



# 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,

**H**et 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 CO<sub>2</sub>-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 CO<sub>2</sub>-uitstoot veroorzaakt door eigen bronnen binnen het bedrijf. Scope 2 en 3 zijn de indirecte CO<sub>2</sub>-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, ongeprijsde 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 CO<sub>2</sub> 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: CO<sub>2</sub>heffing hard nodig, ook voor de Nederlandse industrie*. Blog op [esb.nu](https://www.esb.nu), 25 januari.