

9 De Nederlandse corporate governance code en monitoring: meer of minder overheid?

Bert Hof, Marco Kerste en Abe de Jong

1. Inleiding

Eind 2012 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code haar rapport over 2011 gepubliceerd.¹ In zijn reactie bij de ontvangst van het rapport kondigt de minister van Economische Zaken een officiële kabinetsreactie én onderzoek naar het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring aan.² Dit hoofdstuk is gebaseerd op dat onderzoek.³

Invalshoek van het onderzoek is om vanuit een drietal hypothetische situaties een uitspraak te doen over de maatschappelijke wenselijkheid van meer of juist minder overheidsbemoediging met betrekking tot ondernemingsbestuur. Deze hypothetische situaties betreffen (i) het beëindigen, van overheidswege, van de monitoring van de naleving en toepassing van de code, (ii) het laten vervallen van de wettelijke verankering van de code en (iii) het uitbreiden van de monitoring met ‘naming’ (rapporteren op naam).

Paragraaf 2 behandelt de private en publieke elementen in het huidige stelsel en gaat in op de ratio van overheidsbeleid bij ondernemingsbestuur. Daarna worden de drie hypothetische situaties besproken. Paragraaf 3 behandelt de monitoring van de code, paragraaf 4 de wettelijke verankering en paragraaf 5 het publiceren van naleving en toepassing op bedrijfsniveau. Deze paragrafen grijpen terug op de in het onderzoek gehanteerde methodes: interviews, een online enquête onder naamloze vennootschappen, cijfermatig onderzoek gebaseerd op eerdere monitoringsrapporten en een landenvergelijking. Paragraaf 6 sluit af met de hoofdconclusie en enkele andere overwegingen, onder andere betreffende de kabinetsreactie.

1 Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012), Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, Den Haag.

2 Zie www.rijksoverheid.nl/ministeries/ez/documenten-en-publicaties/toespraken/2012/12/13/reactie-ministerkamp-monitoring-commissie-corporate-governance-code.html.

3 Bert Hof, Marco Kerste, Nicole Rosenboom, Ward Rougoor en Abe de Jong (2012), Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring. Een gebalanceerd systeem?, SEO-rapport nr. 2012-92. Beschikbaar via www.seo.nl/pagina/article/het-nederlandse-stelsel-van-corporate-governance-code-en-monitoring/, Engelstalige versie via www.seo.nl/en/page/article/het-nederlandse-stelsel-van-corporate-governance-code-en-monitoring/.

2. Publieke elementen ten aanzien van ondernemingsbestuur

De Nederlandse corporate governance code

De Nederlandse corporate governance code is een op basis van privaat en publiek initiatief tot stand gekomen, wettelijk verankerde gedragscode. Deze code wordt gemonitord door een commissie die zowel publieke als private elementen kent: de commissie is ingesteld en gefinancierd door het kabinet en kent een ambtelijk secretariaat, maar opereert onafhankelijk en met private leden. Noch in de wettelijke verankering, noch in de code is expliciet vastgelegd of, en zo ja door wie, afdwingbare sancties kunnen worden opgelegd bij niet-naleving van de code.

De regulering van ondernemingsbestuur in Nederland kan daarom worden gezien als een mengvorm van publiek en privaat, zonder een duidelijk sanctionerend mechanisme. De hypothetische situatie waarin de overheid zich terugtrekt uit de monitoring maakt het Nederlandse systeem (iets) minder publiek van karakter. De hypothetische situatie waarin de wettelijke verankering vervalt houdt in dat er geen plicht meer bestaat om in het jaarverslag mededelingen te doen ten aanzien van de corporate governance code. Vanwege EU-richtlijnen blijft een plicht bestaan om in het jaarverslag een verklaring omtrent corporate governance op te nemen. Deze richtlijnen zijn evenwel minder verstrekkend dan de Nederlandse code. Ook dit alternatief houdt daarom een vermindering van het publieke element in. De hypothetische situatie waarin monitoring wordt uitgebreid met ‘naming’ of varianten daarop houdt juist een vergroting van het publieke element in.

De overheid en corporate governance

De overheidsbemoeienis met ondernemingsbestuur roept de vraag op wat de aanleiding of reden daarvoor is. De premisse is dat ondernemingsbestuur middels het model van eigenaren (aandeelhouders), management (bestuur) en – in Nederland – intern-gedelegeerde toezichthouder (raad van commissarissen) niet vanzelf tot (maatschappelijk) optimale beslissingen leidt en dat overheidsbeleid daarbij kan helpen. Deels is initiatief vanuit de overheid een reactie op probleemgevallen in de praktijk, zoals het fraude-schandaal bij Enron in de VS, schandalen bij bedrijven als Coloroll, Polly Peck, Maxwell Communications Corporation en BCCI in het VK en het faillissement van DAF en het Ahold-boekhoudschandaal in Nederland. Dit heeft in Nederland bijvoorbeeld geleid tot wetswijzigingen waardoor de zeggenschap van aandeelhouders is vergroot.

Uit economische theorie volgen handvatten om deze problematiek nader te kunnen duiden. Tegengestelde belangen, asymmetrische informatie, transactiekosten en ‘free riding’ spelen hier een rol. De aandeelhouders zijn de eigenaars en het bestuur zou de belangen van de aandeelhouders moeten dienen. De aandeelhouders controleren het bestuur daarop. Het is onmogelijk om hiervoor een ‘volledig’ contract op te stellen, dat de gang van zaken in alle mogelijke situaties regelt, en controle gaat met kosten gepaard. Een individuele aandeelhouder vertoont wellicht ‘free rider’-gedrag door mee te willen liften op de inspanningen van de andere aandeelhouders. Een raad van

commissarissen kan deels aan deze problematiek tegemoet komen, maar is ook geen panacee. Als er binnen de groep aandeelhouders een dominante aandeelhouder is, kan deze enerzijds gemakkelijker controle uitoefenen op het bestuur, anderzijds beslissingen beïnvloeden die mogelijk niet in het belang zijn van de minderheidsaandeelhouders.

Beslissingen van aandeelhouders, commissarissen en bestuursleden hebben niet alleen effect op deze groepen zelf, maar ook op andere groepen binnen ondernemingen, zoals werknemers, en mogelijk ook op en via leveranciers en afnemers. Op een wat meer ‘abstract’ niveau beïnvloedt ondernemingsbestuur de werking van de kapitaalmarkt. In dit speelveld bepaalt de overheid al voor een deel de spelregels via wetten, met name in Burgerlijk Wetboek Boek 2, Rechtspersonen.

Welke betekenis kunnen een code en monitoring in dit speelveld hebben? Er zijn twee kanalen te onderscheiden: beïnvloeding door normstelling en beïnvloeding door informatievoorziening. Principles of best practice bepalingen van de corporate governance code (tezamen met de monitoring) kunnen – via een gedeelde normstelling – van invloed zijn op het gedrag van het bestuur, de raad van commissarissen en de aandeelhouders. Ook kan er een invloed zijn op de informatievoorziening door ondernemingen, bijvoorbeeld in het jaarverslag. De rapporten en bijkomende onderzoeken van de monitoringcommissie vormen daarnaast een zelfstandig informatief kanaal.

Dat op de vraag wat de gewenste overheidsbemoeyenis bij (de inrichting van) ondernemingsbestuur is geen eenduidig antwoord valt te geven, wordt geïllustreerd door de verschillen in reguleringssystemen die in verschillende landen worden gehanteerd. Tabel 1 vat dit samen voor Nederland en zeven andere landen.

Tabel 1. Samenvatting van regulering, monitoring en sanctionering van corporate governance in acht landen.

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
Regulering ondernemingsbestuur		IR, FR, ZW	NL, VK, DU, IT	VS
Monitoring		IR, ZW	NL, DU, FR, IT, VK	VS
Sanctionering	NL, DU, FR, ZW	IR	VK	VS, IT

Bron: Hof et al. (2012).

De eerste rij, regulering ondernemingsbestuur, zou in theorie een “nee” krijgen als er noch sprake is van overheidsregulering, noch van zelfregulering (regulering door private partijen). Als er sprake is van een corporate governance code die door private partijen is opgezet en waarbij geen wettelijke verankering is of andere expliciete overheidsbemoeyenis, dan is de regulering “privaat”. Een combinatie,

waarbij bijvoorbeeld sprake is van een wettelijke verankering en/of een publiek-privaat code-initiatief, scoort hier “publiek-privaat”. Een wet, zoals in VS, houdt het predicaat “publiek” in.

De tweede rij, monitoring, is gedefinieerd als het verzamelen en openbaar maken van gegevens omtrent naleving en toepassing van corporate governance. Dit kan door private partijen, door publieke partijen of door een combinatie worden geregeld. Een monitoringcommissie met private leden, een ambtelijk secretariaat en door de overheid bekostigd onderzoek, zoals in Nederland, geldt als een gemengde commissie.

Tot slot de sanctionering, dat wil zeggen de mogelijkheid om specifiek met betrekking tot corporate governance (gerelateerd aan wet of code) sancties uit te delen. De vraag is welke partij hier de autoriteit voor heeft (privaat of publiek).

Uit bovenstaande tabel blijkt dat geen van de onderzochte landen géén regulering van corporate governance kent. Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Italië kennen publiek-private regulering, Ierland, Frankrijk en Zweden zelfregulering en de VS overheidsregulering (SOX). Tevens geldt dat al deze landen een vorm van monitoring kennen. Nederland, Duitsland, Frankrijk, Italië en het VK kennen publiek-private monitoring, Ierland en Zweden private monitoring en de VS overheidsmonitoring. De variatie bij sancties is het grootst. Zweden, Nederland, Frankrijk en Duitsland leggen geen sancties op, in Italië en de VS bestaan publieke sancties, in het VK publiek-private sancties en in Ierland private sancties.

3. Monitoring

Huidige monitoring

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code – in het vervolg: de monitoringcommissie – publiceert geaggregeerde cijfers (dat wil zeggen geaggregeerd over ondernemingen) met betrekking tot toepassing en uitleg van de codebepalingen.⁴ De Nederlandse corporate governance code gaat uit van het principe van “pas toe, of leg uit”. Toepassen betekent dat een bepaling van de code wordt opgevolgd, dus dat dit staande beleid is in het ondernemingsbestuur. Naleven van de code kan daarentegen niet alleen door toepassing van bepalingen, maar ook door gemotiveerd van bepalingen af te wijken. Bij afwijking van bepalingen hoort een uitleg te worden gegeven. Afwijking zonder uitleg impliceert niet-naleving van de wettelijk verankerde code.

Op basis van cijfers die zijn verzameld in het kader van de rapporten van de monitoringcommissie kan een beeld worden verkregen van de naleving en toepassing van de bepalingen van de Nederlandse corporate governance code

⁴ Zie www.mccg.nl/.

door de beursgenoteerde ondernemingen. Hieruit volgt een hoge algemene naleving van rond de 90 procent sinds 2005. Enkele principes vallen op door hun relatief lage toepassing of naleving. Dit betreft de bezoldiging van het bestuur en de transparantie hierover, de onafhankelijkheid en mogelijke belangenverstremming van leden van de raad van commissarissen en de informatieverschaffing naar de aandeelhouders toe. Bij de bezoldiging van het bestuur en de informatieverschaffing naar de aandeelhouders is de naleving in 2010 overigens wel hoog.

Cijfers over toepassing en naleving dienen met zorg te worden geïnterpreteerd. Ze geven een momentopname van alsmede trends in de corporate governance door de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De wettelijke verankering van de code en de code zelf bieden echter wel ruimte voor impliciete naleving, er zijn bepalingen die niet of moeilijk verifieerbaar zijn en gegevens over wel of niet toepassen en uitleggen geven niet noodzakelijkerwijs informatie over het gevolgde ondernemingsbestuur.

Afschaffing monitoring?

Ontbinding van de monitoringcommissie

Wat gebeurt er als de door de overheid ingestelde monitoringcommissie zou worden ontbonden? De taken die deze commissie gebruikelijk is uit te voeren komen daarmee te vervallen, met name het (laten) inventariseren van de naleving en toepassing van de code en het jaarlijks verslag doen van de bevindingen (aan het kabinet). Een eerste vraag om te stellen is of er dan een soortgelijke commissie door private partijen wordt opgericht. Mocht een private commissie precies dezelfde taken gaan uitvoeren die door de huidige monitoringcommissie worden gedaan, dan zijn er geen effecten te verwachten, behalve een verplaatsing van de financiering. Pas als een echt vergelijkbaar (privaat, openbaar en onafhankelijk) initiatief niet van de grond komt, zijn er mogelijk verdere effecten.

Indien de taken van de monitoringcommissie in het geheel niet worden overgenomen, spaart dat in de eerste plaats kosten uit. De huidige monitoringcommissie is door de overheid ingesteld en kent een ambtelijk secretariaat. De kosten van de commissie bestaan uit dat secretariaat, de inzet van de leden, de kosten van het onderzoek dat voor de commissie wordt uitgevoerd en de overige kosten van de rapportages van de commissie. Deze kosten worden uit overheidsmiddelen betaald (met uitzondering van het niet-vergoede deel van de inzet van de leden en de voorzitter).

Wat er verdwijnt is een jaarlijks openbaar overzicht van de mate van naleving (pas toe, leg uit, of geen van beide) van de best practices geaggregeerd over alle Nederlandse beursgenoteerde nv's, de aanvullende onderzoeken en het verslag richting kabinet. De vraag is welke invloed hiervan uitgaat op de informatievoorziening en op het gedrag van besturen, rvc's en aandeelhouders. Heeft het ontbreken van genoemde overzichten gevolgen voor het rapporteren over corporate governance in het jaarverslag en voor de relatie tussen bestuurders, aandeelhouders

en andere partijen? Aandeelhouders zouden kunnen worden beïnvloed voor zover hun gedrag is gebaseerd op de genoemde openbare informatie over de algemene naleving van de code. Effecten zijn daarnaast mogelijk via de overheid en via de inhoud (aanpassingen) van de code. De overheid krijgt immers minder systematisch gegevens over naleving, toepassing en actualiteit van de code.

Private monitoring

Wat de mogelijkheid van private monitoring betreft, uit een internationale vergelijking met zeven andere landen (zie paragraaf 1 van dit hoofdstuk) blijkt dat alle onderzochte landen monitoren. In sommige landen doet de overheid dat, in sommige landen private partijen en in sommige landen betreft het een publiek-private mengvorm. Een situatie met code en wettelijke verankering, maar zonder monitoring, lijkt uitzonderlijk.

Private monitoring vindt plaats in Ierland en in Zweden. In deze landen is, in vergelijking met Nederland, in sterkere mate sprake van zelfregulering van corporate governance. In Ierland geldt een governance code voor ondernemingen genoteerd op de Irish Stock Exchange (ISE) en is de monitoring ook in handen van de ISE. Zweden kent een hiermee vergelijkbaar systeem, waar de code is opgezet door partijen verbonden aan aandelen- en obligatiemarkten en waar de monitoring plaatsvindt door de door die partijen opgerichte Swedish Corporate Governance Board. Het private initiatief tot een code en de private monitoring sluiten bij elkaar aan. Dit wil overigens niet zeggen dat er altijd een één-op-één-relatie is tussen het type regulering van ondernemingsbestuur en de monitoring ervan. In Frankrijk is sprake van zelfregulering en wordt er door de private partijen die de code hebben opgesteld gemonitord, maar óók door de AMF, de Franse Autoriteit Financiële Markten.

In de in dit onderzoek gehouden interviews kwam de vraag naar voren of organisaties die één partij vertegenwoordigen wel voldoende onafhankelijke monitoringrapportages kunnen en zullen voortbrengen. Private partijen zouden zich misschien kunnen laten leiden door hun achterban. In deze interviews kwam tevens naar voren dat een commissie met een belangrijke publieke component mogelijk meer medewerking kan verwachten van beursgenoteerde ondernemingen. Ook als een private partij zich onafhankelijk opstelt in de monitoring kunnen er verschillen zijn tussen monitoring met een publieke component, zoals nu, en volledig private monitoring. Concluderend lijkt er op voorhand geen stevige uitspraak mogelijk of het publieke aandeel in de monitoring privaat zal worden opgevangen.

Effecten op ondernemingen

Wat effecten op ondernemingen betreft, uit de gehouden interviews kwam naar voren dat monitoring door de overheid wordt gezien als onderdeel van het faciliteren en legitimeren van de corporate governance code door die overheid. Het terugtrekken van de overheid uit de monitoringcommissie kan dan het signaal

afgeven dat de principes uit de code minder belangrijk worden gevonden. Daarnaast verdwijnt de jaarlijkse routine van het verzamelen van gegevens, het controleren van gegevens, het doen van additioneel onderzoek en het publiceren van het monitoringsrapport met onderzoeksbijlagen, een routine die corporate governance op de agenda zet.

De vraag is of dit een gedragsreactie door de beursgenoteerde ondernemingen tot gevolg heeft. In de onder beursgenoteerde ondernemingen gehouden enquête is de hypothetische situatie zonder monitoring voorgelegd. Het merendeel van de respondenten geeft hierop aan noch de rapportage, noch de toepassing van best practice bepalingen te zullen wijzigen. Zie Tabel 2 en Tabel 3.

Tabel 2. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	1	3%
Nee	27	84%
Weet niet	4	13%
Wil niet antwoorden	0	0%
Totaal	32	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=32.

Tabel 3. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de toepassing van de best practices van de governance code te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	2	6%
Nee	26	84%
Weet niet	3	10%
Wil niet antwoorden	0	0%
Totaal	31	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=31.

Bij de reden voor ongewijzigde rapportage en beleid wordt in de enquête vaak genoemd dat de wettelijke verplichting nog bestaat. Dit suggereert dat de wettelijke verankering van de code een belangrijkere rol speelt bij de naleving en toepassing dan de monitoring van de code. Inderdaad geven meer respondenten aan de rapportage te zullen wijzigen als ook de wettelijke plicht vervalt (zie paragraaf 4).

Als een enquête wordt gebruikt om de mening van respondenten te inventariseren, is het in het algemeen niet uitgesloten dat er 'sociaal-wenselijke' antwoorden worden gegeven. In het onderhavige geval zou het als sociaal-wenselijk kunnen worden gezien om te antwoorden dat het jaarverslag en het ondernemingsbestuur

niet zullen wijzigen. Dit zou betekenen dat het percentage bedrijven dat niets wijzigt in werkelijkheid lager zou liggen. Ondernemingen zouden dan namelijk aangeven transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur belangrijker te vinden dan ze werkelijk doen. Mocht dit het geval zijn, dan versterkt dat de mogelijke negatieve effecten van dit alternatief. Dat de in Tabel 2 en 3 genoemde aandelen wijzigen per hypothese, zoals in paragraaf 4 en 5 zal blijken, duidt er ons inziens op dat de antwoorden in ieder geval niet volledig zijn bepaald door sociaal-wenselijkheid.

Informatievoorziening

Wat het effect op en via de informatievoorziening van de monitoring betreft, hierboven is al gesteld dat de meeste beursgenoteerde nv's in de gehouden enquête aangeven noch de rapportage, noch het ondernemingsbestuur te zullen wijzigen als gevolg van het ontbreken van monitoring. Dit lijkt erop te wijzen dat ondernemingen zich niet in belangrijke mate laten leiden door het *algemene* beeld van naleving en toepassing, waaruit zij hun 'positie' ten opzichte van dat beeld kunnen afleiden. Blijkbaar verwachten ondernemingen ook niet dat er vanuit aandeelhouders of andere partijen een significante gedragsreactie komt waar zij rekening mee moeten houden. We hebben geen studies gevonden waarin wordt vastgesteld of en in hoeverre stem-, beleg- en investeringsbeslissingen specifiek afhankelijk zijn van geaggregeerde monitoring van corporate governance.

Monitoring zegt ook iets over welke principes en best practice bepalingen over alle beursgenoteerde ondernemingen beter of slechter worden nageleefd, over de toepassing van de bepalingen en over ontwikkelingen in de tijd in de naleving en toepassing van de code. Hoewel dit geen zekerheid biedt over de daadwerkelijke kwaliteit van ondernemingsbestuur, geeft dit wel 'haakjes' waar de overheid of de politiek – namens 'de maatschappij' – iets mee kan. Daarnaast kwam in enkele interviews naar voren dat de activiteiten van een monitoringcommissie informatie opleveren die de actualiteit en bruikbaarheid van de code kan bevorderen. Dit werd overigens niet genoemd in de antwoorden van de enquête onder beursgenoteerde ondernemingen.

Beoordeling afschaffing monitoring

Hoe nu dit hypothetische alternatief te beoordelen? Het enige kwantificeerbare effect betreft de jaarlijkse kostenbesparing (als er helemaal geen monitoring meer zou plaatsvinden) dan wel de jaarlijkse financieringsverschuiving van publiek naar privaat (indien een vergelijkbaar privaat initiatief tot stand zou komen). Gezien het totale jaarlijkse budget voor de monitoringcommissie en de arbeidsinzet van het secretariaat komt dit neer op zo'n € 350.000 per jaar. Als er geen monitoring meer plaatsvindt, komt daar nog een kostenbesparing voor ondernemingen bij, omdat geen controle op de naleving voor de rapportage van een monitoringcommissie meer noodzakelijk is. Dit zal evenwel slechts een beperkte baat betekenen.

Stel dat de beëindiging van monitoring door de overheid als consequentie heeft dat deze monitoring door private partijen wordt overgenomen. Dit levert de maatschappij dan geen besparing op: het bespaart de rijksoverheid € 0,35 miljoen per jaar en kost de private sector bij benadering hetzelfde. Dit gaat gepaard met een risico dat richting ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden. De interviews en enquête lijken er evenwel op te wijzen dat marktpartijen dit risico niet substantieel achten.

Stel dat de beëindiging van monitoring door de overheid als consequentie heeft dat er helemaal geen monitoring meer plaatsvindt. Dit levert de maatschappij een besparing op van € 0,35 miljoen per jaar. Het is in dit geval de vraag of de negatieve effecten die het gevolg *kunnen* zijn van beëindiging van monitoring deze besparing overtreffen. Dit betreft het risico dat richting ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden (een waarschijnlijk beperkt risico), een verwachte afname van de agendering van corporate governance door ondernemingen en politiek en het minder systematisch beschikbaar komen van geaggregeerde informatie met betrekking tot naleving en toepassing van de code.

Ons inziens hangt het voornaamste risico samen met het ontbreken van gedegen informatie om corporate governance op de (politieke) agenda te houden en tijdig in te spelen op relevante ontwikkelingen. Dat naleving en toepassing op dit moment op een hoog niveau liggen, geeft geen garanties voor de toekomst. Daarnaast zijn er ook nu bepalingen die minder goed worden nageleefd of toegepast. Monitoring geeft beleidsinformatie aan overheid en parlement en informatie aan het bredere publiek. Het houdt corporate governance op de agenda van beleidsmakers en beursgenoteerde ondernemingen en helpt ad hoc beleid voorkomen. Het beperkte bedrag aan besparing geeft naar onze mening onvoldoende legitimatie tot het stopzetten van monitoring.

4. Wettelijke verankering

Huidige verankering

De huidige code is aangewezen als gedragscode volgens artikel 391 lid 4 van boek 2 van het BW, zodat nadere voorschriften kunnen worden gesteld omtrent de inhoud van het jaarverslag. Deze houden in dat een beursgenoteerde naamloze vennootschap in het jaarverslag mededeling doet over de toepassing van de principes en de best practice bepalingen van de code, voor zover gericht tot bestuur of raad van commissarissen, en bij niet-toepassing daarvan gemotiveerd opgave doet.

Afschaffen wettelijke verankering?

Wijzigingen bij afschaffing

Het vervallen van de verankering zou inhouden dat de wettelijke plicht tot mededeling ten aanzien van de code vervalst. Richtlijn 2006/46/EG stelt evenwel dat lidstaten hun beursgenoteerde vennootschappen dienen te verplichten om een jaarlijkse verklaring omtrent corporate governance openbaar te maken als onderdeel van het jaarverslag (artikel 10). Als ondernemingen dit op basis van een code doen, geldt het pas-toe-of-leg-uit-principe (richtlijn 78/660/EEG, artikel 46 bis). Gebeurt dit niet op basis van een code, dan dienen beursgenoteerde vennootschappen alle relevante informatie over corporate governance praktijken die worden toegepast naast de nationale wettelijke vereisten in het jaarverslag op te nemen. Met het vervallen van de wettelijke verankering blijft de plicht tot mededeling dus bestaan, maar beursgenoteerde ondernemingen hoeven niet naar de huidige code te verwijzen.

Hoewel dit slechts één wijziging lijkt te betreffen, speelt er meer. Het vervallen van de wettelijke verankering kan namelijk een systeemwijziging met zich meebrengen. Zo is de vraag of de huidige code, als die niet meer wettelijk verankerd is, relevant zal blijven en actueel gehouden. Een verwante vraag is of er mogelijk andere codes ontstaan, op privaat initiatief. De effecten van deze veranderingen zijn afhankelijk van de keuze van ondernemingen tussen toepassing van *een* code met *comply or explain* óf informatie over corporate governance zonder verwijzing naar een code. Deze keuze heeft vervolgens ook invloed op de informatievoorziening over corporate governance.

Mededeling en codes in andere landen

Als we naar andere landen kijken, blijkt de EU-verplichting tot mededeling over corporate governance in het jaarverslag verschillend te zijn uitgewerkt. In enkele landen is de governance code wettelijk verankerd, zoals momenteel in Nederland, Duitsland en het VK. In Ierland en Zweden loopt de verplichting via de aandelenmarkt en een code. Frankrijk en Italië wijken hiervan af. In Frankrijk hebben de ondernemingen de keuze een code te hanteren en in dat geval geldt *comply or explain*. Hanteren ze géén code, dan dient informatie over corporate governance in het jaarverslag te worden opgenomen. In Italië geldt iets soortgelijks, met twee verschillen: er kunnen boetes worden uitgedeeld (in Frankrijk niet) en er is één code (in Frankrijk meerdere).

In *Frankrijk* gelden meerdere (private) codes: die van AFEP/MEDEF⁵ en die van verschillende brancheorganisaties. Daarbij geldt dat een beursgenoteerde onderneming niet verplicht is te verwijzen naar een code. Volgens de AMF refereerde driekwart van de ondernemingen expliciet aan de AFEP/MEDEF-code in 2009 en

5 D.w.z. de Association Française des Entreprises Privées en de Mouvement des Entreprises de France.

gaven alle ondernemingen in een steekproef aan deze code als leidraad te gebruiken voor hun corporate governance beleid.⁶ AFEP/MEDEF analyseert alleen de AFEP/MEDEF-code. In het Franse systeem lijkt deze code de basis te vormen voor andere (branche-)codes. Helaas zijn geen gegevens beschikbaar over het aandeel bedrijven dat niet naar een code verwijst.

In Italië geldt momenteel één (publiek-private) corporate governance code, terwijl de wet de mogelijkheid openlaat voor andere (private) codes, en tevens voor het niet-refereren aan een code. Volgens Assonime (de vereniging voor beursgenoteerde bedrijven) stelt 95 procent van de ondernemingen de code te volgen.⁷ Vijf procent doet dat expliciet niet.

De ervaringen in Frankrijk en Italië laten de mogelijkheid open dat er één code blijft bestaan zonder dat er andere 'naast' komen. De ervaringen laten ook open dat er een code blijft bestaan die de basis vormt voor invullingen van codes door brancheorganisaties en dergelijke. Er zijn geen aanwijzingen dat een 'centrale' code per definitie verdwijnt op het moment dat de mogelijkheid tot andere codes openstaat of de mogelijkheid tot het opnemen van informatie zonder verwijzing naar een code. Wel duidt het Franse systeem op meer variatie, in codes en in monitoring, en het Italiaanse systeem op bedrijven (daar vijf procent) die zullen kiezen niet aan een code te refereren. Gezien de praktijk in Frankrijk wordt de monitoring met meerdere codes complexer of onvollediger.

Effecten op ondernemingen

Uit de onder beursgenoteerde ondernemingen gehouden enquête blijkt dat ongeveer evenveel ondernemingen zeggen de rapportage niet te zullen veranderen als ondernemingen die zeggen dat wel te doen op het moment dat er geen wettelijke plicht tot mededeling over de corporate governance code meer zou bestaan.⁸ Deze situatie komt niet 100 procent overeen met het huidige alternatief. De hypothetische situatie die is voorgelegd aan ondernemingen gaat uit van een voortzetting van de huidige code (terwijl een effect zou kunnen zijn dat er andere codes komen en/of dat de huidige code verdwijnt) en van het vervallen van de wettelijke plicht tot mededeling in het jaarverslag (zonder vermelding van de EU-richtlijn die een minder vérgaande verplichting tot mededeling inhoudt). Desondanks lijkt het aannemelijk dat er minder uitgebreide informatie over corporate governance in jaarverslagen zal verschijnen indien ondernemingen de keuze krijgen informatie op te nemen zonder expliciete referentie aan een code.⁹ Voor

6 Autorité des marchés financiers (2010), AMF 2010 report on corporate governance and executive compensation.

7 Associazione fra le società Italiane per azioni (2012), Corporate Governance in Italy: Compliance with the CG Code and Related Party Transactions (Year 2011). Het is onduidelijk of dit het jaar 2010 of 2011 betreft (blz. 7-9).

8 In paragraaf 3 noemden we al dat op basis van de enquêtes het effect van het verlaten van de wettelijke verankering groter lijkt dan dat van het beëindigen van monitoring door de overheid.

9 De verschillen hebben waarschijnlijk tegengestelde effecten op de mate waarin ondernemingen hun gedrag zullen veranderen.

ondernemingen betekent dit een (beperkte) kostenbesparing.¹⁰ Slechts weinig ondernemingen geven aan dat het ondernemingsbestuur zal wijzigen. Zie Tabel 4 en Tabel 5.

Tabel 4. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	12	39%
Nee	11	35%
Weet niet	8	26%
Wil niet antwoorden	0	0%
Totaal	31	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=31.

Tabel 5. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de toepassing van de best practices van de governance code te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	4	13%
Nee	18	58%
Weet niet	9	29%
Wil niet antwoorden	0	0%
Totaal	31	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=31.

In de enquête wordt door de meeste ondernemingen aangegeven dat de code en de wettelijke verplichting als efficiënt en effectief worden ervaren. De vraag is hoe de verschillende bevindingen met elkaar zijn te rijmen. Waarom zou een onderneming bij het vervallen van de wettelijke verplichting minder uitgebreid gaan rapporteren als het systeem als efficiënt en effectief wordt gezien en slechts beperkte kostenbesparingen zijn te verwachten? Wellicht speelt de signaalwerking hier een rol: een terugtrekkende overheid die meer ruimte biedt geeft misschien het signaal dat de bepalingen uit de specifieke code minder belangrijk zijn geworden. Een andere mogelijke verklaring is een vertekend (d.w.z., te positief) antwoord van de ondernemingen op de vraag of code en verplichting efficiënt en effectief zijn.

¹⁰ In de enquête is tevens een hypothetisch vergezicht geschetst waarin de code in het geheel wordt verlaten. Ondernemingen geven bij meerderheid aan dan korter of zelfs helemaal niet meer te rapporteren over corporate governance. Ook dit gaat gepaard met (beperkte) kostenbesparingen. Ondernemingen geven aan dat kan worden verwacht dat dit tot meer discussie leidt tussen rvb, aandeelhouders en rvc.

Beoordeling afschaffing wettelijke verankering

Afschaffen van de wettelijke verankering van de Nederlandse corporate governance code maakt de weg vrij voor alternatieve codes en voor het opnemen van informatie omtrent het gevoerde corporate governance beleid door beursgenoteerde ondernemingen zonder verwijzing naar een code. Dit betekent meer vrijheid in de verslaglegging over corporate governance door ondernemingen en zou in feite een nieuw systeem van regulering van corporate governance in Nederland inhouden.

Zo'n nieuwe invulling kan alleen een verbetering zijn als het bestaande systeem, dat vanaf 2003 is opgebouwd, met tekortkomingen gepaard gaat die niet meer, of in mindere mate, optreden zodra ondernemingen de vrijheid krijgen hun corporate governance informatie niet meer volgens de huidige code in te richten. Zulke tekortkomingen zouden gerelateerd kunnen zijn aan een gebrek aan maatwerk voor ondernemingen, wat bijvoorbeeld tot een 'afvinkbeleid' kan leiden (soms genoemd in de enquête), en aan een mogelijk gepercipieerd negatief signaal van uitleg van niet-toepassing van bepalingen (soms genoemd in de interviews). Voordelen van het nieuwe systeem zouden dan zijn dat ondernemingen meer eigen keuzes kunnen maken over welke informatie over ondernemingsbestuur in het jaarverslag terechtkomt en dat ondernemingen mogelijk meer gemotiveerd zijn om relevante informatie over ondernemingsbestuur te vermelden.

Om te komen tot een uitspraak over de wenselijkheid hiervan dienen deze mogelijke voordelen van meer vrijheid afgewogen te worden tegen de mogelijke nadelen, die samenhangen met de veranderingen van het systeem. Deze mogelijke nadelen zijn als volgt. Mocht als gevolg van het vervallen van de wettelijke verankering geen code meer bestaan, dan missen aandeelhouders mogelijk de structuur die zo'n code biedt bij de beoordeling van en het vragen van aandacht voor het corporate governance beleid van ondernemingen. Ook met meerdere codes naast elkaar wordt de beoordeling van corporate governance informatie en van corporate governance beleid er waarschijnlijk niet gemakkelijker op. Zonder code, of met meerdere codes, of met de mogelijkheid om niet aan een code te refereren, zal monitoring bovendien minder volledig en/of minder gestructureerd plaatsvinden. Het vervallen van de wettelijke verankering kan tenslotte het signaal afgeven dat de overheid transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur minder belangrijk vindt.

Een kwantitatieve afweging van deze voor- en nadelen is (vooralsnog) een brug te ver. Is daarmee geen uitspraak mogelijk over de maatschappelijke wenselijkheid van dit alternatief? We menen toch van wel. Het afschaffen van de wettelijke verankering lijkt ons namelijk een tamelijk arbitraire oplossing voor mogelijke tekortkomingen van de huidige corporate governance code. Dit vergroot overigens het risico dat afschaffing een signaal afgeeft dat corporate governance minder serieus hoeft te worden genomen. Verstandiger lijkt het om gericht onderzoek te doen naar een eventuele behoefte aan maatwerk bij ondernemingen en de mate waarin hier met het huidige 'pas toe of leg uit' niet voldoende aan tegemoet wordt gekomen, naar mogelijk afvinkgedrag en de oorzaken ervan en de remedies

daarvoor, en tenslotte naar de mate waarin en de manier waarop verbetering van de informatievoorziening over corporate governance richting aandeelhouders mogelijk is.

5. Naming

Sanctionering, naming, naleving, toepassing en uitleg

Paragraaf 2 karakteriseerde het huidige Nederlandse systeem als een systeem zonder sanctionering. Dit is enigszins gechargeerd. Er zijn wetten die niet direct aan de corporate governance code refereren, maar die wel corporate governance betreffen. De corporate governance code kan bovendien als basis dienen voor een gang naar de Ondernemingskamer. Feit is evenwel dat volgens de wet naleving van de code verplicht is, zonder dat er een expliciet sanctioneringsmechanisme is gedefinieerd. Dit wordt geïllustreerd doordat er bedrijven zijn die zich ten dele niet houden aan deze wet, dat wil zeggen die niet naleven. De ‘politieagent’ van de code is de aandeelhouder, met de wettelijke verankering in de hand.¹¹

In elk vraagstuk over overheidsbeleid en sancties met betrekking tot corporate governance kan de vraag worden gesteld wat het doel is: aandeelhouders te ondersteunen en te stimuleren in hun controlerende rol, of om die controlerende rol ten dele bij de aandeelhouder weg te halen. In het geval van ‘naming’ (rapporteren op naam) ligt de nadruk op eerstgenoemde. De monitoringcommissie rapporteert momenteel op geaggregeerd niveau, niet op het niveau van individuele ondernemingen. Naming definiëren we als het publiceren van gegevens over naleving en toepassing van principes en best practice bepalingen van de code, op het niveau van individuele ondernemingen.¹² De begrippen naleving, toepassing en uitleg zijn nauw verbonden met naming. Pas toe of leg uit betekent dat naleving centraal staat. Aangezien niet-toepassing van bepalingen uit de code met gemotiveerde uitleg is toegestaan, is de interpretatie van ‘geldige’ uitleg cruciaal bij naming. Bij (neutrale) naming kan in beginsel zowel naleving, toepassing, niet-toepassing met uitleg en niet-toepassing zonder uitleg worden vermeld.

11 Betrokken partijen zijn verder o.a. de accountant en de AFM. De *accountant* is een partij met een controlerende rol met betrekking tot de mededeling over corporate governance, vanwege het goedkeuren van de jaarrekening en het daarbij betrekken van het jaarverslag. In de gehouden interviews bleek er discussie te zijn over de (gewenste) rol van de accountant. Kernvraag is of de accountant een partij is die specifiek zou moeten controleren of een onderneming daadwerkelijk toepast wat ze zegt toe te passen, en of er uitleg wordt gegeven indien er niet wordt toegepast. Dit gaat terug tot de aanbevelingen van de commissie Peters in 1997, waarvan nummer 35 luidt dat de rvc beslist of de accountant nagaat of aan de aanbevelingen is voldaan. Overigens is het zover bekend in geen enkel land een specifieke taak van de accountant om te controleren of een onderneming daadwerkelijk toepast en of er uitleg wordt gegeven indien er niet wordt toegepast. De AFM houdt toezicht op financiële markten. De focus ligt daarbij op de jaarrekening. De AFM verricht geen inhoudelijke toets op de mededeling over en uitleg van het corporate governance beleid van ondernemingen.

12 Verwante mechanismen zijn shaming en faming, waar we hier niet uitgebreid op ingaan. Shaming houdt in dat specifiek ondernemingen die slecht scoren in de aandacht worden gezet. Faming houdt juist in dat specifiek ondernemingen die goed scoren in de aandacht worden gezet.

Naming die het meest aansluit bij het bestaande systeem gaat uit van de huidige meting van naleving en toepassing door de monitoringcommissie. Er wordt nu al (deels) vastgesteld welke bepalingen per beursgenoteerde nv worden toegepast, niet-toegepast met uitleg en niet-toegepast zonder uitleg. Deze gegevens worden evenwel niet per individuele onderneming gepubliceerd. Zodra deze gegevens wel per individuele nv worden vrijgegeven, wordt de vaststelling van met name niet-naleving van groter belang. Er staat dan simpelweg meer op het spel. In dat geval dient helder te zijn welke bepalingen wel en welke niet in aanmerking komen om te beoordelen, en wanneer uitleg voldoende gemotiveerd is en wanneer niet. Een stap verder dan het beoordelen van uitleg gaat het vaststellen of de bewering dat er wordt toegepast feitelijk wel waar is. In theorie kan naming ook daar over gaan.

Zodra een onderneming stelt een bepaling niet toe te passen, is een eerste indeling die in zonder uitleg en met uitleg. Bij uitleg kan een onderneming toelichten wat dan wel het beleid is, zonder verdere motivering daarvan. Ook kan een motivering van niet-toepassing worden gegeven, zonder dat wordt toegelicht wat dan wel het beleid is. Zowel het beleid als de motivering kunnen meer en minder uitgebreid worden uiteengezet. De vraag is wat er *genamed* gaat worden. Vanuit de aandeelhouder geredeneerd (informatievoorziening) is het misschien belangrijker om te weten wat het beleid is, dan om te weten of dat beleid in het jaarverslag voldoende wordt gemotiveerd. Als het belang van de code is dat ondernemingen zich aan de geest ervan houden (normstelling), dan speelt niet alleen een goede uitleg een rol; een goed uitgelegde afwijking van een best practice bepaling die niet de geest van de code weerspiegelt verdient het óók om te worden vermeld.

Introductie naming?

Effecten en kosten

Ondernemingen kunnen om verschillende redenen rekening houden met naming. Of beter gezegd: vanwege de invloed van verschillende groepen. Aandeelhouders zouden kunnen wegllopen, wat negatief kan zijn voor de aandelenkoers, of zouden zich kritischer kunnen opstellen jegens de raad van bestuur. Potentiële aandeelhouders zouden kunnen worden afgeschrikt, wat het aantrekken van additioneel eigen vermogen kan bemoeilijken. Maar ook consumenten zouden kunnen reageren, al dan niet met de tussenkomst van een belangenorganisatie. Dit kan de onderneming omzet en winst kosten.

Mogelijke effecten lopen via de informatievoorziening van naming, met name relevant voor de aandeelhouder, en via de afschrikwekkende of corrigerende werking ervan, op de onderneming. Wat het eerste betreft is dan de vraag wat de waarde is van deze extra informatie voor de aandeelhouder. Wat het tweede betreft zijn de vragen in hoeverre er een corrigerende werking van naming uitgaat en waar zich dat in uit: informatievoorziening en/of ondernemingsbestuur.

Naming leidt in beginsel tot beperkte extra kosten om gegevens die al voorhanden zijn in verband met de monitoring te publiceren. Hoe gedetailleerder de informatie en/of toetsing, des te hoger de extra kosten. Wordt alleen op de aanwezigheid van uitleg gecontroleerd, of ook op de kwaliteit van de motivatie ervan? Worden de afwijkingen van bepalingen in een monitoring- of naming-publicatie expliciet vermeld? Wordt daadwerkelijke toepassing gecontroleerd?

Interviews en enquête

In de interviews bleken de meningen over naming verdeeld te zijn. Naming zou vooral voor (kleine) beleggers waardevol kunnen zijn. Dit omdat een individuele aandeelhouder (nog) minder geneigd zou zijn te investeren in informatie dan een grootaandeelhouder. Benadrukt werd dat naming slechts kan plaatsvinden als er sprake is van hoor en wederhoor, middels contact tussen de commissie en een onderneming.

In de afgenomen enquête is aan beursgenoteerde ondernemingen de hypothetische situatie van naming voorgelegd. Zie Tabel 6 en Tabel 7.

Tabel 6. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	4	15%
Nee	21	78%
Weet niet	1	4%
Wil niet antwoorden	1	4%
Totaal	27	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=27.

Tabel 7. Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de toepassing van de best practices van de governance code te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
Ja	0	0%
Nee	24	89%
Weet niet	2	7%
Wil niet antwoorden	1	4%
Totaal	27	100%

Bron: Hof et al. (2012). n=27.

Het merendeel van de respondenten geeft aan als gevolg van naming niet de rapportage of het ondernemingsbestuur te zullen wijzigen. Als dat de realiteit zou zijn, is het de vraag of naming niet effectief is, of dat de code al zo effectief is dat

naming geen extra effect meer heeft. Ook kan het zijn dat de realiteit anders uitpakt als gevolg van sociaal-wenselijke beantwoording door de respondenten.

Naming in andere landen en in de literatuur

In de onderzochte landen met een code bleek geen van de landen systematisch per onderneming de naleving te publiceren.¹³ In Portugal – een land dat niet in onze landenvergelijking was opgenomen – publiceert de CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) in het *Annual Report on the Corporate Governance of Listed Companies in Portugal* gegevens van individuele ondernemingen. In het rapport van 2011 over boekjaar 2009¹⁴ bevat hoofdstuk I regelmatig referenties aan individuele ondernemingen. In hoofdstuk II volgt een analyse van gemiddelde naleving en naleving per onderdeel van de *CMVM Recommendations on Corporate Governance*, in de vorm van tabellen waarin alle ondernemingen individueel worden genoemd. De gemiddelde naleving per onderneming is daarbij onderverdeeld in ‘All recommendations’, ‘Essential recommendations’ en ‘Other recommendations’. Per blok van aanbevelingen volgen tabellen met de naleving van aanbevelingen (vergelijkbaar met de best practice bepalingen van de Nederlandse code) van individuele ondernemingen. Naleving (*compliance*) betekent in dit geval toepassing van de aanbevelingen. In een separaat deel wordt toepassing van *comply or explain* gemeten, waarbij de uitleg is onderverdeeld in ‘acceptable explanation’, ‘no explanation’, ‘non-effective explanation’ en gevallen waarin de onderneming stelt na te leven (d.i. toe te passen), maar de CMVM een andere mening is toegedaan. Sowieso wordt er onderzocht waar de meningsverschillen over de toepassing tussen de CMVM en ondernemingen betrekking op hebben.

Bovenstaande kan worden gezien als naming met (een relatief lichte vorm van) shaming en faming. De tabel met gemiddelde naleving staat bijvoorbeeld op alfabetische volgorde van ondernemingen, maar toegevoegd is een kolom met scores en kleuren die aangeeft hoe de ondernemingen het doen. Ons is helaas geen onderzoek bekend dat het effect van deze vorm van naming (met elementen van shaming/faming) inschat. Ook onderzoek over de waarde van extra informatie voor aandeelhouders via naming of over de mogelijke veranderingen in rapportage en ondernemingsbestuur van ondernemingen als gevolg van naming is ons niet bekend. De literatuur richt zich meer op shaming in relatie tot overtredingen. De scheiding tussen naming enerzijds en shaming/faming anderzijds lijkt niet erg strikt: naming kan informatie bevatten waar een ander medium shaming of faming mee kan uitvoeren.

In het algemeen duidt de literatuur op een rol van naming bij het toegankelijk maken van informatie als marktpartijen belang kunnen hebben tot het verhullen daarvan. Literatuur met betrekking tot corporate governance en marktfalen voegt

13 In Italië kunnen ondernemingen boetes krijgen als de mededeling over corporate governance tekortschiet. In dat geval wordt dit in twee landelijke kranten gepubliceerd.

14 CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) (2011), *Annual Report on the Corporate Governance of Listed Companies in Portugal*.

daar het freeriderprobleem van aandeelhouders aan toe (zie paragraaf 2 van dit hoofdstuk). Een individuele aandeelhouder zal niet geneigd zijn veel tijd te investeren in (openbaar te maken) informatie over het ondernemingsbeleid, wetende dat die informatie ten goede komt aan alle aandeelhouders, terwijl hij alleen zelf de kosten maakt. Informatie over toepassing, uitleg en niet-naleving van individuele bedrijven zou in principe uit openbare bronnen moeten kunnen worden gehaald. Dit gaat evenwel gepaard met de nodige tijd en moeite. In de praktijk zijn er drempels voor aandeelhouders om het corporate governance beleid van de ondernemingen waarin zij beleggen of overwegen te beleggen te toetsen.

Beoordeling introductie naming

Naming biedt kansen in termen van toegankelijke informatie (direct) en mogelijke positieve effecten op corporate governance informatie in jaarverslagen en op ondernemingsbestuur (indirect). Naming vereist een duidelijke interpretatie van ‘uitleg’ en hoor en wederhoor met ondernemingen en gaat daarom gepaard met meer inspanning (en dus kosten) ten opzichte van de huidige situatie. Er is een risico dat met naming ook (onbedoelde) shaming (bijvoorbeeld via de publicatie door andere media) wordt binnengehaald.

De maatschappelijke wenselijkheid van het introduceren van naming hangt daarmee voor een belangrijk deel af van de waarde die aandeelhouders hechten aan informatie met betrekking tot naleving en toepassing van bepalingen uit de corporate governance code. Hierbij is het van belang dat er in de praktijk drempels zijn voor individuele aandeelhouders om het corporate governance beleid van ondernemingen te toetsen.

Op basis van bovenstaande afwegingen is ons inziens nog niet de maatschappelijke wenselijkheid van naming vast te stellen. Om de waarde van instrumenten als naming, shaming en faming – specifiek gericht op naleving en toepassing van de corporate governance code – te bepalen is meer onderzoek nodig, allereerst naar het effect op de informatievoorziening en naar de waarde van informatie voor (potentiële) aandeelhouders en andere belanghebbenden. Als de (informatieve) waarde significant lijkt, kan worden onderzocht hoe de instrumenten zó zijn in te richten dat de risico's van onterechte shaming of faming worden geminimaliseerd, met behoud van positieve effecten op informatie en ondernemingsbestuur.

6. Slotoverwegingen

Hoofdconclusie: niet minder overheid, mogelijk meer

Deze bijdrage kan worden opgevat als een pleidooi om de monitoring en de wettelijke verankering van de corporate governance code te behouden en de mogelijkheden van naming nader te onderzoeken, met het oog op een mogelijke invoering daarvan. De vraag ‘meer of minder publiek’ is dan te beantwoorden als: niet minder, mogelijk meer. Dit pleidooi is in het volle besef dat er elementen

zouden kunnen zijn in de huidige code die verbetering behoeven. Dat was evenwel niet de hoofdvraag van dit onderzoek.

Kabinetsreactie

De kabinetsreactie op het monitoringsrapport over 2011¹⁵ maakt geen keuze voor rapporteren op naam (naming). Dit sluit aan bij de huidige praktijk, zoals in het monitoringsrapport wordt beschreven (pp. 12-13):

In het afgelopen jaar heeft de Commissie stevig ingezet om niet-nalevers aan te spreken op hun gedrag en verantwoordelijkheid ten aanzien van de Code. Gezien de over het algemeen hoge naleving betreft dit een beperkt aantal gevallen. De Commissie heeft een groep ondernemingen een brief gestuurd waarin aan hen wordt gevraagd om de geconstateerde niet-naleving toe te lichten. Daarbij is verzocht aan te geven op welke wijze men de Code in de toekomst wel verwacht na te leven. Ook is een aantal niet-nalevers gevraagd om op gesprek te komen bij de Commissie om afspraken te maken over de wijze waarop de naleving verbeterd kan worden. Dit proces heeft geleid tot concrete toezeggingen over verbetering van de naleving. Deze aanpak om niet-naleving tegen te gaan werpt zijn vruchten af.

Ons inziens geven de huidige inzichten voldoende reden voor vervolgonderzoek naar de waarde van extra informatie door rapporteren op naam. De monitoringcommissie (zelfde monitoringsrapport, p. 12) stelde al dat het huidige mandaat in beginsel voldoende basis biedt om tot het rapporteren op naam over te kunnen gaan.

Het kabinet stelt dat het wél wenselijk is om “in de toekomst de mogelijkheden voor een grotere private inbreng bij de monitoringcommissie te onderzoeken” (pagina 8 van de kabinetsreactie). Welke grotere private inbreng dit betreft, wordt niet toegelicht. Een aandachtspunt is ons inziens dat bij een eventuele grotere rol voor de private sector de kwaliteit van de monitoring en de agendering van corporate governance door politiek en ondernemingen blijft behouden. Een variant op de huidige situatie is dat de monitoringcommissie volledig privaat wordt en de overheid opdrachtgever en financier van de monitoring. Dit zou enerzijds meer private inbreng betekenen, anderzijds een onafhankelijke en gezaghebbende monitoring kunnen behouden. Het verschil met de huidige situatie is dan overigens wel erg klein.

Het informatieve karakter van monitoring

De code en de wettelijke verankering gaan uit van het principe van pas toe of leg uit. De monitoring gaat hier eveneens van uit. Indien een bepaling uit de code niet wordt toegepast, is er nog steeds sprake van naleving indien er wordt uitgelegd. De vaststelling of er wel of niet wordt uitgelegd bepaalt daarmee in belangrijke mate of er wordt nageleefd. Deze vaststelling kan aan verschillende interpretaties onderhevig zijn. Aan de ene kant is dit grijze gebied inherent aan een code die de ruimte biedt aan deugdelijk ondernemingsbestuur zonder in detail alles voor te schrijven.

¹⁵ Zie <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-31083-46.html>.

Aan de andere kant bestaat er op die manier wel onduidelijkheid over de mate waarin afwijkingen van best practice bepalingen nog voldoen aan het vereiste van deugdelijk ondernemingsbestuur en wanneer uitleg daarover voldoende gemotiveerd is.

Als een onderneming in het jaarverslag stelt aan alle best practice bepalingen van de code te voldoen (toe te passen), is er volgens de code en de monitoring sprake van een volledige toepassing en naleving. Hierbij passen twee kanttekeningen. Allereerst kunnen er tussen ondernemingen die aan alle best practice bepalingen van de code voldoen nog steeds verschillen in (de kwaliteit van) het ondernemingsbestuur bestaan. Dit is misschien nog duidelijker als ondernemingen bepalingen niet toepassen of naleven: de mate van afwijking wordt niet vastgesteld of gemonitord. In die zin is de monitoring tamelijk ‘digitaal’. Het informatieve karakter van monitoring neemt ons inziens toe als ook de mate van afwijking zou worden vastgesteld.

Daarnaast geldt dat hoe duidelijker de wijze van meting is, des te gemakkelijker de interpretatie. Hier lijkt enige ruimte voor verbetering. Zo is het niet altijd duidelijk welke bepalingen buiten beschouwing worden gelaten omdat ze niet expliciet zijn te verifiëren of de kwalificatie ‘toepassing’ krijgen omdat er juist sprake is van impliciete toepassing (niet expliciet geverifieerd).

Normstelling en transparantie

Code en monitoring dienen twee doelen: bevordering van deugdelijk ondernemingsbestuur (via normstelling) en bevordering van transparantie over het ondernemingsbestuur. Het eerste is bevordering van gedrag van met name de rvb, het tweede het bevorderen van de informatievoorziening voor met name aandeelhouders. Vanwege de mogelijkheid tot impliciete naleving lijkt de nadruk momenteel meer te liggen op het eerste dan op het laatste. Een vraag is of deze balans optimaal is. Is de code bedoeld om aandeelhouders een instrument in handen te geven richting de onderneming, of om via de overheid – in de vorm van de monitoringcommissie – los van de aandeelhouder de onderneming te beïnvloeden? Een en ander is afhankelijk van de waarde die aandeelhouders aan informatie hechten. In hoeverre gaan zij hun gedrag veranderen bij meer informatie over corporate governance?

In het denken over de corporate governance code, de monitoring en mogelijke alternatieve invullingen van of voor het huidige systeem kan het expliciet maken van de twee doelen normstelling en informatievoorziening leiden tot een duidelijker zicht op argumenten en consequenties.