeft de Commissie dit niet zo bedoeld. Niet voor niets schrijft zij in de toelichting dat de focus op lange termijn niet betekent dat het hier en nu uit het oog mag worden verloren.¹⁷ Ook het feit dat de Commissie voorstelt om in principe 1 expliciet op te nemen dat de op langetermijnwaardecreeatie gerichte strategie afhankelijk van de marktdynamiek voortdurend om kortetermijnaanpassingen kan vragen en het feit dat het bestuur in de door de Commissie voorgestelde verantwoording ten aanzien van de strategie in het bestuursverslag (best practice 1.1.3) over zowel korte- als langetermijnontwikkelingen zou dienen te rapporteren, wijzen in deze richting. De Commissie lijkt met de term langetermijnwaardecreeatie eerder tot uitdrukking te willen brengen dat de strategie van een beursonderneming erop gericht zou moeten zijn om gedurende een lange tijd voortdurend waarde te creëren waarbij doelstellingen op de korte termijn (mede) bepaald zouden moeten worden door de vraag hoe het waardecreërend vermogen op de lange termijn gehandhaafd dan wel verbeterd zou kunnen worden. Niet alleen ‘jam tomorrow’ dus, maar ook ‘jam today’. De Commissie laat zich evenwel niet expliciet uit over de vraag hoe het streven naar resultaten op korte termijn zich zou moeten verhouden tot het streven naar resultaten op lange termijn. Het ligt voor de hand dat de strategische keuzes die beursondernemingen hierin moeten maken, voorbehouden zijn – en blijven – aan het bestuur onder toezicht van de RvC.

4 Enkele kanttekeningen

Toch vragen wij ons af in hoeverre de door de Commissie voorgestelde aanpak van concrete best practices ten aanzien van de uitwerking van visie en strategie voor langetermijnwaardecreeatie in combinatie met een verantwoordingsmechanisme via het bestuursverslag in het krachtenveld van de internationale kapitaalmarkten effectief zal blijken te zijn. De vennootschapsleiding van een beursonderneming kan een op de lange termijn gerichte visie en strategie vaststellen, maar uiteindelijk moet de markt de vennootschapsleiding wel toestaan om deze visie en strategie ook daadwerkelijk te verwezenlijken. Of dat kan worden bereikt via het actief uitdragen van de oriëntatie op langetermijnwaardecreeatie door de beursondernemingen zelf valt voor ons nog te bezien. Institutionele beleggers, met afstand de belangrijkste categorie aandeelhouders in Nederlandse beursondernemingen, opereren immers ook in een sfeer van rendementsdruk ten opzichte van hun eigen achterban.¹⁸ Institutionele beleggers kunnen – of willen – niet altijd wachten op ‘jam tomorrow’, zij hebben vaak ook behoefte aan ‘jam today’.¹⁹

De belangenorganisatie van institutionele beleggers Eumedion merkte in haar eerste reactie op het consultatiedocument van de Commissie op dat beleggers met een van nature langetermijnhorizon, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders, gebaat zijn bij een betere informatieverschaffing door beursondernemingen over de visie en strategie ten aanzien van langetermijnwaardecreeatie zoals door de Commissie voorgesteld en dat die beleggers door de betere informatieverschaffing ertoe aangezet kunnen worden om meer in Nederlandse beursondernemingen te beleggen.²⁰ Het tweede deel van deze stelling lijkt ons wat sterk geformuleerd. De wens was hier waarschijnlijk de vader van de gedachte. Het is een terugkerend verschijnsel in discussies over de Code dat op voorhand hoge verwachtingen worden geformuleerd over de gedragseffecten van voorgestelde Code-bepalingen, terwijl de basis voor die hoge verwachtingen niet altijd duidelijk is.²¹ Juist bij een zo wezenlijk onderwerp als het creëren van een gedeelde langetermijnnoriëntatie in het aandeelhoudersbestand van beursondernemingen past wat ons betreft enige bescheidenheid bij het uitspreken van concrete verwachtingen.

Bij veel van de voorstellen is aanstonds duidelijk hoe zij zich verhouden tot het thema langetermijnwaardecreeatie. Afgezien

15. Commissie-Van Manen 2016, p. 7: ‘De vast te stellen visie op lange termijn waardecreeatie zet een stip op de horizon en vraagt vervolgens van vennootschappen dat zij een strategie formuleren en implementeren om deze visie te realiseren.’

16. L. Carroll, *Through the looking glass and what Alice found there* (1e druk), 1871, hoofdstuk 5: “I’m sure I’ll take you with pleasure!” the Queen said. “Twopence a week, and jam every other day.” Alice couldn’t help laughing, as she said, “I don’t want you to hire me – and I don’t care for jam.” “It’s very good jam,” said the Queen. “Well, I don’t want any today, at any rate.” “You couldn’t have it if you did want it,” the Queen said. “The rule is, jam to-morrow and jam yesterday – but never jam today.” “It must come sometimes to ‘jam to-day,’” Alice objected. “No, it can’t,” said the Queen. “It’s jam every other day: to-day isn’t any other day, you know.” “I don’t understand you,” said Alice. “It’s dreadfully confusing!”

17. Commissie-Van Manen 2016, p. 7.

18. Hierover J.W. Winter, *Aandeelhouder engagement en stewardship*, in: L. Timmerman e.a. (red.), *Samenwerken in het ondernemingsrecht* (IVO-reeks nr. 80), Deventer: Kluwer 2011, p. 39-56.

19. Aan die neiging wordt ook wel verzet geboden. Een recent voorbeeld is de S&P Long-Term Value Creation (LTVC) Global Index, een graadmeter voor ondernemingen met langetermijngroeiopotentieel. Het initiatief daartoe is mede genomen door een aantal grote institutionele beleggers.

20. Eumedion-reactie op rapport Commissie Van Manen: langetermijnbeleggers gebaat bij meer transparantie over waardecreatie, persbericht 11 februari 2016, te raadplegen op <www.eumedion.nl>.

21. Hierover kritisch: F.G.K. Overkleef, *Technische oplossingen*, in: B.F. Assink e.a. (red.), *De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst. Liber amicorum L. Timmerman* (IVO-reeks nr. 99), Deventer: Kluwer 2015, p. 377-392.

van de hiervoor genoemde onderwerpen kan nog worden gewezen op het toestaan van beloning van commissarissen in aandelen, waaraan de voorwaarde wordt verbonden dat die aandelen worden gehouden tegen een 'lange termijn' (tot minimaal twee jaar na afloop van de benoeming). In sommige gevallen is de koppeling minder duidelijk. In dat licht valt bijvoorbeeld op het voorstel om niet langer toe te staan dat de president-commissaris de selectie- en benoemingscommissie van de RvC voorziet; een verklaring hiervoor geeft de Commissie overigens niet. In de toelichting op het consultatiedocument wordt weliswaar tot uitdrukking gebracht dat de RvC als geheel verantwoordelijk is voor een gedegen opvolgingsplan, maar wellicht had een concrete opdracht om hier de lange termijn in het oog te houden niet misstaan. Dat geldt temeer nu de Commissie heeft ingezet op kortere benoemingstermijnen (voor commissarissen).

Tot slot kan in meer algemene zin de vraag worden gesteld wat de aard is van de door de Commissie op dit punt voorgestelde principes en best practices. In de preambule van de huidige Code worden best practices weliswaar aangeduid als een nadere invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance, maar daarbij wordt meteen opgemerkt dat beursvennootschappen hiervan kunnen afwijken en dat deze afwijkingen onder omstandigheden gerechtvaardigd kunnen zijn.²² Deze benadering past goed bij de best practices die zien op meer operationele aspecten van corporate governance, zoals het hanteren van een maximum ten aanzien van de zittingsperiode van individuele commissarissen (best practice III.3.5). De door de commissie voorgestelde best practices met betrekking tot langetermijnwaardcreatie hebben echter meer het karakter van 'moral suasion' en lenen zich daarmee minder voor afwijking. Dit wordt nog eens versterkt door de verscherpte eisen die de commissie voorstelt ten aanzien van uitleg over afwijkingen.²³

Ook kan in dit verband worden gewezen op de voorgestelde herziene preambule. Waar in de preambule van de huidige Code nog wordt opgemerkt dat de best practices 'een zekere normstelling' creëren voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders,²⁴ stelt de preambule van de voorgestelde gewijzigde Code onomwonden dat de best practices voor deze groepen 'een normstelling' creëren.²⁵ De commissie geeft geen uitleg bij deze voorgestelde wijziging, maar het heeft er alle schijn van dat zij haar ambitieniveau ten aanzien van de herziening van de Code ook aan de geadresseerden ervan wil opleggen. De vraag kan worden gesteld in hoeverre de Commissie de spankracht van het instrument van de Code met deze benadering niet te ver oprekt.

5 Afronding

De Commissie heeft met haar consultatievoorstel beoogd om het onderwerp van langetermijnwaardcreatie nadrukkelijk op de agenda te zetten. Zij is in deze opzet geslaagd, zij het dat het voor de verdere discussie wel van belang is dat zij niet tot enkel het twistpunt over kwartaalcijfers wordt beperkt. Over het wezen van langetermijnwaardcreatie is veel te zeggen. De Commissie verdient lof voor het feit dat zij deze moeilijke materie bij de kop heeft gepakt. Het is nu aan de praktijk om dit thema verder op te pakken en om concreet gestalte te geven aan het nastreven van langetermijnwaardcreatie in de praktijk.

22. Preambule Code nr. 4.

23. Commissie-Van Manen 2016, p. 51-52.

24. Preambule Code nr. 4.

25. Commissie-Van Manen 2016, p. 54.