

5 | Aanbevelingen ter verbetering van het gebruik van het ‘pas toe of leg uit’-principe in de praktijk¹

Annika Galle

1. Inleiding – nog geen effectief functioneren ‘pas toe of leg uit’-principe

Het ‘pas toe of leg uit’-principe (het comply or explain principe) is mede door de EU Richtlijn 2006/46/EC en nationale corporate governance codes tegenwoordig een centraal element in de Europese corporate governance. Vanaf 5 september 2008 zijn beursgenoteerde ondernemingen door de Richtlijn verplicht een corporate governance verklaring in het jaarverslag op te nemen. Hierin moeten zij verwijzen naar de toepasselijke corporate governance code, evenals aangeven op welke punten en om welke redenen zij van deze code afwijken. Voorheen werd de corporate governance verklaring door veel EU-lidstaten al aan de beursgenoteerde ondernemingen verplicht middels een juridische inbedding in de beursregels of in wettelijke regels. Als gevolg van de Richtlijn geldt deze verplichting nu voor beursgenoteerde ondernemingen in alle EU-lidstaten (vooralsnog heeft enkel Letland de Richtlijn nog niet geïmplementeerd). Consensus over de reikwijdte en de noodzakelijke voorwaarden voor een effectief functioneren van het ‘pas toe of leg uit’-principe is tot op heden in de praktijk echter nog niet bereikt. In het “Groenboek het EU-kader inzake corporate governance” wordt gesteld dat uit recente studie blijkt dat de uitleg bij afwijkingen van codebepalingen onbevredigend is, evenals dat door de EU-lidstaten te weinig wordt toegezien op de toepassing van de corporate governance codes; wenselijk is om nu na te gaan hoe deze situatie kan worden verbeterd.²

In dit hoofdstuk wordt door middel van een rechtsvergelijking tussen België, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Italië en Nederland gezien op welke punten daadwerkelijk nog onvoldoende consensus voor een effectief functioneren van het ‘pas toe of leg uit’-principe in de praktijk bestaat. Ook wordt beschreven hoe de onderzochte landen van elkaar kunnen leren, ofwel wat in essentie EU-breed is aan te bevelen. Met de gedane aanbevelingen wordt getracht bij te dragen aan de

1 Dit hoofdstuk is een bewerking van hoofdstuk 6 van het proefschrift van J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, Deventer, Kluwer, 2012.

2 European Commission, 2011, *Green Paper The EU corporate governance framework*.

benodigde consensus over de reikwijdte en de noodzakelijke voorwaarden voor een in de praktijk effectief functioneren van het ‘pas toe of leg uit’-principe.

De aanbevelingen in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op een eerder gedaan empirisch onderzoek gepubliceerd in 2012.³ Het betreft een inhoudsanalyse van de corporate governance verklaringen van in totaal 237 ondernemingen tussen de jaren 2005-2007 uit het Verenigd Koninkrijk (het VK), België, Duitsland, Italië en Nederland. Het empirische onderzoek beziet hoe het ‘pas toe of leg uit’-principe in die jaren in de praktijk in de vijf EU-lidstaten is toegepast en in welke mate convergentie in toepassing zichtbaar is. De volgende paragraaf geeft een aantal van de belangrijkste bevindingen uit dat onderzoek weer op basis waarvan de verderop in dit hoofdstuk toegelichte aanbevelingen zijn gedaan. Dit hoofdstuk bestaat dan ook uit acht paragrafen waarbij na de samengevatte onderzoeksresultaten (in paragraaf 2), opeenvolgend de nationale motivatie voor een corporate governance code en het ‘pas toe of leg uit’-principe (paragraaf 3), de juridische inbedding van het principe en de codes (paragraaf 4), de lay-out en *disclosure* van de corporate governance verklaringen (paragraaf 5), het drielaags toezicht op codenaleving (paragraaf 6) en de gewenste taakstelling voor corporate governance commissies nader worden gezien (paragraaf 7). Tot slot worden in paragraaf 8 concrete aanbevelingen geformuleerd.

2. Slechte kwaliteit van de toepassing van het ‘pas toe of leg uit’-principe reden tot actie

Tijdens het eerdere empirische onderzoek is de codenaleving van de vijf vergeleken landen in detail geanalyseerd (België, Duitsland, Italië, Nederland het VK). Van 237 ondernemingen met een notering aan één van de drie belangrijkste beursindices per land (voor Nederland bijvoorbeeld de AEX, AMX en AMS) zijn de corporate governance verklaringen over de jaren 2005-2007 onderzocht op de toepassing van het ‘pas toe of leg uit’-principe. In deze paragraaf worden een aantal van de onderzoeksresultaten samengevat en toegelicht als extra beargumentering bij de onderstaande aanbevelingen die tevens zijn gebaseerd op de rechtsvergelijking. Desondanks dat het alle ondernemingen genoteerd aan belangrijke beursindices betreft waarvan men zou verwachten dat zij het ‘pas of leg uit’-principe toepassen zoals bedoeld, laten de onderzoeksresultaten zien hoezeer verbeteringen in de praktijk benodigd zijn. Het niveau van de naleving is empirisch gemeten, maar meer belangrijk is of de gegeven uitleg bij niet-naleving van codebepalingen als afdoende kan worden beschouwd en daarmee het ‘pas toe of leg uit’-principe wordt toegepast zoals bedoeld.

Enkele afwijkingen van de codebepalingen zijn op zich prima vanuit de gedachte ‘*one size does not fit all*’, mits hierbij telkens een begrijpelijke en voor de onderneming specifieke uitleg wordt gegeven. In navolging van eerder onderzoek

³ J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, Deventer, Kluwer, 2012.

is een onderscheid gemaakt tussen zes kwaliteitsniveaus (waarbij de laagste drie niveaus als onvoldoende uitleg worden beschouwd; zijnde geen uitleg, enkel een algemene uitleg en enkel een algemene uitleg die zinnen van de betreffende codebepaling herhaalt).⁴ Het gemiddelde aantal niet-nageleefde codebepalingen met een onvoldoende uitleg zou idealiter naar nul moeten worden gebracht. Tabel 1 laat per land en per jaar het nalevingspercentage zien bestaande uit de toegepaste codebepalingen samen met de uitgelegde codebepalingen met een voldoende uitleg (aldus de hoogste drie niveaus; zijnde meer dan enkel een algemene uitleg maar nog niet geheel ondernemingsspecifiek, een uitleg die aangeeft dat de afwijking tijdelijk is en een specifiek gedetailleerde verificerbare uitleg). Ook is het (gemiddeld) aantal niet-toegepaste codebepalingen met een onvoldoende uitleg weergegeven in de onderstaande tabel.

Tabel 1: Nalevingspercentages (toegepaste bepalingen en voldoende uitgelegde bepalingen)

Land	Percentage code naleving 2005	Percentage code naleving 2006	Percentage code naleving 2007	Percentage code naleving 2005-2007	Aantal onvoldoende uitgelegde bepalingen 2005-2007	Gemiddeld aantal onvoldoende uitgelegde bepalingen per onderneming 2005-2007
BEL	98,26	98,41	98,08	98,25	201	1,52
DE	95,90	96,50	96,83	96,41	217	1,45
IT	97,61	98,69	99,15	98,67	124	0,83
NL	99,19	99,37	98,79	99,12	105	1,00
VK	98,71	99,00	99,00	98,90	79	0,53
Gemiddelde	98,18	98,56	98,48	98,42	726	1,02

Op het eerste gezicht geven de bovenstaande hoge percentages een geruststellend gevoel, maar dit is enkel op het eerste gezicht. Die paar procenten tot aan de honderd procent doen er namelijk het meeste toe: in deze gevallen is het 'pas toe of leg uit'-principe onjuist gebruikt, ofwel de 'explain' faalt. Een afdoende uitleg voor de niet-nageleefde bepalingen ontbreekt veel te vaak: in totaal heeft 40,2 procent van de niet-nageleefde bepalingen een onvoldoende uitleg. Per onderneming worden gemiddeld 2,5 code bepalingen niet nageleefd, waarvan gemiddeld 1 bepaling onvoldoende wordt uitgelegd. Nogmaals, in deze studie wordt geen

⁴ Arcot, S.R. and V.G. Bruno, One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance, *Available at: <http://ssrn.com/abstract=887947>*, 2007.

100% naleving van de codebepalingen beargumenteerd, maar als niet-nageleefde bepalingen worden uitgelegd dient de gegeven uitleg voldoende te zijn. Op deze wijze gaat men uit van ‘*one size does not fit all*’ en een ‘*made to measure*’ benadering, ofwel gebruik van het pas toe of leg uit’-principe zoals bedoeld. Deze paragraaf samenvattend; de ‘*explain*’ in het *comply or explain* principe functioneert in de praktijk nog niet afdoende. Om verbeteringen te bewerkstelligen dient het (juridisch) raamwerk rondom het principe te worden verstevigd en bovenal dient in de praktijk onder de gebruikers van de corporate governance verklaringen consensus te worden bereikt over de meest adequate lay-out en *disclosure* van de corporate governance verklaringen. De onderstaand paragrafen gaan verder op deze gewenste verbeteringen in.

3. Motivatie: een goed begin is het halve werk

Belangrijk startpunt voor de rechtsvergelijking en noodzakelijk om te begrijpen waarom nog geen consensus over het ‘pas toe of leg uit’-principe bestaat is de motivatie die een land heeft voor de ontwikkeling van de nationale corporate governance code en het principe. Corporate governance codes en daarmee ook het ‘pas toe of leg uit’-principe zijn binnen de EU-lidstaten om ruwweg twee redenen ontwikkeld: (i) naar aanleiding van verschillende schandalen (o.a. Barings Bank, Polly Peck en Ahold) trachtte men de corporate governance structuur van ondernemingen daadwerkelijk te verbeteren en/of (ii) de code werd als marketing instrument benut om de concurrentiepositie te verbeteren en daarmee investeerders te tonen dat de corporate governance in lijn is met de internationale *best practice*. Voor het VK - de voorloper op het gebied van corporate governance - en voor Nederland geldt dat daadwerkelijk de wens bestond om de corporate governance structuur te verbeteren. Voor België, Duitsland en Italië speelde met name dat de concurrentiepositie op de kapitaalmarkt moest worden verbeterd omdat de corporate governance van het land een slecht imago had of dat bepaalde kenmerkende karakteristieken van het nationale rechtssysteem aan buitenlandse investeerders moesten worden uitgelegd. Alhoewel door de jaren heen steeds meer consensus in de inhoud van nationale codes en codenaleving zichtbaar werd, is de intentie van een land toch nog steeds herleidbaar uit de inhoud van de codes en het gebruik van het principe in de praktijk zoals hieronder verder uitgekristalliseerd. Voor sommige landen geldt dat het ‘een moetje’ blijft, en enkel aansluiting bij de internationale *best practice* wordt gezocht en meer ook niet. Voor andere landen geldt dat continu veel aandacht aan corporate governance en codenaleving wordt gewijd en daadwerkelijk wordt getracht verbeteringen aan te brengen. Voor landen die reeds een goed begin hebben gemaakt, geldt dan ook dat een aantal van de onderstaande aanbevelingen reeds praktijk zijn.

4. Juridische inbedding van codes en het 'pas toe of leg uit'-principe moeilijk vindbaar

Corporate governance codes zijn in essentie een dynamische en veranderlijke verzameling van normen en waarden en het 'pas toe of leg uit'-principe kan door ondernemingen naar eigen inzicht worden toegepast. Ondanks deze dynamiek kan een onderscheid worden gemaakt tussen verschillende corporate governance rechtsarrangementen, ofwel verschillende soorten juridische inbeddingen van de nationale corporate governance codes en het 'pas toe of leg uit'-principe.^{5, 6} In tabel 2 hieronder zijn vijf corporate governance rechtsarrangementen gedefinieerd. Daarbij is aangegeven wat het specifieke arrangement in de vijf onderzochte landen is, alsmede waar de juridische inbedding van de nationale code en het 'pas toe of leg uit'-principe is geregeld.

Een Europese richtlijn heeft geen directe werking voor de EU-lidstaten maar moet in de nationale regelgeving worden geïmplementeerd. Zoals ook aangegeven in de preambule van EU Richtlijn 2006/46/EC hebben de EU-lidstaten de keuze om de juridische inbedding in regelgeving (voor het VK de beursregels) of in wetgeving neer te leggen. Vandaar ook dat in Europa tegenwoordig enkel drie corporate governance arrangementen mogelijk zijn: 'ondersteuning door niet-wettelijke normen', de 'facilitering door wettelijke regels' en tot slot ook de 'regulering van zelfregulering' voor Duitsland waar de code in de praktijk feitelijk een kopie van de wet is. Ingegeven door verschillen in de nationale rechtssystemen en bovenal culturele kenmerken werken deze verschillende wijzen van juridische inbedding desalniettemin goed naast elkaar binnen de EU. Landen - zoals het VK - die als cultureel kenmerk een zogenaamde lage *uncertainty avoidance* score hebben (ofwel minder risicoavers zijn) achten juridische inbedding in beursregels afdoende.⁷ Terwijl voor landen met een hoge *uncertainty avoidance* score (zoals België en Duitsland) juridische inbedding in de wet noodzakelijk is om enige rechtsgelding aan de code te geven. Bij de uitvoering van de rechtsvergelijking is het echter wel onnodig moeilijk gebleken om de juiste beursregel of wettelijke bepaling van de juridische inbedding te vinden. Landen vermelden het niet in hun nationale code en voor de internationale gebruikers van de jaarverslagen is het moeilijk in een voor hun vreemd rechtssysteem de juridische inbedding te begrijpen, laat staan de desbetreffende regel te vinden. Punt van verbetering is dan ook dat in (bijv. in de preambule, introductie, etc.) in de desbetreffende nationale corporate governance codes de plaats van de juridische inbedding wordt vermeld ten behoeve van de duidelijkheid en transparantie, maar ook om het belang van de codes en het 'pas toe of leg uit'-principe aan te geven.

5 Wymeersch, E., Enforcement of Corporate Governance Codes, *ECGI Working Paper Series in law* No. 46/2005, 2005.

6 Voogsgeerd, H.H., *Corporate Governance Codes. Markt- of rechtsarrangement?*, Deventer, Kluwer, 2006.

7 Hofstede, G., G.J. Hofstede, et al., *Allemaal Andersdenkenden. Omgaan met cultuurverschillen* Amsterdam, Uitgeverij Contact, 2011.

Tabel 2: Juridische inbedding code en ‘pas toe of leg uit’-principe

Rechtsarrangement	Kenmerken rechtsarrangement	Land en juridische inbedding
Zuivere zelfregulering	<ul style="list-style-type: none"> • Weinig gedetailleerde vennootschapswetgeving • Geen overlap tussen code en wet • Code is alternatief voor wetgeving 	
Ondersteuning door niet-wettelijke normen	<ul style="list-style-type: none"> • Materiële normen in codes nader ondersteund door regelgeving (bijv. beursregels) • Resultaat: compliance met normen niet geheel vrijwillig meer (versterkte zelfregulering) 	VK (art. 9.8.6 R en 9.8.7A R FSA Listing Rules)
Facilitering door wettelijke regels	<ul style="list-style-type: none"> • Zoals B, maar code wordt gefaciliteerd door of heeft wettelijke basis in wetgeving 	<ul style="list-style-type: none"> • Nederland (art. 2:391 lid 5 BW en AmvB) • Italië (art. 123-bis Consolidated Law on Finance) en • België (art. 96 § 2 Wetboek van Vennootschappen en Koninklijk Besluit)
Regulering van zelfregulering (metaregulering)	<ul style="list-style-type: none"> • Bijv. als gevolg van niet-naleving heeft wetgeving meer dan een ondersteunende of faciliterende rol 	Duitsland (art. 161 Aktiengesetz)
Zuivere regulering	<ul style="list-style-type: none"> • Codes hebben geen rol van betekenis • Accent op gedetailleerde nationale wetgeving 	

5. Consensus benodigd over lay-out en disclosure

Zoals reeds aangegeven in de tweede paragraaf dient - om verbetering in de toepassing van het principe in de praktijk te bewerkstelligen - onder de gebruikers van de corporate governance verklaringen consensus te worden bereikt over de meest adequate lay-out en *disclosure* van de corporate governance verklaringen. Deze paragraaf geeft een aantal aanbevelingen om een meer adequate lay-out en *disclosure* van de corporate governance verklaringen te bewerkstelligen.

Soort code bepalingen

Behalve dat de juridische inbedding van de code en het principe in zijn geheel moeilijk zijn te achterhalen, is het ook handig voor de gebruikers van het jaarverslag om te begrijpen op welke specifieke code bepalingen het 'pas toe of leg uit'-principe van toepassing is. In de Engelse Code is een duidelijk onderscheid gemaakt tussen code principes (*Principles*) en code bepalingen (*Provisions*). De principes dienen sowieso nageleefd te worden en voor de code bepalingen geldt het 'pas toe of leg uit'-principe. Voor Nederland geldt hetzelfde ten aanzien van de principes en de *best practice* bepalingen. In België bestaat enige onduidelijkheid. De Belgische code bevat principes en bepalingen. Een aantal bepalingen wordt echter nader gespecificeerd in zes bijlagen, waarvan maar moet worden verondersteld dat ook voor de inhoud hiervan het 'pas toe of leg uit'-principe geldt. De Italiaanse corporate governance code van 2011 maakt een onderscheid tussen principes en criteria. Wanneer de in deze principes en criteria gedane aanbevelingen niet worden nageleefd, dient uitleg te worden gegeven waarom niet. Dit blinkt niet uit in duidelijkheid. Moeten de gebruikers/opstellers van de corporate governance verklaring dan zelf de aanbevelingen uit de tekst herleiden? De Duitse code zorgt eveneens voor onduidelijkheid. Aangegeven is dat voor de aanbevelingen in de code (*Empfehlungen*) het principe geldt. Of een specifieke code bepaling een *Empfehlung* is, wordt aangegeven door het woord "soll". Ook hier geldt dat veel aan de interpretatie van de gebruikers wordt overgelaten. Geldt enkel de zin waarin het woord "soll" is genoemd als *Empfehlung*? Of betreft het de gehele genummerde bepaling waarvoor het 'pas toe of leg uit'-principe geldt? Om onduidelijkheden in de praktijk te voorkomen is het dan ook sterk aan te bevelen dat een strikt onderscheid wordt gemaakt in gedefinieerde soorten bepalingen, zoals in Nederland en Engeland het geval is. Onderscheid door het gebruik van een bepaald woord is af te raden. Een vermelding van het onderscheid in de verschillende soorten/categorieën bepalingen kan dan ook in de preambule/introductie van de code worden gedaan, naast de reeds hiervoor vermelde juridische inbedding van de code en het 'pas toe of leg uit'-principe. Voordat de gebruiker daadwerkelijk de inhoud van de code gaat lezen, dient hem duidelijk te zijn hoe de code werkt.

Lay-out

De lay-out (of in andere woorden de opmaak van de corporate governance verklaringen waarin ondernemingen informatie verschaffen over de codenaleving) verschilt per land en ook gedurende de empirisch onderzochte jaren. Wat meer standaardisatie in de lay-out (nota bene: niet in de gegeven redenen voor codeafwijkingen) zou gewenst zijn. Tijdens het empirisch onderzoek bleek het onnodig moeilijk om te achterhalen welke codebepalingen niet werden nageleefd en om welke redenen niet. Een onderscheid in vier soorten lay-out was zichtbaar: (i) een opsomming in een lijst met verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepaling, (ii) een opsomming in een lijst zonder verwijzing naar de desbetreffende niet-nageleefde bepaling, (iii) uitleg door de tekst heen (verhalenderwijs) met verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepaling en (iv) uitleg door de tekst (verhalenderwijs) heen

zonder verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepaling. Om de corporate governance verklaring zo lezersvriendelijk mogelijk te maken en onduidelijkheden te voorkomen heeft een opsomming in een lijst met verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepaling de voorkeur. In de dataset laten Duitsland en Nederland (64% en 48% - zie tabel 3 beneden) het hoogste percentage corporate governance verklaringen met de lay-out van voorkeur zien.

Tabel 3: Lay-out van de corporate governance verklaring

Corporate Governance verklaringen met herleidbare codeafwijkingen	BEL	DE	IT	NL	VK	Total
Opsomming met verwijzing	25%	64%	6%	48%	13%	32%
Opsomming zonder verwijzing	23%	11%	71%	13%	10%	26%
Verhalenderwijs met verwijzing	11%	18%	5%	29%	41%	20%
Verhalenderwijs zonder verwijzing	41%	7%	18%	10%	36%	22%

Italië scoort veruit het laagste in de categorie opsomming met verwijzing. Dit is verklaarbaar doordat het in de onderzochte tijdsperiode het de standaardpraktijk was gebruik te maken van drie special ontwikkelde *compliance* tabellen gericht op (i) de raad van bestuur en de kerncommissies, (ii) de raad van interne *auditors* en (iii) overige code bepalingen.⁸ De beursgenoteerde ondernemingen hoefden dan nog enkel ja of nee aan te geven in de tabel en bij nee een uitleg. Punt van kritiek is echter dat niet duidelijk is welke delen van de tabel bij welke specifieke code-bepalingen horen, aldus blijft onduidelijk waar precies van wordt afgeweken. Wellicht dat ook niet alle code bepalingen met de tabellen gedekt zijn. Gelukkig laten studies zien dat in recente jaren het gebruik van deze tabellen sterk is afgenomen.⁹ Tabel 3 toont voorts dat voor het VK de niet-nageleefde bepalingen merendeels verhalenderwijs in de tekst worden uitgelegd. Dit is niet verbazingwekkend aangezien per Engelse onderneming gemiddeld van 1,3 code-bepalingen wordt afgeweken wat een opsomming/lijst aldus zinloos maakt. Niettemin is het voor de gebruikers van de jaarverslagen zeker nuttig als duidelijk in één oogopslag zichtbaar is van welke bepalingen en om welke redenen wordt afgeweken. Te meer omdat de codes vaak worden aangepast en steeds langer en gedetailleerder worden. Afwijkingen weergegeven in een opsomming of lijst met verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepalingen hebben dan ook de voorkeur. Een dergelijke lay-out wordt het snelst de standaardpraktijk door een *top-down* benadering vanuit de EU. Een wijziging in de Richtlijn 2006/46/EC die de EU-lidstaten verplicht deze lay-out middels hun nationale juridische inbedding

⁸ Assonime and Emmittenti Titoli, *Handbook on Corporate Governance Reports*, 2004.

⁹ Assonime, *An analysis of the compliance with the Italian corporate governance code (Year 2009)*, 2010.

van de code en het principe aan de beursgenoteerde ondernemingen op te leggen zou hieraan bijdragen.

Disclosure

Tussen de onderzochte landen zijn zeker ook verschillen en verbeterpunten ten aanzien van de wijze van openbaarmaking (*disclosure*) van de corporate governance verklaringen zichtbaar. Voor Italië geldt dat zowel de onderneming zelf, als de *Borsa Italiana* de corporate governance verklaring publiceren op hun website, niettemin bleven de verklaringen toch vaak moeilijk of zelfs onvindbaar. Duitsland is zeer vooruitstrevend in de *disclosure* van de corporate governance verklaringen. In code bepaling 3.10 van de Duitse code is aangegeven dat het bestuur en de raad van commissarissen elk jaar de corporate governance verklaring moeten openbaren in het jaarverslag en de eerdere verslagen moeten gedurende vijf jaar op de website van de onderneming zichtbaar zijn. In Duitsland wordt het internet als een belangrijk communicatie instrument tussen de onderneming en de *stakeholders* gezien. Opnieuw zou middels een wijziging in Richtlijn 2006/46/EC het de EU-lidstaten dan ook verplicht moeten worden gesteld dat zij de regelgeving zo aanpassen dat ondernemingen de corporate governance verklaringen gedurende tenminste vijf jaar op hun website moeten publiceren.

Eveneens vooruitstrevend in Duitsland is dat het 'pas toe of leg uit'-principe gericht is op het verleden en op de toekomst.^{10, 11} Duitse ondernemingen moeten verklaren welke code bepalingen zij wel/niet hebben nageleefd in het afgelopen financiële jaar (de *Wissenerklärung*) en welke zij wel/niet zullen naleven in de toekomst (*Absichtserklärung*).¹² Dit lijkt een opmerkelijk verschil in vergelijking met de andere landen. Echter, investeerders baseren hun beslissingen om te investeren of desinvesteren met name op de toekomstverwachtingen. Een corporate governance verklaring gericht op de toekomst is voor hen dan ook meer waard dan een verklaring die enkel de voorbije *compliance* beziet. Niettemin bestaat nog wel steeds discussie in Duitsland of ondernemingen hun *Absichtserklärung* moeten wijzigen telkens wanneer er iets in de codenaleving wijzigt en voorts wie verantwoordelijk is voor deze wijzigingen.^{13, 14} Daarbij is een veel gehoorde opmerking dat het jaarverslag op het afgelopen financiële jaar ziet en dit ook ten aanzien van de corporate governance verklaring zou moeten blijven gelden. Idealiter zou de corporate governance verklaring een dynamisch document moeten zijn in plaats van een statisch document dat slechts eenmaal per jaar wordt opgesteld.

10 Ulmer, P., Der Deutsche Corporate Governance Kodex - ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, *ZHR* 166, 2002, p. 150-181.

11 Du Plessis, J.J., B. Großfeld, et al., *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlin, Springer, 2007.

12 Klaassen, A.G.H., Corporate governance-verklaring, *Ondernemingsrecht* 3, 2010, p. 158-165.

13 Du Plessis, J.J., B. Großfeld, et al., *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlin, Springer, 2007.

14 BGH, 16 februari 2009, II ZR 185/07 (Kirch/Deutsche Bank).

6. Drielaags toezicht met meer openbaarheid en inzet door aandeelhouders

Het rechtsvergelijkende onderzoek toont aan dat drielaags toezicht op codenaleving de standaard wordt (zie tabel 4 onder). De eerste laag en de belangrijkste toezicht-houders op codenaleving zijn uiteraard de aandeelhouders. Zij dienen formeel en materieel toezicht te houden op codenaleving. Formeel toezicht behelst het nagaan of daadwerkelijk een corporate governance verklaring is opgesteld die duidelijk aangeeft hoe de codenaleving van de betreffende onderneming is. Materieel toezicht gaat verder: gecheckt wordt of de onderneming daadwerkelijk de codebepalingen toepast die zij stelt toe te passen. Dit is van buiten een onderneming zeer moeilijk na te gaan, behalve door bijvoorbeeld te checken of de statuten in overeenstemming zijn met wat in de corporate governance verklaring wordt gesteld. Naar materiële codenaleving en het toezicht hierop is daarom ook vrijwel geen onderzoek gedaan. Een enkele Italiaanse studie toonde echter aan dat voor de 236 onderzochte ondernemingen over 2007 de verschillen tussen formele (85,9%) en materiële toepassing (32,6%) aanzienlijk waren.¹⁵ Het is aan de aandeelhouders om de gegeven uitleg bij niet-toepassing kritisch te bezien en om de dialoog met het bestuur aan te gaan, druk uit te oefenen wanneer de gegeven uitleg niet acceptabel is of als laatste remedie zelfs een rechtszaak aan te spannen. De grootaandeelhouders, de institutionele aandeelhouders en de aandeelhouders ‘*acting in concert*’ (soms vertegenwoordigd door aandeelhoudersorganisaties) zouden gebruik moeten maken van de hun toegekende aandeelhoudersrechten tijdens de aandeelhoudersvergadering. Het zou eigenlijk de standaardpraktijk moeten zijn of wellicht zelfs verplicht worden gesteld dat de corporate governance verklaring een vast agendapunt voor discussie is op de aandeelhoudersvergadering waarover eventueel ook gestemd kan worden. Bij de publicatie van de Nederlandse nationale corporate governance codes is dit ook door de Nederlandse corporate governance commissie voorgesteld. Recent onderzoek uit Nederland laat echter zien dat dit hier zelden gebeurt.¹⁶ De aandeelhouders maken vaak enkel van hun rechten gebruik wanneer de onderneming slecht presteert. Daarbij proberen zij te free-riden: toezichthouden kost immers tijd en is duur.

Twee extra lagen van toezicht op codenaleving worden dan ook noodzakelijk geacht. De externe accountant is de tweede laag en houdt enkel toezicht op de formele codenaleving (zoals neergelegd in art. 1 sub 7 van de Richtlijn) aangezien de corporate governance verklaring onderdeel is van het jaarverslag (of naar verwezen wordt in het jaarverslag). De derde laag van toezichthouders zijn de daartoe aangewezen (beurs)autoriteiten die eveneens enkel toezicht houden op de formele codenaleving. In het VK houdt de Financial Services Authority toezicht en kan boetes geven of procedures starten die uiteindelijk tot delisting kunnen leiden. In België

15 Bianco, M., A. Ciavarella, et al., *Comply or explain? Investor protection through Corporate Governance Codes*, ECGI Working Paper Series in Finance No. 278/2010, 2010.

16 Abma, R. and M. Olaerts, De effectiviteit van de ‘comply or explain’-regel in Nederland, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 5, 2011, p. 103-114.

kan de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten ondernemingen erop wijzen de code na te leven. De beurswaakhond de CONSOB kan in Italië disciplinerende maatregelen nemen. Voor Nederland wordt dit toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (de AFM) uitgeoefend door middel van het vragen van nadere toelichting indien redenen voor twijfel bestaan of wel is voldaan aan de naleving van financiële verslaggevingsvoorschriften (art. 2 Wtfv). Wordt deze twijfel niet weggenomen dan kan de AFM de onderneming een aanbeveling doen binnen een te bepalen redelijke termijn een bericht algemeen verkrijgbaar te stellen ten aanzien van de niet-naleving van de voorschriften en hoe hier in de toekomst verbetering in wordt aangebracht (art. 3 Wtfv). Tot slot kan de AFM als laatste remedie een jaarrekeningprocedure starten bij de Ondernemingskamer met als doel aanpassing van het jaarverslag (art. 4 Wtfv en art. 2:447 BW). Deze derdelaags toezichthoudende autoriteiten hebben niet allemaal een even vergaand instrumentarium tot hun beschikking en/of prefereren er zo min mogelijk gebruik van te maken. Tabel 4 geeft een samenvatting van de status quo met betrekking tot het toezicht op codenaleving in de vijf onderzochte landen.

Tabel 4: Status quo m.b.t. toezicht op codenaleving

Land	Status quo m.b.t. toezicht op codenaleving
VK	<ul style="list-style-type: none"> – Aandeelhouders: toezicht op materiële en formele codenaleving – Financial Services Authority (FSA): toezicht op formele codenaleving – Externe accountant: toezicht op formele codenaleving
België	<ul style="list-style-type: none"> – Aandeelhouders: toezicht op materiële en formele codenaleving – Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten: toezicht op formele codenaleving – Externe accountant: toezicht op formele codenaleving
Duitsland	<ul style="list-style-type: none"> – Aandeelhouders: toezicht op materiële en formele codenaleving – Externe accountant: toezicht op formele codenaleving
Italië	<ul style="list-style-type: none"> – Aandeelhouders: toezicht op materiële en formele codenaleving – CONSOB (Publieke autoriteit verantwoordelijk voor de regulering van de Italiaanse beurs): toezicht op formele codenaleving – Externe accountant: toezicht op formele codenaleving
Nederland	<ul style="list-style-type: none"> – Aandeelhouders: toezicht op materiële en formele codenaleving – Autoriteit Financiële Markten (AFM): toezicht op formele codenaleving – Externe accountant: toezicht op formele codenaleving

Ten aanzien van de toezichthoudende bevoegdheden van de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) in Duitsland bestaat nog geen duidelijkheid.

Het “Groenboek het EU-kader inzake corporate governance” besteed zoals hierboven reeds gesteld eveneens aandacht aan het toezicht op de codenaleving; dit zou onvoldoende zijn. De Europese Commissie suggereert een aantal mogelijk oplossingen waaronder het concreet aanwijzen van (beurs)autoriteiten die daadwerkelijk nagaan of de beschikbare informatie (met name de uitleg bij afwijkingen) informatief en afdoende is zonder daadwerkelijk bemoeienis te hebben met de inhoud. Daarbij zouden de resultaten van dit toezicht openbaar moeten worden gemaakt evenals het gebruik van de eventuele sancties bij in gebreke blijven. Ook uit de rechtsvergelijking blijkt dat het niet altijd even duidelijk is wat wordt verwacht van de toezichthoudende autoriteiten en wat precies hun sanctie en pressie instrumentarium is. Daarnaast is informatie over het daadwerkelijk gebruik van hun instrumentarium moeilijk of niet publiekelijk beschikbaar wat geen goede zaak is, ook al zijn de nalevingspercentages vrij hoog en gaat er ook een preventieve functie van de autoriteiten uit. Elke lidstaat behoort drielaags toezicht op codenaleving te hebben. Aandeelhouders en accountants zijn hiertoe door de EU reeds aangewezen, maar het zou de EU-lidstaten verplicht moeten worden eveneens een derde laag aan te wijzen met een duidelijk gedefinieerd instrumentarium. Daarbij zou minimaal jaarlijks in het jaarverslag of op de website van de toezichthouder gepubliceerd moeten worden of en welke sancties hoe vaak zijn toegepast, ook al is dit nul keer.

7. Corporate governance commissie en een benodigde EU expert groep

Voor de vijf landen uit de rechtsvergelijking geldt dat ze allen een corporate governance commissie hebben. Voor het VK is dit de Financial Reporting Council (de FRC) met een specifieke commissie gericht op corporate governance; die (i) een overzicht houdt op de corporate governance ontwikkelingen in zijn algemeenheid, (ii) toezicht houdt op de werking en implementatie van de UK Corporate Governance Code bij de beursgenoteerde bedrijven, en (iii) duidelijkheid verschaft wanneer aanzienlijke twijfel bestaat over de interpretatie van de code. De FRC is geen toezichthouder op codenaleving maar speelt door zijn consultaties en deelname aan het publieke debat wel een grote rol in de corporate governance discussie in het VK. België heeft sinds mei 2007 een private stichting als corporate governance commissie met als hoofddoel ervoor zorg te dragen dat de geldende codebepalingen relevant blijven voor de genoteerde vennootschappen en regelmatig worden bijgewerkt op basis van de praktijk, de wetgeving en de internationale normen. Duitsland heeft een regeringscommissie corporate governance die indien nodig jaarlijks de code aan kan passen. De precieze taakomschrijving en rol zijn echter onduidelijk. Vermeldingswaardig is nog het Berlin Center of Corporate Governance dat sinds 2003 jaarlijks een rapport publiceert over de codenaleving van Duitse ondernemingen. Voor Italië geldt eigenlijk hetzelfde als voor Duitsland; er is een corporate governance commissie die indien nodig de code update, maar de verdere precieze rol is onduidelijk. Voorts is de Italiaanse vereniging voor beursgenoteerde ondernemingen

Assonime van invloed, die jaarlijks de codenaleving onderzoekt. Nederland heeft uiteraard de Nederlandse Monitoring Commissie Corporate Governance Code die tot taak heeft de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse corporate governance code te bevorderen en de codenaleving door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken. Zoals bekend wordt dan ook jaarlijks een rapport gepubliceerd met informatie over de codenaleving van het afgelopen jaar, alsmede aanbevelingen voor de gebruikers en ook de politiek. Net als in het VK speelt de Nederlandse Monitoring Commissie Corporate Governance Code een belangrijke rol in de nationale corporate governance discussie. Dit zou eigenlijk voor alle EU-lidstaten moeten gelden: een van de overheid onafhankelijke corporate governance commissie die niet enkel de codes indien nodig update, maar als een belangrijke participant deelneemt aan de corporate governance discussie, belangrijke ontwikkelingen opmerkt, aanbevelingen aan de politiek en de deelnemers van de financiële markten doet en jaarlijks onderzoek naar codenaleving faciliteert. Een dergelijke taakomschrijving zou dan ook helder aan het begin van de code kunnen worden aangegeven zodat de deelnemers van de financiële markten weten waar ze aan toe zijn.

Dergelijke corporate governance commissies zijn te meer nodig daar een overkoepelende organisatie ontbreekt. Enige EU-brede coördinatie en discussie over corporate governance - en meer specifiek het 'pas toe of leg uit'-principe - zou raadzaam zijn. Voorheen bestond het European Corporate Governance Forum dat coördinatie en convergentie in de nationale corporate governance codes moest bewerkstelligen door middel van *high level meetings*. Het Forum kwam sinds 2004 twee tot drie keer per jaar bijeen en bestond uit vertegenwoordigers van de EU-lidstaten, de Europese regelgevers, uitgevende instellingen en investeerders, andere marktdeelnemers en uit academici. Het Forum heeft een aantal verklaringen gepubliceerd (zoals over het 'pas toe of leg uit'-principe in 2006), deed aanbevelingen aan de Europese Commissie en publiceerde jaarlijks een rapport omtrent zijn activiteiten. Het had de taak de Europese Commissie op de hoogte te houden van corporate governance ontwikkelingen in de EU-lidstaten en tevens om deze ontwikkelingen te evalueren.¹⁷ Het mandaat van het Forum liep echter in juli 2011 af en in afwachting van de verdere ontwikkelingen met betrekking tot het "Groenboek het EU-kader inzake corporate governance", beraadt de Europese Commissie zich hoe experts het beste betrokken kunnen worden bij de toekomstige ontwikkelingen in de Europese corporate governance. Bovendien maken nieuwe beleidsregels over de nominatieprocedures voor dergelijke EU-brede expert groepen het moeilijk het Forum in de huidige vorm te laten voortbestaan. Desondanks deze ontwikkelingen dient toch ten alle tijde een EU-brede expert groep corporate governance te bestaan die de Europese Commissie informeert en die evalueert. De kracht van het 'pas toe of leg uit'-principe is dat de toepassing op zich al de corporate governance discussie stimuleert en het pad effent voor benodigde veranderingen. Precies hetzelfde geldt voor een EU-brede expert groep. Bovendien is het voor de nationale corporate governance commissies van

17 Baums, T., European Company Law beyond the 2003 Action Plan, *ECGI Working Paper Series in Law* No. 81/2007, 2007.

belang dat er een overkoepelend forum is voor contact en discussie. Een onervaren corporate governance commissie kan zo gemakkelijk contact leggen met een meer ervaren commissie zoals de Nederlandse waarbij men beide van elkaar leert (de zogenaamde cross-referentie) en een EU-brede expert groep zou daarbij een goede facilitator zijn. Kortom, een EU-brede expert groep dient de corporate governance discussie te faciliteren, coördineren en stimuleren. Door middel van crossreferentie wordt hiermee bijgedragen aan het verbeteren van de verschillende naast elkaar functionerende corporate governance systemen. De toepassing van het ‘pas toe of leg uit’-principe is daarbij uiteraard een belangrijk onderwerp.

8. Conclusies en aanbevelingen

Consensus over de reikwijdte en de noodzakelijke voorwaarden voor een effectief functioneren van het ‘pas toe of leg uit’-principe is tot op heden in de praktijk nog niet bereikt. Daarbij blijkt uit recente studie dat de uitleg bij afwijkingen van codebepalingen onbevredigend is, evenals dat door de EU-lidstaten te weinig wordt toegezien op de toepassing van de corporate governance codes. Door middel van een rechtsvergelijking tussen België, Duitsland, het VK, Italië en Nederland is in dit hoofdstuk bezien op welke concrete punten de onderzochte landen van elkaar kunnen leren, ofwel wat in essentie EU-breed is aan te bevelen. In dit hoofdstuk is dan ook een aantal concrete aanbevelingen gegeven voor zowel beleidsbepalers als gebruikers van het ‘pas toe of leg uit’-principe:

- Of het nu wetgeving of beursregels betreft, nationale corporate governance codes dienen zowel naar hun juridische inbedding als naar de juridische inbedding van het ‘pas toe of leg uit’-principe te verwijzen, ten behoeve van de duidelijkheid en transparantie, maar ook om het belang van de codes en het ‘pas toe of leg uit’-principe aan te geven.
- Nationale corporate governance codes moeten aan het begin van de code duidelijkheid verschaffen op welke specifieke soort van code bepalingen het ‘pas toe of leg uit’-principe van toepassing is.
- Codeafwijkingen weergegeven in een opsomming of lijst met verwijzing naar de betreffende niet-nageleefde bepalingen in de corporate governance verklaring hebben de voorkeur en zouden standaardpraktijk moeten worden. Een dergelijke lay-out wordt het snelst de standaardpraktijk door een *top-down* benadering vanuit de EU. Een wijziging in de Richtlijn 2006/46/EC die de EU-lidstaten verplicht deze lay-out middels hun nationale juridische inbedding van de code en het principe aan de beursgenoteerde ondernemingen op te leggen zou hieraan bijdragen.
- De corporate governance verklaringen zouden gedurende vijf jaren verplicht op de website van de ondernemingen moeten staan.
- De discussie of de corporate governance verklaring ook op toekomstige codenaleving moet zien behalve enkel op het afgelopen financiële jaar is nog gaande.

Idealiter zou het een dynamisch document moeten zijn in plaats van een statisch document dat slecht eenmaal per jaar wordt opgesteld.

- Drielaags toezicht op de codenaleving (aandeelhouders, accountant en een aangewezen (beurs)autoriteit) is noodzakelijk, waarbij duidelijk is wat het toezichtinstrumentarium is en in hoeverre dit wordt gebruikt. Extra inzet door de aandeelhouders in het toezicht blijft gewenst.
- Naast nationale corporate governance commissies dient een EU-brede expert groep de corporate governance discussie te faciliteren, coördineren en stimuleren. Door middel van crossreferentie wordt hiermee bijgedragen aan het verbeteren van de verschillende naast elkaar functionerende corporate governance systemen. De toepassing van het 'pas toe of leg uit'-principe is daarbij uiteraard een belangrijk onderwerp.

Bij deze aanbevelingen dienen bovenal drie zaken in acht te worden genomen: de 'one size does not fit all' benadering, de 'made to measure' naleving van de code, en het vertrouwen in verschillende goed naast elkaar functionerende nationale corporate governance systemen. De aanbevelingen zijn dan ook tweeledig en hebben zowel een 'top-down' als 'bottom up' benadering: aanpassingen in de bestaande regulering van boven af en vanuit de praktijk consensus over wat als 'good practice' wordt gezien.