

1 Board-agenda 2030 - Over moed in stormachtige tijden

Jeroen Veldman en Pauline van der Meer Mohr

1. Inleiding

De wereld van corporate governance verandert in steeds sneller tempo. Waar theorie en praktijk van corporate governance tot rond 2008 redelijk overzichtelijk waren met aandeelhouderswaarde als eenduidig doel en de omgang met andere belangen werd overgelaten aan concepten met mooie namen als CSR en bedrijfsethiek, kwam er vanaf 2008 een kentering op gang, waarbij de rol van stakeholders en van economische en ecologische duurzaamheid steeds nadrukkelijker deel uit ging maken van het debat en van de ontwikkeling van wet- en regelgeving.

Inmiddels zitten we middenin een stroomversnelling. De systeemrisico's als gevolg van het overschrijden van planetaire grenzen en groeiende sociale ongelijkheid zijn duidelijk zichtbaar. De combinatie van economische en existentiële risico's, met name voor nieuwe generaties, vormt de basis voor een snelle toename in engagement en verplaatsing van kapitaal, boycots, rechtszaken, publiekscampagnes, bezettingen van hoofdgebouwen en verstoringen van AVA's, waarbij aandeelhouders, werknemers, consumenten, overheden en NGO's ook nog eens in toenemende mate samen optrekken. Daarnaast vormt deze combinatie de basis voor de bijzonder snelle ontwikkeling en implementatie van Europese regelgeving als de CSRD, CSDDD en SFRD. De versnelling en verharding van het aandeelhouders-, werknemers-, consumenten- en maatschappelijk activisme samen met ontwikkelingen in wet- en regelgeving leiden tot toenemende druk op bestuurders en toezichthouders.

Dit roept de vraag op of bestuurders en toezichthouders in voldoende mate doordrongen zijn van de inhoud en dynamiek van deze versnellende veranderingen en of zij voldoende voorbereid en toegerust zijn om ondernemingen te navigeren door wat een zeer turbulente tijd lijkt te gaan worden. Is er voldoende kennis van de concrete ontwikkelingen in het wet- en regelgevingskader aanwezig in de bestuurskamer en is er een duidelijk beeld van de betekenis, inhoud, scope en tijdshorizon van die veranderende kaders? En hebben bestuurders en toezichthouders een goed ontwikkeld beeld van de mogelijke consequenties van dat ontwikkelende kader voor hun eigen positie en voor de onderneming?

Een gerelateerde vraag is of bestuurders en toezichthouders voldoende zicht hebben op de praktische dilemma's die een concreter wordende tijdshorizon voor een tran-

sitie met zich meebrengt. Nu systeemrisico's concreet aan het worden zijn, worden veranderingen steeds meer gebonden aan een concrete tijdshorizon. Daarmee komt de vraag centraal te staan in welk tempo die veranderingen plaats zullen vinden, wat dat betekent voor de houdbaarheidstermijn van bestaande business models en welk moment het juiste is om over te stappen naar nieuwe business models. Ook komt de vraag naar voren hoe de toenemende druk van maatschappelijke en stakeholderbelangen concreet tegemoet getreden kan worden door bestuurders en toezichthouders.

De centrale vraag is daarmee of bestuurders en toezichthouders voldoende kennis, inzicht en skills hebben om de huidige versnelling naar een transitie en de daarmee gepaard gaande veranderingen in het corporate governance-landschap tegemoet te treden. Wij betogen dat deze ontwikkelingen centraal dienen te staan in het ontwikkelen van een board-agenda die zich richt op 2030. We ontwikkelen hier een eerste aanzet voor die agenda door in kaart te brengen wat er zich in de afgelopen twee decennia heeft afgespeeld en welke ontwikkelingen momenteel gaande zijn. Daarna behandelen we drie centrale thema's voor verdere verdieping: kennis en inzicht, technologische innovaties en leiderschap. Uiteindelijk schetsen we een paar lijnen naar de toekomst.

2. Veranderingen en versnellingen in corporate governance

De afgelopen twee decennia zijn interessant geweest voor de ontwikkeling van corporate governance. Tot grofweg 2008 werden de theorie en praktijk van corporate governance gedomineerd door het gedachtegoed van Fama, Friedman, Jensen en Meckling en was het gemeengoed om aan te nemen dat ondernemingen een enkelvoudige opdracht hebben om aandeelhouders tevreden te stellen, liefst door kortetermijnresultaten te behalen.

De crises rond Tyco, Enron en Worldcom in 2001 en de grote financiële crisis van 2008 brachten de effecten van een focus op de korte termijn en de rol van overheden en de portemonnee van burgers bij het herstellen van marktstabiliteit volop onder de aandacht. Vanaf 2008 kwam ook het overschrijden van de *planetary boundaries* steeds nadrukkelijker op de corporate governance-agenda te staan. Met name de waarneming dat *business as usual* leidt tot opwarming van de aarde met ten minste 3,5 graad Celsius en dat die opwarming potentieel catastrofale gevolgen zal hebben voor supply chains en marktstabiliteit en daarmee voor ondernemingen, bestuurders en aandeelhouders heeft de link tussen corporate governance en *planetary boundaries* steeds nadrukkelijker in het vizier gebracht van centrale actoren als overheden, standard setters, regulators en investeerders¹.

In de afgelopen jaren is die link steeds meer het onderwerp geworden van activisme door steeds meer typen stakeholders. Larry Fink, CEO van Blackrock, heeft vanaf

¹ Veldman 2023, Working Paper - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4149609.

2016 jaarlijks gehamerd op het belang van langetermijnwaardecreatie in zijn brief aan CEO's. Engine No1, een hedge fund met 0.02% van het uitstaande aandelenkapitaal van ExxonMobil, wist in 2021 grote beleggers te overtuigen om mee te stemmen om drie NEDs aan te stellen in de board van Exxon door de ESG-risico's van het bestaande business model in kaart te brengen. En bij TotalEnergies werd dit jaar een motie van Follow This ondersteund door de proxy advisor ISS. In het AVA-seizoen van 2023 werd bij ING steeds dezelfde vraag gesteld door aandeelhouders aan het bestuur, terwijl bij Rabobank de *stakeholder communication* vooral door Carice van Houten werd ingevuld. Bij Shell stonden er demonstranten buiten de deur en in de dezelfde zaal waar die dag Follow This een motie indiende die werd gesteund door 20% van de aandeelhouders bestormden activisten later het podium.

Ook is er sprake van een zeer snelle stijging van het gebruik van juridische procedures als pressiemiddel. Terwijl tussen 1986 en 2004 rond de achthonderd procedures werden gevoerd rond klimaat-issues, zijn alleen al in de afgelopen zes jaar duizend nieuwe procedures ingezet. Deze procedures zetten in op verschillende niveaus (overheid, onderneming en bestuursleden), waardoor zowel de juridische als de campagne-impact toeneemt. De procedure die Urgenda in 2019 won tegen de staat in 2019 legde een duidelijke verplichting neer om klimaatdoelen te halen. Deze verplichting was ook de kern van de gewonnen procedure door Milieudefensie tegen Shell als onderneming, waarin werd gesteld dat klimaatverandering ernstige consequenties heeft, dat Shell als onderneming een duty of care heeft naar de burgers van Nederland om CO²-emissies te verminderen en dat die plicht zich uitstrekt tot alle drie de scopes². Op het winnen van die procedure volgde meteen een brief aan 29 Nederlandse ondernemingen dat ook zij aangepakt zouden worden bij ongewijzigd beleid. Kort daarna besloot Shell alleen nog een hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk aan te houden, waar vervolgens elf individuele bestuurders gedaagd werden door Clientearth, daarbij gesteund door een groep institutionele investeerders. Hoewel deze zaak ook in hoger beroep verloren werd, speculeert CEO Wael Sawan inmiddels op een nieuwe verhuizing van Shell naar de Verenigde Staten.

Centraal in deze versnelling staat de houdbaarheid van de license to operate van ondernemingen. De nomadische bewegingen van Shell staan niet op zichzelf. In een interview met NRC liet Jeroen van der Veer eerder blijken ontdaan te zijn over de snel veranderende maatschappelijke kijk op Shell en haar (ex-)bestuurders. De gevolgen van die veranderende blik zijn ook te zien bij een publieke universiteit als de UvA, waar onderzoeksgeld van Shell inmiddels niet meer welkom is en waar activistische studenten ernaar streven om de banden geheel te verbreken. En we zien hoe bij bijvoorbeeld Tata maatschappelijke druk mede zorgt voor aanscherping in de regelgeving, wat vervolgens aanleiding geeft om te overwegen welke investeringen nog zin hebben. De versnelling in en verscherping van het debat over de rol van

2 Scope 1 ziet op directe emissies; scope 2 op indirecte emissies, bijvoorbeeld door energiegebruik; en scope 3 ziet op alle emissies gekoppeld aan de value chain, dus zowel de emissies die gekoppeld kunnen worden aan de activiteiten van suppliers als die bij eindgebruikers.

ondernemingen in het dienen van maatschappelijke doelen – en dan met name het behalen van de doelen in het Parijs-akkoord – vormen daarmee een belangrijk thema voor de bestuurskamer.

3. Supranationale regelgeving

De relatie tussen *business as usual* en systeemrisico's zet druk op veranderingen in de theorie en praktijk van corporate governance. Veelal richt die druk zich op een uitbreiding van de reikwijdte van wet- en regelgeving om traditionele 'externaliteiten' binnen het domein van corporate governance te integreren, op een vergroting van de nadruk op langetermijnduurzaamewaardecreatie en op een grotere nadruk op de rol van stakeholders. In het afgelopen decennium heeft druk op deze drie thema's geleid tot bijzonder snelle ontwikkeling en implementatie van nieuwe en geïntegreerde regelgeving rond corporate governance.

Met name de EU CSRD, CSDDD en SFDR kunnen gezien worden als een aardverschuiving. De relatie tussen systeemrisico's en significante risico's voor Europese economieën vormt het startpunt voor hervormingen, waarmee zowel ondernemingen als investeerders worden bewogen en in staat gesteld om ten minste een triljard euro aan investeringen in te zetten voor een vergroening van de Europese economie. Om een dergelijke marktgeoriënteerde verandering in het corporate governance-stelsel mogelijk te maken wordt er binnen de Green Deal een geïntegreerd pakket ontwikkeld dat het vennootschapsrecht, rapportagestandaarden en finance bestrijkt.

Het hart van dit systeem wordt gevormd door de Taxonomy, een classificatiesysteem dat de criteria bepaalt waarop financiële partijen kunnen evalueren en rapporteren op 'duurzame' activiteiten. De Taxonomy is leidend voor de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), die financiële service providers en eigenaren van financiële producten verplicht om openbaar verslag te doen van de wijze waarop duurzaamheid een rol speelt in de wijze waarop investeringen gedaan worden. Het doel is om duurzaamheidsprofielen van fondsen beter vergelijkbaar te maken door duidelijke benchmarks en maatstaven te ontwikkelen.

De Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) is de opvolger van het Directive on non-financial information (NFRD), waaronder ondernemingen moesten rapporteren over risico's met betrekking tot duurzaamheids-, werknemers- en sociale factoren in hun value chains. De CSRD breidt de werkingskracht van de NFRD aanmerkelijk uit door ondernemingen verplicht te stellen zowel retrospectieve als toekomstige informatie op te nemen. Deze informatie ziet op targets en vooruitgang met betrekking tot duurzaamheid, sociale verantwoordelijkheid en de omgang met werknemers, mensenrechten, corruptie en omkoping en diversiteit in boards en hoe deze issues de ontwikkeling en performance van de onderneming beïnvloeden. Van ondernemingen wordt verwacht dat ze hierover rapporteren in

een toegankelijk formaat en aan de hand van verplichte standaarden, de European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

Het doel van deze wetgeving is dat zowel financiële actoren als andere partijen deze informatie kunnen gebruiken om de vooruitgang van ondernemingen op zowel financieel als anderszins materiële factoren te monitoren. De CSRD vereist dat er in eerste instantie limited assurance wordt verleend over de informatie in deze rapportage en dat dit later wordt versterkt naar reasonable assurance. Vanaf 2025 moeten alle grote en beursgenoteerde Europese ondernemingen met meer dan 40 miljoen euro, meer dan 250 werknemers, of meer dan € 20 miljoen in assets rapporteren onder de CSRD over boekjaar 2024. Dat omvat in eerste instantie zo'n 40.000 ondernemingen, maar zal in de jaren erna uitgebreid worden naar MKB-bedrijven met ingang van 2027 over boekjaar 2026. Daarnaast is de verwachting dat de noodzaak om ook gegevens van ketenpartners mee te nemen in de rapportage ertoe zal leiden dat kleinere ondernemingen zich al eerder zullen moeten verhouden tot de gevolgen van de invoering van de CSRD.

Ten slotte is er de Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD). Dit wetsvoorstel voorziet in verplichte *due diligence* voor boards en vereist dat alle impacts op duurzaamheid, de behandeling van werknemers en mensenrechten, omkoping en diversiteit in value chains op de korte, middellange en lange termijn worden meegenomen in het besluitvormingsproces. Deze impacts strekken zich uit voorbij de activiteiten van de eigen onderneming tot de activiteiten van dochters en 'established business relationships' in de value chain. Onder de CSDDD wordt van ondernemingen verwacht dat ze een due diligence-plan opzetten rond mensenrechten en duurzaamheid en dat ondernemingen een duidelijk plan formuleren waarin wordt aangegeven hoe het business model en de strategie zich verhouden tot de doelen gesteld onder het Parijs-akkoord. Deze plannen moeten gemonitord worden en de vooruitgang moet worden gecommuniceerd.

De CSDDD voorziet verder in een civiel aansprakelijkheidsregime ten aanzien van de verplichting om mensenrechten en duurzaamheidsimpacts te identificeren, voorkomen en mitigeren. Onder dit nieuwe regime wordt voorzien dat EU-lidstaten ondernemingen boetes of aanwijzingen op kunnen leggen en dat slachtoffers een civiele claim kunnen indienen bij ter zake kundige nationale gerechtshoven, die kan resulteren in financiële boetes.

De diverse elementen uit de Green Deal voorzien in een duidelijke verschuiving in de theorie van corporate governance. Tezamen voorzien deze elementen in een nieuw regime voor corporate governance, waarin de rapportage over, monitoring van en verantwoordelijkheid voor traditionele 'externaliteiten' veel meer bij de onderneming en bij met name financiële stakeholders komt te liggen. Specifiek worden ondernemingen en financiële stakeholders medeverantwoordelijk gemaakt voor het voldoen aan de maatschappelijke doelstellingen van het Parijs-akkoord.

Verder voorziet de CSRD in een duidelijke verbreding van het begrip ‘materialiteit’ naar ‘dubbele materialiteit’, waarbij niet alleen de impact van de omgeving op de onderneming in kaart gebracht wordt, maar ook de impact van de onderneming op haar omgeving. Ook zien de due diligence- verplichtingen onder de CSDDD op veel langere tijdsschalen dan de typische één jaar die nu gehanteerd wordt. Dan betekent de verplichting in de CSDDD om toe te zien op impacts van het business model en de strategie door de hele keten en bij ‘established business relationships’, in combinatie met de implementatie van rapportage-verplichtingen op scopes 1, 2 en 3 een stevige conceptuele verbreding van de grenzen van de onderneming. Daarmee betekent de combinatie van CSRD en CSDDD een stevige verbreding van de verwachtingen ten aanzien van de breedte van activiteiten waar de board op toe dient te zien en naar dient te handelen. Ten slotte wordt de rapportage hierover opgenomen in het bestuursverslag en moet er in eerste instantie limited en in een later stadium reasonable assurance over afgegeven worden.

Samengevat betekent dit dat de wetgeving die nu in Europa wordt voorbereid en deels al geïmplementeerd wordt grote veranderingen met zich meebrengt voor het corporate governance-landschap in Europa en daarbuiten. De inzet op marktgerichte veranderingen is gekoppeld aan een verbreding van rapportage- en due diligence-verplichtingen ten aanzien van maatschappelijke doelstellingen, een verbreding van de scope voor rapportage tot (ver) buiten de onderneming, een verbreding van de tijdshorizon waarover rekenschap afgelegd moet gaan worden, een duidelijker inzet en het afgeven van assurance door externe partijen op strategische doelstellingen en de verwezenlijking daarvan en een verbreding van de capaciteit voor stakeholders om op de implementatie en voortgang ten aanzien van die doelstellingen toe te zien.

4. Veranderingen en tegengestelde bewegingen in de praktijk van corporate governance

Dat de theorie en praktijk van corporate governance in snel tempo aan het veranderen zijn, betekent niet dat die beweging maar één kant op gaat.

Aan de ene kant zien we dat er belangrijke veranderingen op gang komen in de bestuurskamer. Een EY survey van Amerikaanse bedrijven in 2022 stelde vast dat 82% van die bedrijven emissiereductiedoelstellingen had aangenomen en een grotere percentage aangaf dat duurzaamheid leidend was voor het bedrijfsbeleid³. Deze doelstellingen zien we ook terug in een sterke verschuiving van assets naar SRI-compliant fondsen die zich onder andere richten op het aanpassen van bedrijfsmodellen aan een ‘low-carbon’ wereld, van elektrificatie tot schone en hernieuwbare energie. En we zien het terug in de acceptatie van jonge pensioendeelnemers om lagere rendementen te accepteren, als dat gepaard gaat met betere ESG-resultaten.

³ https://www.ey.com/en_us/sustainability/sustainability-and-esg-trends-index.

Aan de andere kant groeit ook de kritiek. Er wordt al langere tijd geageerd tegen de beperkte theoretische ontwikkeling en onderbouwing van ESG als een samengesteld construct, de beperkte kwaliteit, bruikbaarheid en vergelijkbaarheid van ESG ratings en de beperkte waarde van indices die gebouwd zijn op basis van zulke ESG-ratings⁴. Ook wordt er gewaarschuwd voor de risico's van greenwashing en de *asset bubble* die ontstaat doordat te veel investeringen tegelijkertijd bij ondernemingen en fondsen terechtkomen die zich als 'groen' affichereren. Verder wordt gewaarschuwd dat claims over een betere algemene performance van ESG-fondsen of de claim dat zulke fondsen meer stabiliteit bieden ten tijde van crisis kritisch beschouwd moeten worden⁵. Ten slotte wordt in de VS door staten en senatoren geageerd tegen een inzet op ESG, zowel op bovenstaande gronden als op basis van de stelling dat asset managers geen bredere fiduciary duties zouden hebben dan het behalen van kortetermijneconomischewaarde voor aandeelhouders en beneficiaries.

Er lijkt inmiddels sprake te zijn van een terugtrekkende beweging rond ESG. De campagne van staten en senatoren heeft in de US geleid tot het wegvloeien van veel assets bij Blackrock en de onrust die daaruit voortvloeide heeft er mede toe geleid dat Vanguard uit voorzorg uit de NZIAA is gestapt. Inmiddels lijken grote investeerders de term ESG als 'besmet' te beschouwen en hun publieke uitingen, engagement en stemgedrag daarop te hebben aangepast. In het AVA-stemseizoen van 2023 werd aanmerkelijk minder meegestemd met ESG-georiënteerde voorstellen dan in het AVA-stemseizoen van 2022. Ook de eerdergenoemde Larry Finck heeft in een speech voor het Aspen Ideas congres in juni 2023 aangekondigd de term ESG in het vervolg te vermijden, omdat het begrip te gepolariseerd is. Dat wil overigens niet zeggen dat Blackrock daarmee de focus op duurzaamheidsindicatoren opgeeft. In het vervolg zal Finck de nadruk leggen op wat hij 'conscientious capitalism' noemt, en zich richten op specifieke decarbonisatie-doelstellingen en de daarmee samenhangende governance en sociale issues.

Behalve investeerders lijken inmiddels ook de regulators terugtrekkende bewegingen te maken. In de EU heeft Von der Leyen, met Europese verkiezingen op komst, gepleit voor 25% minder regeldruk en een minder verplichtend karakter van de CSRD. En de roep om fiduciary duties nauw in te vullen en te blijven kiezen voor aandeelhouders is vooralsnog vooral goed overgekomen in de olie- en gasector, waar BP en Shell duidelijk hebben gekozen voor investeringen in traditionele assets.

Ten slotte lijkt er ook bij sommige bestuurders een tegenbeweging op gang te komen. In een interview in de Volkskrant van 3 juni 2023 zei de recent benoemde Shell CEO, Wael Sawan: "we proberen het juiste te doen voor onze kinderen, voor onze planeet. En we doen dat in een systeem dat wordt gedreven door de kapitalistische realiteit. Waar gaat kapitaal naartoe, hoe creëer je rendement?". Want, stelde

4 Pollman 2022 - https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4219857.

5 <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing>.

hij in een interview met de BBC op 6 juli 2023: “Ultimately, I am in the service of shareholder value ...”⁶

5. Tegengestelde bewegingen en de bestuurskamer

Er is dus een toenemende druk uit de corporate governance theorie en praktijk om een concrete transitie te bewerkstelligen. De perceptie dat de status quo rond corporate governance gekoppeld is aan *business as usual* en daarmee tot een onhoudbaar toekomstscenario met grote systeemrisico's leidt tot een snelle intensivering van de reactie van gecombineerde groepen stakeholders, waaronder overheden, standard setters, regulators, investeerders en NGO's in de vorm van engagement, divestment, activisme rond AvA's, een snelle groei van juridische procedures tegen staten, ondernemingen en individuele bestuurders en nieuwe wet- en regelgeving in vennootschapsrecht, rapportage en finance. Tegelijkertijd is er een groeiende tegenbeweging die kritiek uit op de gevolgen van het gebruik van ESG als een weinig uitontwikkeld construct, op de kwaliteit van de wetgeving die nu wordt ontwikkeld en uitgerold en die breder kritiek heeft op de inzet van corporate governance voor het behalen van maatschappelijke doelen. Zowel de tegengestelde richtingen als de versnelling en versterking van de krachten die in beide richtingen bewegen voeren de druk op de bestuurskamer in hoog tempo op.

Zoals zo vaak geldt hier dat onder druk alles vloeibaar wordt en dat vooral de praktijk zal moeten uitwijzen hoe vennootschappen binnen dit soort vragen en dilemma's hun strategie en beleid zullen aanpassen en welke richting er dan gekozen wordt. Om een weloverwogen omgang met deze dilemma's mogelijk te maken vestigen we de aandacht op drie factoren die bestuurders en toezichthouders meer houvast kunnen bieden. Dit zijn: kennis van en inzicht in de redenen voor een veranderend regelgevende kader; een bezinning op de mogelijkheden en onmogelijkheden van technologische innovaties en moedig leiderschap.

5.1 Kennis en inzicht

De eerste factor is inzicht. Bestuurders en toezichthouders zijn gebaat bij kennis en inzicht in de consequenties van de fundamentele systeemtransities die nodig zijn om grote maatschappelijke problemen op te lossen en bij een heldere beschouwing op hun eigen rol in de omgang met die transities.

Centraal hierin staat de relatie tussen 'business as usual' en de daaruit voortvloeiende systeemrisico's die zich vertalen in economische en existentiële risico's. Zonder grootschalige energie-, voedsel- en materialentransities blijft de wereld steken op een pad dat de planetaire grenzen ver overschrijdt,⁷ zeker als de 'tipping points' overschreden worden die geassocieerd worden met 1,5 graad opwarming van de

⁶ <https://www.bbc.com/news/business-66108553>.

⁷ K. Raworth, *Doughnut economics: Seven ways to think like a 21st-century economist*, Random House 2017.

aarde⁸. De hiermee geassocieerde klimaat- en biodiversiteitsproblemen zijn direct gekoppeld aan een sterke uitvergroting van sociale problemen, zoals sociale onrust en grootschalige klimaatmigratie wegens uitputting van de aarde⁹.

Met die blik zijn een paar vragen urgent voor bestuurders en toezichthouders. Geven bestuurders en toezichthouders zich in voldoende mate rekenschap van de toenemende druk op de theorie en praktijk van corporate governance om bredere maatschappelijke doelstellingen een concrete plek te geven in hun eigen handelen? Hebben zij voldoende kennis van de aankomende veranderingen in het regelgevend landschap? Zien ze de link tussen een verbreding van reporting-eisen en due diligence-verplichtingen en de mogelijkheid van juridische procedures? Overzien zij wat deze bewegingen betekenen voor het huidige business model en hebben ze een beeld van de business models die beter functioneren in een veranderend speelveld¹⁰? Hebben ze een beeld van de *window of opportunity* ten aanzien van een verandering in het business model en van het juiste moment om over te stappen? Wat zien ze als hun eigen rol bij de totstandkoming van dat nieuwe kader?

Daarnaast is er een aantal bredere vragen te stellen. Gegeven het huidige volatiele speelveld is het opportuun te vragen in hoeverre er gerekend kan worden op de langdurige en gecommitteerde steun van investeerders als Larry Fink. In dat kader is ook de vraag opportuun welke consequenties een verandering van business model heeft voor de omgang met grote aandeelhouders die de inzet op een stabiel dividendbeleid en voorspelbare aandeleninkoop steunen, waaronder bijvoorbeeld pensioenfondsen. Ten aanzien van business models kan ook de vraag gesteld worden of het zinvol is om bijzonder goed renderende assets te verkopen als er andere partijen bereid zijn om die assets tegen een lage prijs op te kopen en het business model gewoon door te zetten. En wat als het uitstappen uit een business model ertoe leidt dat een onderneming te klein wordt en daarmee een prooi wordt voor overname? Behalve bestuurders en toezichthouders kunnen ook investeerders zich de vraag stellen wat de feitelijke consequenties zijn van divestment voor de samenstelling van het achterblijvende aandeelhoudersbestand en de resulterende capaciteit voor engagement. En moet er überhaupt gedesinvesteerd worden als dat mogelijk de leveringszekerheid van bijvoorbeeld energie aan kan tasten?

Juist omdat de transitie waar we ons in bevinden vooralsnog vooral veel vragen en dilemma's biedt en nog niet heel veel duidelijke antwoorden, dient er plaats te zijn voor een heldere analyse van zulke concrete problemen en van de wijze waarop dit wordt opgepakt in bestuurskamers. Daarbij is het van belang dat bestuurders en toezichthouders kennis hebben van het veranderende landschap waarin zij acteren en

8 J. Rockström e.a., 'Planetary Boundaries; Exploring the Safe Operating Space for Humanity', *Ecology and Society* 2009, 14(2).

9 *Climate Change 2021 The Physical Science Basis*, 2021. Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/>.

10 De voorman van het Internationaal Energie Agentschap Fatih Birol stelde onlangs dat "if governments are serious about the climate crisis, there can be no new investments in oil, gas and coal from now" (<https://www.bbc.com/news/business-66108553>).

dat ze reflecteren op hun eigen rolopvatting en verantwoordelijkheden. Vooralsnog is er weinig reden tot optimisme met betrekking tot het inzicht van bestuurders en commissarissen in deze materie. Uit een recent onderzoek¹¹ van Nyenrode Business Universiteit, Motivaction en KPMG blijkt dat 51% van de bestuurders niet bekend is met ESG, dat afhankelijk van het concrete onderwerp 63%-67% van de bestuurders vindt dat ze voldoende kennis hebben van aankomende EU-wetgeving en dat het gemiddelde zelfgerapporteerde rapportcijfer voor ESG een 5,4 bedraagt (n=261).

Wellicht moeten we ons daarom gelukkig prijzen dat in het Nederlandse Corporate Governance-systeem al geruime tijd wordt getracht om middelen te vinden die de overgang naar duurzame langetermijnwaardcreatie kunnen borgen en versnellen. Sinds geruime tijd wordt binnen het samenspel van de Ondernemingskamer, de Hoge Raad en de Code getracht invulling te geven aan het idee van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming als een ‘instituut’ en om daarbinnen expliciet in te zetten op een stakeholdermodel en langetermijnwaardcreatie¹².

Twee begrippen in de in 2022 herziene Corporate Governance Code zien hier expliciet op toe. De nieuwe Code maakt expliciet dat het bestuur ‘verantwoordelijk’ is voor ‘duurzame’ langetermijnwaardcreatie. Waar in de vorige versie van de Code nog werd verwacht dat het bestuur zich ‘richt op langetermijnwaardcreatie’, is er thans een expliciete verantwoordelijkheid toegevoegd, alsmede een verwachting dat duurzaamheid centraal staat in de strategie van de onderneming. Een strategie die bovendien niet in isolatie kan worden ontwikkeld, maar in een constructieve dialoog met de meest relevante stakeholders.

De bedoeling van deze bepalingen is om de luiken van de onderneming open te zetten en het maatschappelijk belang naar binnen te laten, en te laten meewegen in de besluitvorming over de strategie van de onderneming. Deze gedachte sluit aan bij de brede welvaartsagenda 2030 van VNONCW, die als uitgangspunt omarmt dat de onderneming er niet alleen voor de aandeelhouder is, maar brede welvaart dient na te streven. Het is een beloftevolle zaak dat VNONCW zich hiermee committeert aan de oplossing van de grote maatschappelijke problemen van onze tijd, zoals klimaatverandering, verlies aan biodiversiteit en de grote sociale ongelijkheid in de samenleving. Het bedrijfsleven heeft hier een belangrijke rol te spelen, en ook de Code expliciteert hier nu een bestuursverantwoordelijkheid.

Ten slotte wordt er aandacht besteed aan het focussen van investeringen op duurzame langetermijnwaardcreatie. Om de kapitaalmarkt en het aandeelhouderskapitalisme te hervormen naar een vorm van ‘inclusive capitalism’ of, in de woorden van Larry Fink, ‘conscious capitalism’ is een belangrijk deel van de ‘stewardshipcode’ van Eumedion geïntegreerd in de meest recente Code.

11 https://www.nyenrode.nl/docs/default-source/pdf-newsroom/esg-kennisonderzoek-nyenrode---kpmg-nl---encrypted.pdf?sfvrsn=f7ac7f13_1.

12 M. Lokin & J. Veldman, ‘The Potential of the Dutch Corporate Governance Model for Sustainable Governance and Long Term Stakeholder Value’, *Erasmus Law Review* 2019, 4, p. 50-60. <https://doi.org/10.5553/ELR.000178>.

5.2 *Innovatie*

De tweede factor is (technologische) innovatie. Ondanks alle negativiteit gaat de ontwikkeling van belangrijke sectoren vaak sneller dan verwacht. De snelle ontwikkeling van elektrische auto's en de energietransitie zijn twee belangrijke voorbeelden. Volgens het Internationaal Energie Agentschap IEA zal in 2023 USD 1.7 triljoen aan investeringen naar schone energie gaan, een verhoging van 24% ten opzichte van de twee voorgaande jaren, terwijl investeringen in fossiele energie 15% zullen stijgen ten opzichte van dezelfde periode. Wellicht dat de keuze van BP en Shell daarmee sowieso de uitdrukking zijn van een achterhoedegevecht. Een belangrijke boodschap van dit soort veranderingen is dat het speelveld voor investeringen in sectoren snel aan het veranderen is.

Breder kan gesteld worden dat hoewel het leeuwendeel van de economie nog wordt gedragen door de beursfondsen uit de 'oude' economie en de daaraan verbonden bestuurders en toezichthouders er inmiddels een snelgroeiend ecosysteem van nieuwe jonge bedrijven ontstaat dat in de kern wel duurzaam is. Bestuurders en toezichthouders doen er daarom goed aan om de business models van bedrijven die succesvol anticiperen op een snel veranderende omgeving te bestuderen.

5.3 *Leiderschap*

De derde factor is leiderschap. Voorbij de inzet op business models en regels en aanwijzingen is de belangrijkste rol in de omgang met systeemtransities en het sturen op duurzame langetermijnwaardcreatie weggelegd voor degenen die ervoor kiezen voorop te lopen in een veranderd corporate governance-landschap. Over leiderschap is al veel gezegd en geschreven. We volstaan hier met het benadrukken van een aantal aspecten.

We hebben hierboven aangegeven hoe een versnelling van veranderingen in corporate governance een groot aantal vragen oproept. In die situatie zal zonder een intern gevoelde en beleefde noodzaak tot verandering het bestuur vermoedelijk kansen missen om de organisatie te richten op transformatie. Een authentieke wil om het juiste te doen voor de toekomst van het bedrijf en de bredere samenleving is essentieel om de energie te genereren die een bedrijf doet veranderen. Maar wil, authenticiteit, geloof en energie zijn verspilde moeite als zij niet door moed worden gevoed.

In tijden van storm vergt het moed aan het roer te gaan staan en dan de koers te bepalen en te houden. Moed om tegen de stroom van heersende opvattingen over 'business as usual' en de 'kapitalistische realiteit' in duurzame keuzes te maken ten koste van de – misschien op korte termijn beter renderende – niet duurzame keuzes. Moed ook om een strategie vorm te geven en de investeringen te doen die daarvoor nodig zijn.

En hier gaat het nog te vaak fout. Bestuurders en toezichthouders die met naoorlogse economische modellen als referentiekader zijn opgeleid, zijn wellicht minder bereid en/of in staat om af te wijken van wat zij zien als ‘business as usual’. De opmerkingen van de Shell CEO laten fraai zien waar de schoen wringt. In de ‘kapitalistische realiteit’ van Sawan waarin aandeelhouders simpelweg op zoek zijn naar rendement en duurzaamheidsdoelstellingen en -beleid worden afgestraft door de kapitaalmarkten is het te rechtvaardigen dat investeringsstromen opnieuw worden gericht naar op korte termijn renderende, maar niet duurzame projecten, waarmee dan aandeelhoudersrendement wordt gecreëerd.

Hoewel een dergelijke analyse wellicht op dit moment te begrijpen is in de context van een olie- en gasector die vecht voor haar relevantie in een veranderende wereld, getuigt de nadruk op de ‘kapitalistische realiteit’ en op aandeelhouderswaarde niet van veel inzicht in de richting van het corporate governance-debat. Waar centrale actoren als institutionele investeerders, verzekeraars, overheden en centrale banken versterkte dijkbewaking uitroepen over de richting van corporate governance, met name ten aanzien van klimaatverandering, hebben publieke uitspraken zoals die van Sawan de potentie om de geloofwaardigheid van de werkelijke intenties van bestuurders ten aanzien van duurzame langetermijnwaardecreatie verder onder druk zetten. Die uitspraken kunnen aanleiding geven tot nog meer druk rond AVA’s, tot nog meer inzet op juridische procedures en tot nog stringenter wet- en regelgeving. Wellicht dat een verhuizing naar de VS een tijdelijke uitweg biedt voor Shell, maar een verdere polarisatie van het corporate governance-debat zal ook daar uiteindelijk consequenties hebben.

Om deze reden is leiderschap in het debat belangrijk. In een context van snelle veranderingen wordt er van meerdere kanten druk uitgeoefend op commissarissen en bestuurders. Juist in die context vergt het moed om ‘nee’ te zeggen tegen investeringen die de aandelenkoers mogelijk opdrijven, maar de strategische koers verder vertroebelen. Het vergt ook moed om het automatisme van de inkoop van eigen aandelen of een altijd stijgend dividend te doorbreken, en aan de aandeelhouders uit te leggen dat dit nodig is voor investeringen in een duurzame toekomst. Het vergt moed om eerlijk en transparant te zijn over de schade die het bedrijf toebrengt aan mens, milieu en biodiversiteit en om investeringen te doen om die schade zoveel mogelijk te herstellen.

Het vergt ook moed om concrete dilemma’s inzichtelijk en bespreekbaar te maken. Wellicht dat desinvesteringen op te korte termijn andere maatschappelijke waarden, zoals energiezekerheid, in gevaar brengen. Wellicht dat het afstoten van vervuilende activiteiten de uitstoot van broeikasgassen in de boekhouding van de onderneming onmiddellijk en drastisch verlaagt, maar dat de hete aardappel van de ‘stranded assets’ simpelweg naar de partij wordt doorgespeeld die opereert in het minst restrictieve regelgevingsklimaat. Wellicht dat desinvesteringen er slechts toe leiden dat assets terechtkomen bij nieuwe eigenaren die hoeven te voldoen aan minder strenge normen en eisen. Zulke dilemma’s zijn er legio in een tijd van verandering. Met

moed kunnen deze dilemma's publiekelijk besproken worden, in plaats van ze plat te slaan met een simpel adagium of verwijzing naar een 'kapitalistische realiteit'. Het is aan bestuurders en toezichthouders om stakeholders direct te betrekken bij zulke dilemma's en om aan dat gesprek ook het formuleren van concrete verandering te koppelen.

En tot slot vergt het moed van commissarissen om de beloningsprikkels van de bestuurders geheel te focussen op duurzame langetermijnwaardecreatie. Dat vraagt een andere manier van denken over beloningssystematiek, waarbij de financiële component van de scorecard anders wordt gedefinieerd dan, zoals nu gebruikelijk, aan de hand van indicatoren als 'ROI', 'ROE', Total Shareholders Return of winst (al dan niet na aftrek van belastingen). Ook de niet-financiële component van de scorecard zou veel nauwer dan nu het geval is kunnen aansluiten bij de impact (sociaal en ecologisch) van het bedrijf op de omgeving, ook in de gehele waardeketen, en zou concreet en transparant moeten zijn over de gevolgen van het al dan niet behalen van de impact doelstellingen op korte en langere termijn. Het zou een interessant thema zijn voor verkenning in een volgende fase van de ontwikkeling van de Nederlandse Corporate Governance Code: principes van maatschappelijk verantwoord beloningsbeleid en best practices in bestuurdersbeloningen, gericht op duurzame langetermijnwaardecreatie.

6. Tot slot

Corporate Governance is sterk in beweging. In het zicht van existentiële risico's voor toekomstige generaties is het vertrouwen van het publiek in een daadwerkelijke inzet op *duurzame* langetermijnwaardecreatie essentieel voor bestuurders en toezichthouders, voor de license to operate van bedrijven en voor de social license van het corporate governance-gebouw als geheel. Als de moed van bestuurders en toezichthouders om de existentiële risico's van toekomstige generaties bij hun handelen te betrekken uitblijft, dan zal de druk op de theorie en praktijk van corporate governance in snel tempo toenemen. Het valt dan te verwachten dat regelgeving, aandeelhoudersactivisme, stakeholderactivisme en juridische procedures alleen maar zullen toenemen. Een gebrek aan moed en leiderschap zal daarom de druk op de bestuurskamer alleen maar toe doen nemen.

Zulk leiderschap vraagt om bezinning op veranderende wet- en regelgeving (welke korte- en langetermijnbelangen heb ik te dienen; hoe valt duurzame langetermijnwaardecreatie door de onderneming te combineren met maatschappelijke noden en wensen?), op morele keuzes (moet het huidige belang van de onderneming prevaleren boven de noden van toekomstige stakeholders?) en op praktische keuzes en overwegingen (welke verantwoordelijkheid heeft mijn onderneming in een verantwoorde ombouw van de economie en wat mag dat kosten? Blijft de license to operate voor mijn onderneming lang genoeg overeind om stevige investeringen door de onderneming en stakeholders te rechtvaardigen?).

Het moge duidelijk zijn dat voor bezinning en een verantwoorde omgang met zulke vragen kennis en tijd nodig is. Het is dan ook spijtig dat sinds het rapport van de Club van Rome verscheen in 1972 de vijftig jaren erna niet of nauwelijks voor zijn gebruikt voor een dergelijke bezinning. In de huidige situatie, waarin we zien dat de praktijk en theorie van corporate governance veranderen als gevolg van systeemrisico's die concreet aan het materialiseren zijn, zal die verandering onder grote druk plaatsvinden en met instrumenten die grotendeels nog uitontwikkeld moeten worden. Maar de existentiële risico's voor nieuwe generaties die gepaard gaan met deze systeemrisico's vragen om deze situatie met moed en inzicht tegemoet te treden.

Het is aan bestuurders en toezichthouders als leiders om de beweging van Friedman naar Raworth te maken. Er is sinds 2008 hard gewerkt om theoretische en praktische middelen te ontwikkelen die het mogelijk maken om ondernemingen te leiden op een manier waarmee we planetary boundaries respecteren, waarmee we onze footprint actief verlagen en waarmee we sociale ongelijkheid verminderen. Te denken valt onder andere aan purpose-benaderingen, benefit corporation modellen, stichtingsstructuren, steward ownership, impact weighted accounts, investor stewardship, en stakeholder inclusion in de board en in board committees. Maar voor alles is het van belang dat bestuurders en toezichthouders zich in deze stormachtige tijden bezinnen op leiderschap, governance, en samenwerking en dat zij daarin de moed ontwikkelen om hun eigen kompas te volgen.