

# Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring



seo economisch onderzoek



Amsterdam, december 2012  
In opdracht van het Ministerie van Economische Zaken

## Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring

Een gebalanceerd systeem?

Bert Hof  
Marco Kerste  
Nicole Rosenboom  
Ward Rougoor  
Abe de Jong (Rotterdam School of Management, Erasmus University)



seo economisch onderzoek

“De wetenschap dat het goed is”

*SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winstoogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.*

SEO-rapport nr. 2012-92

ISBN 978-90-6733-681-9

Copyright © 2012 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld.

# Inhoudsopgave

<b>Samenvatting</b> .....	<b>i</b>
<b>English Summary</b> .....	<b>ix</b>
<b>1 Inleiding</b> .....	<b>1</b>
<b>2 Onderzoekscontext en denkkader</b> .....	<b>3</b>
2.1 Hypothetische alternatieven .....	3
2.2 Invalshoek: het perspectief van maatschappelijke welvaart .....	7
2.3 Corporate governance .....	9
<b>3 Naleving en toepassing in Nederland</b> .....	<b>17</b>
3.1 De code .....	17
3.2 Naleving en toepassing van de principes.....	19
3.3 Lage naleving of toepassing.....	22
3.4 Stijging of daling in naleving en toepassing .....	24
3.5 Best practice bepalingen.....	25
3.6 Verantwoordelijkheid (institutionele) aandeelhouders.....	28
3.7 Reflectie en conclusies.....	29
<b>4 Internationale vergelijking</b> .....	<b>33</b>
4.1 Inleiding .....	33
4.2 Nederland .....	36
4.3 Verenigde Staten.....	39
4.4 Verenigd Koninkrijk .....	44
4.5 Ierland .....	48
4.6 Duitsland.....	50
4.7 Frankrijk.....	53
4.8 Italië .....	56
4.9 Zweden.....	59
4.10 Overzicht en ontstaan van reguleringssystemen.....	61
4.11 Uitgebreide overzichtstabellen .....	64
<b>5 Monitoring</b> .....	<b>69</b>
5.1 Inventarisatie van mogelijke effecten.....	69
5.2 Optreden van effecten.....	70
5.3 Overzicht en interpretatie .....	73
5.4 Variant en overige inzichten.....	74
<b>6 Wettelijke verankering code</b> .....	<b>77</b>
6.1 Inventarisatie van mogelijke effecten.....	77
6.2 Optreden van effecten.....	78
6.3 Overzicht en interpretatie .....	82

<b>7</b>	<b>Prikkels en sancties: <i>naming</i></b> .....	<b>85</b>
7.1	Prikkels en sancties in Nederland.....	85
7.2	Naming, shaming en faming.....	87
7.3	Interpretatie.....	93
<b>8</b>	<b>Een gebalanceerd systeem?</b> .....	<b>95</b>
	<b>Literatuur</b> .....	<b>99</b>
<b>Bijlage A</b>	<b>Resultaten webenquête beursgenoteerde nv's</b> .....	<b>107</b>
<b>Bijlage B</b>	<b>Geïnterviewde partijen</b> .....	<b>127</b>

## Samenvatting

In Nederland is een corporate governance code van kracht, waarop monitoring plaatsvindt door een overheidsgefinancierde commissie. De code is in 2004 in werking getreden met een wettelijke verankering en is eind 2008 voor het laatst aangepast. Corporate governance – ondernemingsbestuur – wordt in deze code omschreven als het stelsel van verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders.

Dit rapport onderzoekt de efficiëntie en effectiviteit van het huidige systeem van code, verankering en monitoring door uit te gaan van een drietal hypothetische alternatieven. Dit betreft het beëindigen, van overheidswege, van de monitoring van de naleving en toepassing van de code, het laten vervallen van de wettelijke verankering van de code en het uitbreiden van de monitoring met additionele prikkel- of sanctiemiddelen, met name ‘naming’. Als onderdeel van de analyse is tevens een internationale vergelijking van regulering van corporate governance uitgevoerd. Ook is voor de Nederlandse situatie in kaart gebracht hoe naleving en toepassing van de code zich door de jaren hebben ontwikkeld. Daarnaast is een webenquête uitgezet onder de beursgenoteerde vennootschappen die de corporate governance code dienen na te leven, gericht op rapportage en kosten, het belang van de code en hypothetische alternatieven. Tot slot zijn er verdiepende interviews gehouden met betrokken partijen en is er literatuuronderzoek verricht.

### Huidige systeem en alternatieven: publieke en private elementen

De Nederlandse corporate governance code is een gedragscode, die bestaat naast wetten die specifieke zaken regelen met betrekking tot ondernemingsbestuur. De code is een initiatief van private en publieke partijen en is wettelijk verankerd. De regulering van ondernemingsbestuur in Nederland kan daarom als een mengvorm van publiek en privaat worden gezien. De 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. In de wettelijke verankering en in de code is niet expliciet vastgelegd of, en zo ja door wie, afdwingbare sancties kunnen worden opgelegd bij niet-naleving van de corporate governance code. Ook in de praktijk zijn er geen private of publieke partijen die afdwingbare sancties opleggen specifiek met betrekking tot de naleving van de code. Het Nederlandse systeem is, kortom, een gemengd systeem met private (zelf-)reguleringselementen en publieke elementen, zonder een duidelijk sanctionerend mechanisme.

Het te onderzoeken alternatief waarin de overheid zich terugtrekt uit de monitoring maakt het Nederlandse systeem minder publiek van karakter. Het alternatief waarin de wettelijke verankering vervalt houdt in dat er geen plicht meer zal bestaan 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. Het alternatief waarin monitoring wordt uitgebreid met ‘naming’, ‘shaming’ en/of ‘faming’ houdt juist een vergroting van het publieke element in.

### **Toepassen, uitleggen, transparantie en ondernemingsbestuur**

De Nederlandse corporate governance code gaat uit van het principe van “pas toe, of leg uit” (*comply, or explain*). *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. Dit geeft een mate van flexibiliteit in het systeem. Bij afwijking van bepalingen hoort een *uitleg* te worden gegeven. Afwijking zonder uitleg impliceert *niet-naleving* van de wettelijk verankerde code.

Hiermee zijn twee invloedskanalen van de code en van veranderingen in het Nederlandse stelsel geïdentificeerd. Er kan invloed zijn op het *ondernemingsbestuur* (‘gedrag’) en er kan invloed zijn op de *informatie* over het ondernemingsbestuur (‘transparantie’). Een verandering in de mate en kwaliteit van informatie over het ondernemingsbestuur kan weer gevolgen hebben voor het ondernemingsbestuur zelf en vice versa. Governance en informatie over governance zijn onlosmakelijk verbonden.

Bovenstaande geeft aan dat een inschatting van effecten van veranderingen in het Nederlandse systeem loopt via de informatievoorziening over het ondernemingsbestuur en via dat ondernemingsbestuur zelf. Een vervolgvraag is dan hoe de veranderingen in informatievoorziening en ondernemingsbestuur zijn te waarderen. Dit betreft empirische vragen over de waarde van informatie voor aandeelhouders en het effect van ondernemingsbestuur op winst, aandeelhouderswaarde et cetera van ondernemingen, waarop vooralsnog geen eenduidig antwoord is te geven. Wel is duidelijk dat een en ander niet alleen maar betrekking heeft op ‘de ondernemingen’, zeg de bestaande bestuurders en aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen, op wie de code van toepassing is. Dit wordt het meest duidelijk bij flagrante schendingen van deugdelijk ondernemingsbestuur met een grote maatschappelijke impact (‘schandalen’), maar speelt ook daarbuiten een rol, zij het minder zichtbaar, via de werking van de kapitaalmarkt, via leveranciers en afnemers van bedrijven, via de verschaffers van vreemd vermogen et cetera.

### **Naleving en toepassing in Nederland**

De monitoringcommissie publiceert geaggregeerde cijfers (dat wil zeggen geaggregeerd over ondernemingen) met betrekking tot toepassing en uitleg van de codebepalingen. Bewerking van bestaande cijfers levert een beeld op van de naleving en toepassing van de bepalingen van de Nederlandse corporate governance code door de beursgenoteerde ondernemingen. Hieruit volgt een hoge algemene naleving van tussen de 90 procent en 92 procent, sinds 2005. Enkele principes vallen evenwel op door hun relatief lage toepassing of naleving. Dit betreft de bezoldiging van het bestuur en de transparantie hierover, de onafhankelijkheid en mogelijke belangenverstrengeling 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 het meest recente beschikbare jaar, 2010, overigens wel hoog.

Cijfers over toepassing en naleving dienen met zorg te worden geïnterpreteerd. Ze geven een momentopname van alsook trends in de corporate governance door de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Hierbij dient rekening te worden gehouden met de ruimte die de wettelijke verankering van de code en de code zelf bieden voor impliciete naleving, met



bepalingen die niet of moeilijk verifieerbaar zijn en met het feit dat gegevens over wel of niet toepassen en uitleggen niet noodzakelijkerwijs informatie geven over het gevolgde ondernemingsbestuur.

### Internationale vergelijking: Nederland, VS, VK, Ierland, Zweden, Duitsland, Frankrijk en Italië

Tabel S.1 geeft op hoofdlijnen een samenvatting van de verschillende systemen van regulering, monitoring en supervisie (sanctionering) van corporate governance in de onderzochte landen.

**Tabel S.1 Samenvatting van regulering, monitoring en sanctionering van corporate governance**

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>		IR, FR, ZW	NL, VK, DU, IT	VS
<b>Monitoring</b>		IR, ZW	NL, DU, FR, IT, VK	VS
<b>Supervisie</b>	NL, DU, FR, ZW	IR	VK	VS, IT

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Geen enkel onderzocht land kent géén regulering van corporate governance. Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Italië kennen een vorm van publiek-private regulering, Ierland, Frankrijk en Zweden kennen meer zelfregulering en de VS overheidsregulering via de wet-SOX. Alle landen kennen een vorm van monitoring. Nederland, Duitsland, Frankrijk, Italië en het VK hebben een vorm van publiek-private monitoring, Ierland en Zweden kennen private monitoring en de VS overheidsmonitoring. De variatie bij supervisie en 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.

### Hypothetisch alternatief: beëindiging van de door de overheid ingestelde monitoringcommissie

Het enige kwantificeerbare effect in dit alternatief is de jaarlijkse kostenbesparing (als er helemaal geen monitoring meer zou plaatsvinden) dan wel de jaarlijkse financieringsverschuiving van de overheid naar de private sector (indien een vergelijkbaar privaat monitoringinitiatief 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 beperkte kostenbesparing voor ondernemingen bij, omdat controle voor de rapportage van een monitoringcommissie niet meer noodzakelijk is. Het genoemde bedrag lijkt echter eerder een boven- dan een ondergrens, omdat ook zonder monitoring bijvoorbeeld de overheid op een meer ad hoc manier informatie zal verzamelen.

Het is vervolgens de vraag of de negatieve effecten die het gevolg zijn van beëindiging van monitoring door de overheid de besparing van € 0,35 miljoen per jaar zullen overtreffen. Stel dat de beëindiging als consequentie heeft dat monitoring *door private partijen wordt overgenomen*. Dit levert de maatschappij dan géén besparing op: het bespaart de rijksoverheid € 0,35 miljoen per jaar en kost de private sector bij benadering hetzelfde. Dit gaat gepaard met het risico dat richting

ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden. De interviews en enquête wijzen erop dat dit risico waarschijnlijk niet groot is. 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. Dit gaat wederom gepaard met het risico dat richting ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden. Daarenboven neemt de agendering van corporate governance door ondernemingen en politiek naar verwachting af. Ook komt er minder systematisch geaggregeerde informatie met betrekking tot naleving en toepassing van de code beschikbaar.

De vraag of het geschetste alternatief zonder overheidsmonitoring maatschappelijk gewenst is, komt uiteindelijk neer op een inschatting en waardering van toenames in risico's. Het voornaamste risico lijkt te liggen in het zonder monitoring ontbreken van gedegen informatie om corporate governance op de (politieke) agenda te houden en tijdig in te spelen op relevante ontwikkelingen. Dit risico zou zich namelijk kunnen manifesteren in ad hoc beleid en maatschappelijke kosten, bijvoorbeeld in de vorm van 'schandalen' met brede maatschappelijke consequenties.

### **Hypothetisch alternatief: vervallen wettelijke verankering van de code**

Het vervallen van de wettelijke verankering van de corporate governance code introduceert een nieuw systeem van regulering van corporate governance in Nederland. Het bouwt het in Nederland gecreëerde systeem feitelijk af. Of en hoe corporate governance codes ontstaan en actueel worden gehouden hangt dan af van private partijen. Het ligt voor de hand dat de informatievoorziening over corporate governance in jaarverslagen minder uitgebreid wordt en minder uniform, doordat wordt gerefereerd aan verschillende (of geen) codes. Monitoring wordt daarbij ingewikkelder.

Een dergelijke nieuwe invulling kan alleen een verbetering zijn als het bestaande systeem, dat vanaf 2003 is opgebouwd, met *tekortkomingen* gepaard gaat die niet meer optreden zodra ondernemingen de *vrijheid* krijgen hun verslaglegging over corporate governance niet meer op de huidige code te baseren. Zulke tekortkomingen zouden gerelateerd kunnen zijn aan een gebrek aan maatwerk voor ondernemingen, wat bijvoorbeeld tot een 'afvinkbeleid' kan leiden, en aan een mogelijk gepercipieerd negatief signaal van uitleg van niet-toepassing van bepalingen. Om te komen tot een positief eindoordeel over dit alternatief zouden de mogelijke *voordelen* van meer vrijheid (meer maatwerk, minder risico op negatieve signaalwerking van uitleg) gepaard moeten gaan met *kleinere* nadelen, die samenhangen met de uiteindelijke veranderingen van het systeem.

De mogelijke nadelen zijn als volgt. Het vervallen van de wettelijke verankering kan het signaal afgeven dat de overheid transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur minder belangrijk vindt. Dit kan consequenties hebben voor de mate van informatievoorziening in het jaarverslag, en mogelijk ook voor het ondernemingsbestuur zelf. 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 aandacht vragen voor het corporate governance beleid van ondernemingen. Dit kan van invloed zijn op de relaties in de 'driehoek' en wederom op de informatievoorziening en het ondernemingsbestuur. 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.

Een kwantitatieve afweging van de voor- en nadelen is op basis van de huidige kennis niet mogelijk. We stellen twee dingen vast. Voor maatschappelijke wenselijkheid van dit alternatief is geen bewijsmateriaal gevonden. Eventuele imperfecties van het huidige stelsel zouden nader onderzocht kunnen worden, zeker omdat het sterke vermoeden bestaat dat deze beter op andere wijze worden aangepakt dan via het vervallen van de wettelijke verankering van de code.

### **Hypothetisch alternatief: naming, shaming, faming**

De maatschappelijke wenselijkheid van het introduceren van *naming* (het zo neutraal mogelijk publiceren van toepassing, uitleg en niet-naleving van codebepalingen op individueel bedrijfsniveau, voor alle beursgenoteerde ondernemingen) hangt 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. De kosten van het introduceren van *naming* hoeven niet hoog te zijn, maar vereisen wel een duidelijke interpretatie van wat als ‘voldoende’ uitleg wordt gezien, alsmede hoor en wederhoor met ondernemingen. Een mogelijk risico is dat met *naming* ook (onbedoeld) *shaming* (bijvoorbeeld via de publicatie door andere media) wordt binnengehaald.

*Shaming* is meer gericht op een reputatie-effect. Hoe groter het reputatie-effect, hoe groter de effectiviteit van *shaming*, maar *shaming* brengt ook risico's met zich mee: de effecten kunnen disproportioneel uitpakken. Bij *shaming* geldt nog meer dan bij *naming* dat een ondubbelzinnige en gedeelde interpretatie van wat voldoende uitleg is een vereiste is. Ook *faming* is gericht op een reputatie-effect. *Faming* lijkt met minder risico's gepaard te gaan dan *shaming*. Een mogelijk aandachtspunt is dat *faming* op basis van een totaalscore op naleving van de corporate governance code niet het hele verhaal vertelt over transparantie over en kwaliteit van ondernemingsbestuur.

*Naming* biedt *kansen* in termen van toegankelijke informatie en heeft mogelijk positieve effecten op corporate governance informatie in jaarverslagen en op het ondernemingsbestuur. Het gaat gepaard met meer inspanning en dus kosten ten opzichte van de huidige situatie (interpretatie van uitleg, hoor en wederhoor). Er is een risico op (onterechte) *shaming*. *Shaming* en *faming* leiden op zichzelf tot minder extra informatie ten opzichte van *naming*, maar hebben een groter reputatie-effect. Bij *shaming* is het risico op disproportionele effecten het meest aanwezig. Een nadere kwantificering van deze afwegingen is binnen dit onderzoek niet mogelijk.

Om de wenselijkheid van deze instrumenten – *naming*, *shaming* en *faming* specifiek gericht op naleving en toepassing van de corporate governance code – concreter in te schatten zou nader onderzoek kunnen worden gedaan onder aandeelhouders en andere belanghebbenden. Als de waarde voor deze partijen dan significant lijkt, zou kunnen worden onderzocht hoe de instrumenten zó zijn in te richten dat de risico's worden geminimaliseerd, met behoud van de positieve effecten op informatie en ondernemingsbestuur.

## Conclusies

### *Monitoring: behouden*

Op basis van dit onderzoek wordt geen reden gezien om het afschaffen van door de overheid gefinancierde en begeleide monitoring van naleving en toepassing van de corporate governance code als maatschappelijk wenselijk te beoordelen. Dat naleving en toepassing op dit moment op een hoog niveau liggen, geeft geen garanties voor de toekomst. Daarnaast zijn er ook nu nog bepalingen die minder goed worden nageleefd. Monitoring geeft beleidsinformatie aan overheid en parlement en informatie aan een breder publiek. Het houdt corporate governance op de agenda van beleidsmakers en beursgenoteerde ondernemingen en kan ad hoc beleid voorkomen. Het beperkte bedrag aan besparing geeft op basis van de bevindingen in dit onderzoek geen voldoende legitimatie tot het stopzetten van monitoring.

### *Wettelijke verankering: behouden*

Het afschaffen van de wettelijke verankering lijkt een tamelijk arbitraire oplossing voor *mogelijke* tekortkomingen van de huidige code. Het herbergt tegelijkertijd het risico dat afschaffing een signaal afgeeft dat corporate governance minder serieus hoeft te worden genomen. Beter lijkt het om gericht onderzoek te doen naar een eventuele behoefte aan maatwerk bij ondernemingen en de mate waarin hier met ‘comply or explain’ niet voldoende aan tegemoet wordt gekomen, en naar mogelijke verbetering van de informatievoorziening richting aandeelhouders en naar het vóórkomen van afvinkgedrag, de oorzaken ervan en de remedies daarvoor.

### *Naming, shaming en faming: meer onderzoek*

*Naming* vindt nu al plaats met betrekking tot bijvoorbeeld maatschappelijk verantwoord ondernemen bij de *Transparantiebenchmark* en in Portugal met betrekking tot toepassing van corporate governance aanbevelingen. Het publiceren van toepassing, uitleg en naleving van de bepalingen van de Nederlandse corporate governance code op individueel bedrijfsniveau zou leiden tot meer informatie over corporate governance voor met name (potentiële) aandeelhouders. Dit is een verbetering gezien de huidige drempels voor aandeelhouders om corporate governance van individuele ondernemingen in de praktijk te beoordelen, uiteraard mits aandeelhouders ook echt waarde hechten aan de gepubliceerde informatie. Zulke publicatie vereist wel meer inspanning van de monitoringcommissie en van ondernemingen. Ondernemingen worden misschien gestimuleerd om codebepalingen (nog) meer te gaan naleven. *Shaming* geeft minder extra informatie dan naming en via het risico op reputatieschade zowel een grotere impuls tot meer naleving als een risico op disproportionele effecten. *Faming* geeft ook minder extra informatie dan naming, heeft minder risico op disproportionele reputatieschade dan shaming, maar geeft tevens een minder grote impuls tot meer naleving. Om te beoordelen of naming, shaming of faming de voorkeur verdienen boven de huidige situatie, en zo ja in welke vorm, is meer onderzoek nodig naar het effect op de informatievoorziening, de waarde van informatie en het beheersen van risico's van boven-proportionele reputatieschade.

### *Tot slot*

De Nederlandse corporate governance code en de monitoring ervan dienen twee doelen: het bevorderen van *transparantie* over het gevoerde beleid met betrekking tot corporate governance door beursgenoteerde ondernemingen én het stellen van *normen* aan het ondernemingsbestuur. In het denken over de corporate governance code, de monitoring, de wettelijke verankering en mogelijke alternatieven kan het expliciet maken van deze twee doelen leiden tot een duidelijker zicht op argumenten en consequenties. Om met een voorbeeld af te sluiten: de keuze – of misschien: het evenwicht – tussen uitleg van afwijking van codebepalingen als *normbevestiging* of als

*informatiebron* raakt aan een essentiële vraag in hoeverre de code is bedoeld om aandeelhouders een instrument in handen te geven richting ondernemingen, of om via de overheid – in de vorm van de monitoringcommissie – los van de aandeelhouder ondernemingen te beïnvloeden.



## English Summary

The compliance of exchange-listed companies with the Dutch corporate governance code is generally high. This research takes three hypothetical changes to the current system as a starting point to investigate the question: is the Dutch system of regulating and monitoring corporate governance balanced in terms of costs and benefits?

### **Monitoring compliance**

Although compliance of companies with the code is generally high, this gives no guarantee for the future, and even now there are specific provisions of the code where compliance is relatively low. Monitoring compliance the way it is currently done – giving numbers aggregated over companies – provides government, parliament and the general with public information on trends in corporate governance. This monitoring keeps corporate governance on the agenda of policymakers and companies. It also helps to avoid ad hoc policymaking. Since stopping this monitoring of the compliance would imply only a limited amount of financial savings, there is no convincing case for not continuing monitoring of compliance with the Dutch corporate governance code.

### **Legal embedding of the corporate governance code**

The Dutch corporate governance code is currently embedded in the Dutch law. Abandoning this would provide more freedom for companies in reporting on corporate governance. This *could* give certain advantages: companies could become more motivated to provide relevant information on their corporate governance. Negative consequences, however, are to be expected. The existence of one code provides a clear structure. Without a code, or with many codes coexisting, understanding and assessing companies' corporate governance regimes may become harder. Aggregated monitoring of corporate governance will almost certainly become less complete. There is a risk of less information and lower compliance with provisions of the current code that are thought to be essential to good corporate governance.

Abandoning the legal embedding of the code seems a rather arbitrary response to possible points of improvement in the current code. It seems to make more sense to investigate such potential for improvement, e.g. concerning broadening the possibilities for tailoring for companies and improving the information content of corporate governance reporting for shareholders.

### **Naming, shaming and faming**

Providing publically information on compliance with provisions of the corporate governance code at the level of individual companies (instead of only aggregated across those companies) gives more easily accessible information on corporate governance, which is especially relevant to (potential) shareholders. This increases the efforts of the monitoring body and of the companies, certainly with respect to establishing which explanations to deviate from code provisions are considered valid. 'Naming' may provide additional stimulus for companies to comply with code provisions. 'Shaming' gives less information than naming and both a larger stimulus to comply as

well as a risk of disproportional effects on companies. 'Faming' also gives less information than naming, less risk of disproportional effects on companies relative to shaming, and less stimulus for increased compliance relative to shaming.

Deciding whether naming, shaming or faming provide net benefits requires additional research into the effects on information provision, the value of information, and mitigating risks of disproportional effects.



# 1 Inleiding

In Nederland is een corporate governance code van kracht, waarop monitoring plaatsvindt door een overheidsgefinancierde commissie. Deze code is in 2004 in werking getreden met een wettelijke verankering en is eind 2008 voor het laatst aangepast. Medio 2013 loopt de zittingstermijn af van de huidige monitoringcommissie. Het Ministerie van Economische Zaken (EZ) heeft dit moment aangegrepen om een analyse naar de kosten en baten van de code en de monitoring te laten uitvoeren. Dit rapport bevat de resultaten van deze analyse.

Corporate governance – ondernemingsbestuur – van beursgenoteerde ondernemingen wordt in dit onderzoek opgevat zoals het in de Nederlandse code is omschreven: het stelsel van verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Het onderzoek vergelijkt de huidige situatie met (hypothetische) alternatieve invullingen van het systeem. Dit betreft het beëindigen, van overheidswege, van de monitoring van de naleving van de code; het laten vervallen van de wettelijke verankering van de code; en het uitbreiden van de monitoring met additionele prikkel- of sanctiemiddelen, met name ‘naming’. Als onderdeel van de analyse is tevens een internationale vergelijking van regulering van corporate governance uitgevoerd. Het rapport geeft input voor de beantwoording van de vraag of er alternatieven zijn voor het huidige systeem die mogelijk meer kostenefficiënt en/of doeltreffend zijn.

In het onderzoek zijn verschillende analysemethoden gebruikt. Niet alleen is het Nederlandse systeem vergeleken met andere bestaande systemen in het buitenland, ook is voor de Nederlandse situatie in kaart gebracht hoe naleving en toepassing van de code zich hebben ontwikkeld. Er is een webenquête uitgezet onder de beursgenoteerde vennootschappen die de governance code dienen na te leven, gericht op rapportage en kosten, het belang van de code en mogelijke toekomstscenario's. Daarnaast zijn verdiepende interviews gehouden met betrokken partijen. Ten slotte is relevante literatuur onderzocht, zowel specifiek voor de Nederlandse situatie als meer algemeen met betrekking tot mogelijke effecten van zelfregulering en overheidsregulering en over transparantie en corporate governance.

Het perspectief dat in dit onderzoek is gehanteerd met betrekking tot kostenefficiëntie en doeltreffendheid is dat van de “maatschappelijke welvaart”. Dit betekent in beginsel dat het gaat om effecten voor de maatschappij als geheel, en niet alleen voor specifieke partijen. Ook gaat het niet alleen om effecten die gemakkelijk in monetaire termen worden gemeten (zoals kosten in euro's), maar om alle relevante effecten. De vraag is wat elk hypothetisch alternatief voor het huidige systeem voor verandering teweegbrengt in het gedrag van betrokken partijen (zoals aandeelhouders en het bestuur van ondernemingen), wat het belang is van dat veranderde gedrag en hoe zich dat verhoudt tot de maatschappij als geheel.

Dit rapport valt uiteen in twee samenhangende delen. Het eerste deel fungeert als achtergrond en als voorbereiding op de analyses met betrekking tot hypothetische alternatieven. Het tweede deel bevat die analyses en de uiteindelijke bevindingen van dit onderzoek.

*Leeswijzer*

Het eerste deel start in Hoofdstuk 2 met de opzet en theoretische achtergrond van dit onderzoek. De opzet bestaat uit het definiëren van alternatieven voor de huidige situatie en de wijze waarop effecten daarvan worden uitgewerkt. Daarbij is het denkkader van de Maatschappelijke Kosten-Batenanalyse gehanteerd. De theoretische achtergrond bestaat in essentie uit een gecompliceerd principaal-agentmodel.

Hoofdstuk 3 duikt de meetbare materie in en presenteert in grote lijnen wat bekend is over de mate van naleving en toepassing van de Nederlandse corporate governance code. Hoofdstuk 4 sluit aan met de landenvergelijking: de vergelijking van regulering van corporate governance in verschillende landen.

Het tweede deel gaat per hoofdstuk in op de gedefinieerde alternatieven en de verwachte effecten op kostenefficiëntie en doeltreffendheid. Hoofdstuk 5 doet dat voor de monitoring, Hoofdstuk 6 voor de wettelijke verankering en Hoofdstuk 7 voor prikkels en sancties, met name 'naming'. Hoofdstuk 8 vat de inzichten samen.

## 2 Onderzoekscontext en denkkader

### 2.1 Hypothetische alternatieven

#### 2.1.1 De huidige situatie in het kort

Dit onderzoek start vanuit de huidige Nederlandse situatie met betrekking tot (zelf-)regulering van corporate governance (ondernemingsbestuur) en de monitoring daarvan. In het kort bestaat het systeem uit de volgende specifieke elementen.

#### **De Nederlandse corporate governance code**

In Nederland bestaat een corporate governance code die van toepassing is op Nederlandse beursvennootschappen. Deze code is opgesteld in december 2003 door de commissie corporate governance, op verzoek van Euronext Amsterdam, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging van Effectenbezitters, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging VNO-NCW en op uitnodiging van de ministers van Financiën en Economische Zaken (Staatscourant, 27 december 2004, nr. 250). De code is in december 2008 aangepast door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code op verzoek van dezelfde partijen (waarbij de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen is opgevolgd door Eumedion), plus CNV en FNV, ondersteund door het kabinet.<sup>1</sup> Gezien het gecombineerde initiatief is er sprake van een code met zowel publieke als private elementen: de code is noch volledig privaat (geen 'pure' zelfregulering), maar is ook niet volledig vervat in wetten (niet puur een publieke aangelegenheid).

#### **De wettelijke verankering: verplichting tot mededeling**

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 (nv) 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 (rvc), en bij niet-toepassing daarvan gemotiveerd opgave doet.<sup>2</sup>

#### **De monitoringcommissie**

Er bestaat een onafhankelijke Monitoring Commissie Corporate Governance Code ingesteld door het kabinet, die tot taak heeft de actualiteit en bruikbaarheid van de code te bevorderen, onder meer door de naleving te inventariseren, zich op de hoogte stellen van internationale

---

<sup>1</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code: De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, december 2008, in werking per 1 januari 2009.

<sup>2</sup> Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Staatsblad 2004 747.

ontwikkelingen en leemtes of onduidelijkheden te signaleren<sup>3</sup>. Er is sprake van een commissie met zowel publieke als private elementen: de commissie is ingesteld en gefinancierd door het kabinet en kent een ambtelijk secretariaat, maar opereert onafhankelijk en met private leden.

### 2.1.2 Regulering van corporate governance langs twee dimensies

Als hulpmiddel bij het denken over alternatieven en het vergelijken van het Nederlandse systeem met systemen in andere landen<sup>4</sup>, wordt gebruikgemaakt van een overzichtstabel die de invulling van regulering van corporate governance samenvat. De tabel bestaat uit twee dimensies. De eerste dimensie bevat de (mogelijke) elementen van regulering van corporate governance, te weten:

- regulering van ondernemingsbestuur,
- monitoring,
- supervisie met sanctiemogelijkheid.

De tweede dimensie bevat de wijze waarop dit gebeurt:

- niet,
- zelfregulering (door private partijen),
- overheidsregulering (publiek),
- een mengvorm van publiek-privaat.

Het Nederlandse systeem wordt samengevat in Tabel 2.1.

**Tabel 2.1** Het Nederlandse systeem van regulering van corporate governance in twee dimensies

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

In Nederland bestaat een corporate governance code als gedragscode, naast wetten die specifieke zaken met betrekking tot ondernemingsbestuur regelen. De code is een initiatief van private en publieke partijen en is wettelijk verankerd. Vandaar dat de regulering van ondernemingsbestuur als “publiek-privaat” is gekenschetst. Deze code wordt gemonitord en wel door een commissie die eveneens als “publiek-privaat” is te zien (zie subparagraaf 2.1.1). Blijft over de supervisie. Hier is in de tabel een “nee” ingevuld. Dit omdat er noch een private, noch een publieke partij echt een afdwingbare sanctie specifiek met betrekking tot de (naleving en toepassing van de) corporate governance code oplegt. De monitoringcommissie noemt bedrijven niet bij naam en partijen zoals accountants en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) richten zich niet specifiek op

<sup>3</sup> Besluit van 6 december 2004, Staatscourant nr. 241, 14 december 2004. De commissie heeft niet de bevoegdheid zelfstandig codevoorschriften aan te passen, maar kan wel haar visie geven bij onduidelijkheid over codevoorschriften, als richtsnoer voor beursgenoteerde vennootschappen en hun aandeelhouders (toelichting op artikel 5).

<sup>4</sup> Zie verder paragraaf 4.1.

corporate governance. Het Nederlandse systeem is, kortom, een gemengd systeem met private (zelf-)reguleringselementen en publieke elementen, zonder een duidelijk sanctionerend element.

Bovenstaande indeling is niet bedoeld om in absolute of volledige zin de regulering met betrekking tot ondernemingsbestuur te karakteriseren. Het doel is een beknopt en overzichtelijk handvat te bieden om verschillende systemen met elkaar te vergelijken.

### 2.1.3 Drie hypothetische alternatieven

Dit onderzoek analyseert een drietal alternatieven ten opzichte van de huidige situatie.

#### Alternatief 1: beëindiging van de door de overheid ingestelde monitoringcommissie

Dit alternatief houdt in dat de door de overheid ingestelde monitoringcommissie niet wordt voortgezet<sup>5,6</sup>. De taken die de commissie gebruikelijk uitvoert komen daarmee te vervallen, zoals het inventariseren van de wijze waarop en de mate waarin de code wordt nageleefd en het jaarlijks verslag doen van de bevindingen, met commentaar op het gebruik van de code en de toereikendheid ervan.

Met betrekking tot de commissie zijn vervolgens twee ‘scenario’s’ denkbaar: een soortgelijke commissie wordt door private partijen in het leven geroepen of zo’n commissie komt niet meer tot stand. Strikt genomen zijn dit effecten, namelijk mogelijke effecten van het beëindigen van de commissie door de overheid.

Bij alternatief 1 wordt ervan uitgegaan dat de overheid zich terugtrekt uit de monitoringcommissie, maar verder wel ondersteuning blijft bieden aan actualisering van de governance code.

Tabel 2.2 vat de verandering samen.

Tabel 2.2 Alternatief 1: beëindiging monitoringcommissie

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
Regulering ondernemingsbestuur			X	
Monitoring	X	X		
Supervisie	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>5</sup> De wettelijke verankering blijft bestaan in alternatief 1, het loslaten van die verankering is het onderwerp van alternatief 2.

<sup>6</sup> Praktisch gezien houdt dit alternatief in dat aan het eind van een commissieperiode geen nieuwe commissie wordt benoemd. Door het rapport heen wordt dit stopzetten, beëindigen enz. van monitoring of de monitoringcommissie genoemd.

### **Alternatief 2: loslaten van de wettelijke verankering**

In dit alternatief vervalt de wettelijke verankering<sup>7</sup>. Momenteel bestaat de wettelijke plicht om in het jaarverslag mededeling te doen over de toepassing van de principes en de best practice bepalingen van de code, en om bij niet-toepassing daarvan gemotiveerd opgave te doen.

Het vervallen van deze verankering zou inhouden dat de wettelijke plicht tot mededeling *ten aanzien van de code* vervalt. 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).<sup>8</sup> 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.

Gegeven genoemde richtlijnen is alternatief 2 dan ook alleen mogelijk indien in plaats van de huidige wettelijke verankering van de code in een of andere (wettelijke) vorm wordt vastgelegd dat in het jaarverslag alle relevante informatie wordt opgenomen over corporate governance praktijken die worden toegepast (naast de nationale wettelijke vereisten).

Het vervallen van de wettelijke verankering wordt hiermee een alternatief waarin een plicht tot mededeling blijft bestaan, maar beursgenoteerde ondernemingen niet naar de huidige code hoeven te verwijzen. Dit lijkt op de regulering van corporate governance zoals in Frankrijk en Italië (zie Hoofdstuk 4). Als onderdeel van dit alternatief wordt verondersteld dat dit gepaard gaat met de beëindiging van de monitoringcommissie (zoals hierboven bij alternatief 1). Net als in alternatief 1 is de vraag of er een volledig privaat initiatief tot monitoring van de grond komt. Daarbij komt de vraag wat er dan gemonitord gaat worden, aangezien rapporteren over de code niet meer verplicht is.

Als onderdeel van dit alternatief wordt verder verondersteld dat de overheid zich passief opstelt ten opzichte van de corporate governance code, in lijn met het vervallen van de wettelijk verankering daarvan. De vraag is dan in hoeverre actualisering van die code door private partijen wordt opgepakt. Een extreme variant is dat de code door gebrek aan initiatief langzaam verdwijnt.

Tegelijkertijd blijft er een plicht tot mededeling in het jaarverslag over corporate governance bestaan. In dit alternatief wordt uitgegaan van een minimale invulling die aan de eisen van de Europese richtlijnen voldoet.

Het moge duidelijk zijn dat de regulering van ondernemingsbestuur in dit alternatief minder publiek wordt. In de samenvattende Tabel 2.3 wordt dit zelfs gekarakteriseerd als het verdwijnen van het publieke element uit de regulering van ondernemingsbestuur. Letterlijk genomen klopt dit niet, omdat er in wetten altijd iets is vastgelegd dat ondernemingsbestuur betreft, en de eis tot mededeling over corporate governance in het jaarverslag kan – zonder verdere code – effect

---

<sup>7</sup> Door middel van intrekking van het betreffende aanwijzingsbesluit.

<sup>8</sup> Deze richtlijn komt overigens van na de wettelijke verankering in Nederland. Zie verder Hoofdstuk 4.

hebben op het ondernemingsbestuur. De karakterisering is echter op te vatten als het verdwijnen van systematische publieke beïnvloeding van specifiek het ondernemingsbestuur.

**Tabel 2.3. Alternatief 2: beëindiging monitoringcommissie en loslaten wettelijke verankering code**

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>	X	X		
<b>Monitoring</b>	X	X		
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

**Alternatief 3: introductie van prikkel- en sanctiemechanismen**

Waar de voorgaande twee alternatieven een beperktere rol van de overheid ten opzichte van de huidige situatie inhouden, betekent dit alternatief een uitbreiding van die rol. De wijze van invulling van prikkel- of sanctiemechanismen (welke, wanneer toegepast, door wie) bepaalt voor een belangrijk deel welk effect hiervan kan uitgaan. Dit onderzoek beperkt zich tot sanctionering of beloning met betrekking tot naleving van de code, ofwel tot “pas toe, of leg uit”. De sanctionering of beloning is daarmee in de eerste plaats gericht op het bevorderen van transparantie, maar kan daardoor ook van invloed zijn op naleving en toepassing.

In de analyse wordt toegelicht toe welke mechanismen denkbaar zijn en wordt er specifiek gekeken naar het openbaar maken van individuele naleving (naming, naming&shaming, naming&faming). Hierbij past overigens het aandachtspunt dat – vooral vanwege de leg-uitmogelijkheid – sanctionering of beloning niet triviaal is. De introductie van sanctie- of prikkelmechanismen vraagt daarbij mogelijk om een scherpere formulering van wat onder “mededeling” of “uitleg” wordt verstaan.

Tabel 2.4 vat weer samen.

**Tabel 2.4 Alternatief 3: sancties en prikkels**

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>			X	X

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

## 2.2 Invalshoek: het perspectief van maatschappelijke welvaart

Bij het inschatten van de effecten van de paragraaf 2.1 geformuleerde alternatieven wordt uitgegaan van het effect op de maatschappelijke welvaart. In feite wordt gebruikgemaakt van het *denkkader* van de Maatschappelijke Kosten-Batenanalyse (MKBA). Een MKBA is een beleidsevaluatie-instrument met wortels in de economische welvaartstheorie. Doelstelling is het in

beeld brengen van alle gevolgen van een beleidswijziging: de ermee gepaard gaande kosten, de positieve effecten en de negatieve effecten. Het streven bij een MKBA is om al deze effecten in één eenheid uit te drukken, namelijk geld (“monetarisering”). Waar dit niet lukt, wordt een effect in zijn eigen meeteenheid uitgedrukt (“kwantificering”), en als ook dat niet mogelijk is, blijft een kwalitatieve inschatting over.

In dit onderzoek zijn geen daadwerkelijke MKBA’s uitgevoerd. Dit omdat op voorhand niet wordt verwacht dat de meeste effecten in geld of zelfs in andere kwantitatieve termen kunnen worden uitgedrukt. Het *perspectief* van een MKBA biedt evenwel een heldere structuur in termen van kosten, positieve en negatieve effecten, alternatieven en actoren.

Het MKBA-kader gaat uit van een bredere waardering van maatschappelijke effecten, dus niet alleen financiële effecten of effecten voor vennootschappen of aandeelhouders. De stappen in een MKBA betreffen, in het kort, de probleemstelling, de identificatie van alternatieven (voor de huidige situatie), het inschatten van de kosten van een beleidswijziging, het op een rij zetten en indelen van mogelijke effecten (en bijbehorende actoren), het vaststellen van de omvang van (positieve en negatieve) effecten, het inschatten van de waarde (weging) van die effecten en het presenteren van het resulterende totaalplaatje aan kosten en effecten voor verschillende actoren. In deze paragraaf wordt toegelicht wat deze stappen betekenen voor de analyse van kosten en baten van de governance code en monitoring.

### **Probleemstelling**

De probleemstelling in dit onderzoek betreft de vraag of het huidige systeem van de governance code en de monitoring ervan maatschappelijk het meest gewenste systeem is, of dat er alternatieven zijn die meer kostenefficiënt en/of meer doeltreffend zijn.

### **Alternatieven**

De alternatieven voor de huidige situatie zijn beschreven in paragraaf 2.1: geen monitoring van de naleving door de overheid (nu: wel), een code zonder wettelijke verankering (nu: wel) en uitbreiding met prikkel- en sanctiemogelijkheden, met name ‘naming’ (nu: niet). Kosten en effecten worden bekeken ten opzichte van de werking van het vigerende systeem.

### **Kosten van beleidswijziging**

Dit betreft de kosten van het wijzigen en toepassen van beleid zelf, bijvoorbeeld de kosten van monitoring: een besparing voor de overheid indien er niet meer zou worden gemonitord.

### **Inventarisatie van effecten**

Deze stap betreft het in kaart brengen van alle *mogelijke* effecten van beleidswijzigingen die volgen uit de alternatieven. In het MKBA-kader wordt op twee zaken heel goed gelet: worden er geen effecten vergeten; en worden er geen effecten dubbel geteld?

Voor de bepaling van het maatschappelijke belang van naleving en toepassing van de governance code is het van belang om de vraag te stellen bij wie een effect terecht komt. Bij vraagstukken van



corporate governance draait het in de eerste plaats om de relatie tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen (zie paragraaf 2.3). Bij aandeelhouders kan speciaal worden gekeken naar de rol en positie van minderheidsaandeelhouders en van institutionele beleggers. Als het gaat om de invloed van wijzigingen op het gedrag van bestuur, commissarissen en aandeelhouders is de vervolgvraag wie de (positieve en negatieve) gevolgen van dat gedrag ervaren. Dit kunnen bestuur, commissarissen en aandeelhouders zelf zijn, maar ook andere partijen. Denk aan de werknemers van de vennootschap, toeleveranciers, afnemers, verschaffers van vreemd vermogen, de zakelijke dienstverlening (zoals accountants en fiscalisten), consumenten en de overheid.

### **Omvang en weging van effecten**

Het in kaart brengen van *mogelijke* effecten is uiteraard niet genoeg. Vervolgvraag is of effecten inderdaad optreden, en of bekend is hoe groot deze effecten dan zijn. Het gaat hier om het *causale* effect van een beleidswijziging. Inschatten van effecten kan op verschillende manieren, bijvoorbeeld op basis van theoretische en modelmatige inzichten, op basis van reeds uitgevoerd onderzoek en op basis van interviews en/of enquêtes. Omdat ongelijksoortige effecten niet zomaar met elkaar kunnen worden vergeleken, gebruikt een MKBA een grootheid waar verschillende effecten in kunnen worden uitgedrukt en die worden geacht de maatschappelijke waardering te reflecteren, namelijk “euro’s”. Zoals gesteld leent de onderzoeksvraag zich evenwel niet voor een volledige berekening en monetarisering van effecten. Voor effecten waar de omvang en/of waarde niet zomaar kan worden aangegeven is het wenselijk om toch tot een inschatting ervan te komen. Hiervoor wordt de al eerder genoemde combinatie van onderzoeksmethoden gebruikt.

### **Overzicht**

Het doel van de analyse is een inschatting van de kosten en positieve en negatieve effecten van alternatieven voor de huidige Nederlandse governance code en monitoring: het beëindigen van de monitoring van overheidswege, het afschaffen van de wettelijke verplichting tot verslaglegging, en het introduceren van prikkels of sancties. Een verlaging van de kosten betekent: meer kostenefficiëntie; een verhoging: minder kostenefficiëntie. Positieve effecten houdt in: meer doeltreffendheid; negatieve effecten: minder doeltreffendheid. Per alternatief wordt zo inzichtelijk wat de mogelijke gevolgen zijn. In het verlengde hiervan kan naar de rol van de overheid worden gekeken. De verschillende manieren waarop de overheid haar rol kan vervullen, worden immers weergegeven in de alternatieven voor het huidige systeem.

## **2.3 Corporate governance**

Deze paragraaf beschrijft enkele belangrijke elementen in het complexe vraagstuk van corporate governance, als achtergrond voor de beantwoording van de onderzoeksvragen. Subparagraaf 2.3.1 gaat in op de Nederlandse ‘corporate governance driehoek’, te weten de relatie tussen aandeelhouders, commissarissen en bestuur van beursgenoteerde ondernemingen, en legt daarbij het verband met de principaal-agent-theorie. Subparagraaf 2.3.2 besteedt aandacht aan de meting van effecten in het onderzoek en de relatie met de rol van de overheid.

### 2.3.1 De corporate governance driehoek

Een goede corporate governance zorgt voor duidelijkheid over de (verdeling van) zeggenschap en controle in een bedrijf, zodat de bedrijfsdoelstellingen centraal staan in beslissingen en activiteiten. Als dat niet gebeurt zullen de diverse belanghebbenden hun eigen doelstellingen proberen te realiseren.<sup>9</sup> Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, waar dit rapport zich op concentreert, gaat corporate governance in grote mate over de driehoeksrelatie tussen aandeelhouders, raad van bestuur en raad van commissarissen.

Voor natuurlijke personen is het invullen van de governance relatief eenvoudig, met als uiterste de zzp'er: eigendom, zeggenschap en uitvoering liggen in één hand. Bij rechtspersonen, en met name bij grotere rechtspersonen, wordt dit vraagstuk complexer en daardoor relevanter. In de literatuur wordt daarom veel aandacht geschonken aan de governance-instrumenten binnen bedrijven met een aandeelhoudersstructuur. Centraal staat meestal de scheiding tussen eigendom en management die de meeste beursgenoteerde bedrijven kenmerkt.<sup>10</sup> Hoewel aandeelhouders de uiteindelijke zeggenschap hebben, delegeren zij de (dagelijkse) leiding aan het bestuur. Het gedrag van het bestuur (de 'agent') moet dan wel in lijn gebracht worden met de doelstelling van de eigenaars (de 'principaal'): maximalisatie van aandeelhouderswaarde. Het is echter onmogelijk om via contracten het ideale gedrag af te dwingen. Daarom zullen aandeelhouders monitoringkosten moeten maken om de beslissingen en acties van het bestuur te controleren. De managers zullen ook kosten maken, zogenaamde *bonding*-kosten, om de principaal te overtuigen van hun inspanningen. Denk hierbij aan het publiceren van een jaarverslag. De kosten van de bonding worden gedragen door de aandeelhouders. Indien monitoring en bonding niet het agent-principaalprobleem oplossen, kunnen residuele kosten ontstaan, zoals suboptimale besluitvorming.

#### Box 2.1 Principaal-agent-theorie en corporate governance

In de neoklassieke theorie wordt de nadruk gelegd op 'de markt', en wordt 'het bedrijf' als een gegeven beschouwd. Daarbij wordt aangenomen dat de eigenaar volledig wordt gedreven door waardemaximalisatie en dat alles binnen het bedrijf gericht is op deze doelstelling. In de naoorlogse literatuur is er, in aanvulling op de neoklassieke theorie, meer aandacht gekomen voor de werking van het bedrijf zelf.<sup>11,12</sup> Hierin staan individuele beslissingen centraal en de kosten om afspraken te maken en de naleving daarvan te monitoren.<sup>13</sup> Jensen en Meckling (1976) concluderen dat "[t]he firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a

<sup>9</sup> Dit geldt des te meer als er meerdere eigenaars zijn, als er een scheiding is tussen eigendom en management of als andere of meerdere belangen spelen dan de eenduidige doelstelling van winstmaximalisatie. De noodzaak tot een heldere corporate governance neemt dus toe met de grootte van een bedrijf, het aantal en typen eigenaars en het aantal doelstellingen.

<sup>10</sup> De reden voor de scheiding is dat er veel (veelal) kleine aandeelhouders zijn, voor wie het lastig is om de dagelijkse leiding te voeren. Maar ook bij een BV, waar het aantal aandeelhouders meestal minder groot is, kan er een scheiding bestaan tussen eigendom en management. De reden hiervoor kan erin liggen dat een investeerder zich niet wil of kan bezighouden met de dagelijkse leiding.

<sup>11</sup> In Furubotn et al. (1972) wordt een inzichtelijk overzicht gegeven van de literatuur tot begin jaren '70. In de jaren daarna leverden onder anderen Jensen et al. (1976), Klein et al. (1978), Demsetz (1983), Hansmann, (1988) en Putterman (1993) bijdragen.

<sup>12</sup> Over het algemeen is het niet de doelstelling van deze literatuur om de neoliberale theorie te vervangen. In het bereiken van haar doelstelling, het verklaren van de allocatie van productiemiddelen en van producten over consumenten, wordt de theorie algemeen als geslaagd beschouwd.

<sup>13</sup> Een belangrijk verschil met de neoklassieke theorie is verder dat transactiekosten groter zijn dan 0.

complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may “represent” other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations.”

Het recht op controle en het recht op residuele inkomsten (‘residual earnings’) zouden bij verschillende partijen kunnen liggen. Het ligt echter voor de hand dat de partij die recht heeft op de winst ook het recht op controle wil hebben om de waarde te maximaleren. De eigenaar van een bedrijf heeft daarom in beginsel zowel het recht op controle als het recht op residuele inkomsten.<sup>14</sup> Hoewel hier tussen partijen afspraken over gemaakt kunnen worden, gaat het vastleggen van alle mogelijke situaties die zich in de toekomst mogelijk kunnen voordoen, en hoe de partijen daarbinnen moeten optreden, gepaard met hoge transactiekosten.

Meer specifiek wordt in de principaal-agent-theorie het uitgangspunt uit de neoklassieke theorie, dat alle partijen binnen een bedrijf zich voegen naar de doelstelling van de eigenaar, overboord gezet.<sup>15</sup> De ‘agenten’, bijvoorbeeld de manager of werknemers, hebben veelal andere doelen dan de ‘principaal’, de eigenaar. Zij zullen zich bij hun inspanningen niet altijd laten leiden door de doelstelling van de eigenaar. De moeilijkheid hierbij is verder dat de agenten meer weten over hun eigen voorkeuren en inspanningen dan de principaal – er is sprake van asymmetrische informatie. In theorie zouden afdwingbare contracten kunnen worden gesloten, waarbij de doelstelling van de agenten bijvoorbeeld via ‘prikkel’-structuren in lijn wordt gebracht met de doelstelling van de principaal. In de praktijk is het echter te kostbaar om voor alle toekomstige scenario’s vast te leggen hoe agenten zich moeten gedragen uit hoofde van de doelstelling van de principaal (transactiekosten). De combinatie van uiteenlopende doelstellingen, asymmetrische informatie en de onmogelijkheid tot volledige contracten vraagt om een oplossing in de vorm van corporate governance (ondernemingsbestuur).<sup>16</sup> Governance is nodig voor een eigenaar om zijn zeggenschap om te zetten in het behalen van de gedefinieerde doelstelling(en). Hierdoor bepaalt de kwaliteit van corporate governance mede het succes waarmee, en tegen welke kosten, eigen vermogen kan worden opgehaald.<sup>17</sup>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, zie in de box genoemde voetnoten.

Bijkomend probleem is dat er, in het geval van zeer veel eigenaars, *free-rider* gedrag kan ontstaan bij het monitoren van het bestuur. Inspanningen door andere aandeelhouders maken eigen inspanningen overbodig, waardoor er onvoldoende monitoringactiviteiten plaatsvinden. Hierdoor wordt bij beursgenoteerde bedrijven een deel van de controle op het management gedelegeerd aan de raad van commissarissen.

In de Nederlandse situatie is er traditioneel een belangrijke rol voor de raad van commissarissen. Deze raad is in *agency*-termen een orgaan dat de belangen van aandeelhouders behartigt door de managers te monitoren, maar in de Nederlandse praktijk is de taakopdracht van de raad breder geformuleerd, namelijk in termen van ondernemingsbelang. Deze structuur garandeert echter ook

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld Putterman, L. (1993).

<sup>15</sup> Jensen en Meckling worden over het algemeen gezien als eersten die de *agency theory* koppelden aan de *theory of the firm* (M. C. Jensen, W. H. Meckling, 1976). Zie bijvoorbeeld Hart (1995) voor een koppeling van *agency theory* aan corporate governance. Voor meer informatie over het ontstaan van de *agency theory*, zie bijvoorbeeld Mitnick (2012).

<sup>16</sup> Hart (1995) verwoordt dit als volgt: “Corporate governance issues arise in an organisation whenever two conditions are present. First there is an agency problem, or conflict of interest, involving members of the organisation - these might be owners, managers, workers or consumers. Second, transaction costs are such that this agency problem cannot be dealt with through a contract.”

<sup>17</sup> Overigens geldt een gelijksoortige redenering voor vreemd vermogen.

geen optimale monitoring. Zo heeft een commissaris niet altijd (financieel) baat bij goede prestaties van een bedrijf. Daarnaast staan commissarissen niet altijd dicht genoeg op de dagelijkse gang van zaken van een bedrijf, bijvoorbeeld omdat zij elders ook nog functies vervullen.

In aanvulling op de meer ‘traditionele’ corporate governance driehoek, geldt met name in continentaal Europa een aanvullend vraagstuk. Waar het eigendom van (beursgenoteerde) bedrijven in de VS en VK veelal verspreid is over een groot aantal (kleine) aandeelhouders, hebben bedrijven in continentaal Europa in de regel een dominante aandeelhouder naast een groep kleinere (minderheids)aandeelhouders.<sup>18,19</sup> Hierbij liggen de belangen van beide partijen niet altijd op één lijn en kan de dominante aandeelhouder haar belangen opleggen ten koste van de laatstgenoemde groep.

In beginsel kunnen dominante aandeelhouders meer druk zetten op het management om de aandeelhoudersbelangen te behartigen, wat governance ten goede komt.<sup>20</sup> Tegelijkertijd bestaan er minder mogelijkheden om de dominante aandeelhouder te ‘disciplineren’ in het bredere belang van alle eigenaars – bijvoorbeeld via het wegstemmen van de raad van commissarissen door aandeelhouders of vijandige overnames. Dit komt de governance juist niet ten goede. In deze benadering van het principaal-agentvraagstuk staat een bredere groep van ‘insiders’ centraal, bestaande uit het bestuur en de dominante aandeelhouder. Corporate governance is nodig om de ‘outsiders’ (de minderheidsaandeelhouders) te beschermen tegen de ‘insiders’, waarbij niet alleen de scheiding tussen eigendom en management een rol speelt maar ook de verschillen in belangen tussen de dominante aandeelhouder en de overige aandeelhouders.<sup>21</sup>

In Box 2.2 wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste actoren in de *governance* van vennootschappen. Uit het voorgaande blijkt dat de oplossing van het oorspronkelijke vraagstuk, dat voortkomt uit uiteenlopende belangen, asymmetrische informatie en de onmogelijkheid tot volledige contracten, meerdere dimensies kent, waar monitoring, monitoringkosten, free riding, (imperfecte) delegatie van monitoring en een heterogene groep aandeelhouders (dominant versus minderheid) een rol spelen. Het onderhavige onderzoek beweegt zich in dit complexe speelveld.<sup>22</sup>

<sup>18</sup> Met dominante aandeelhouder wordt hier bedoeld op aandeelhouders die een controlerende stem hebben, los van hun recht op de vruchten van de onderneming. In veel gevallen betreft het families die de controle over een bedrijf in handen hebben. Dit kan via eigendom van het merendeel van de aandelen, maar ook via bijvoorbeeld aandelen met specifieke controlerechten.

<sup>19</sup> Meer dan 90 procent van de fondsen in Nederland kent een grootaandeelhouder (Van der Elst, De Jong e.a., 2007).

<sup>20</sup> Overigens vallen die twee groepen soms samen, als de dominante aandeelhouder (een deel van) het bestuur levert.

<sup>21</sup> Voor een diepgaande analyse van de achtergrond en gevolgen van dominante aandeelhouders, zie bijvoorbeeld R. Morck et al. (2005). Voor een nadere analyse van de agency problematiek in continentaal Europa als gevolg van dominante aandeelhouders, zie bijvoorbeeld Enriques en Volpin (2007).

<sup>22</sup> In dit speelveld is de agency-theorie het dominante (economische) denkkader en behulpzaam in het in economische termen uitdrukken van kosten en baten van governance-structuren. Het is relevant te bemerken dat andere theoretische modellen verklaringen bieden voor governance-structuren, maar minder geëquipeerd zijn deze in kosten en baten te definiëren.

**Box 2.2** Belangrijkste actoren in de governance van beursgenoteerde nv's

*Aandeelhouders*: aandeelhouders zijn de eigenaars van een bedrijf met het recht op de overwaarde, *residual earnings*, en het recht op controle. Het recht op controle wordt deels gedelegeerd aan anderen en deels uitgevoerd via de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA, zie onder). In de AVA wordt ook beslist welk deel van de *residual earnings* daadwerkelijk aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd.

*Bestuur* (ook wel directie of Raad van Bestuur): het bestuur vertegenwoordigt het bedrijf en neemt, binnen vastgestelde bevoegdheden, beslissingen en legt hierover verantwoording af aan de aandeelhouders in de AVA.

*Raad van Commissarissen (RvC)*: de RvC houdt toezicht op het beleid van het bestuur en staat deze met raad en advies terzijde. Een RvC is niet verplicht, behalve bij een structuurvennootschap (zie onder).

*Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA)*: de AVA bezit, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheden die niet toekomen aan anderen. Meer specifiek heeft de AVA bijvoorbeeld de bevoegdheid om het bestuur en de RvC te benoemen en te ontslaan (niet bij structuurvennootschappen, zie onder) en de statuten te wijzigen.

*Ondernemingsraad (OR)*: een OR is verplicht indien een bedrijf meer dan 50 werknemers in dienst heeft en bestaat uit gekozen werknemersleden. De OR kan gezien worden als overlegorgaan tussen de werkgever en werknemers, maar heeft daarbij wel wettelijk vastgestelde rechten. Belangrijke rechten zijn het adviesrecht, waarbij advies wordt uitgebracht over specifieke, voorgenomen beslissingen, en het beroepsrecht. Bij dit laatste kan de OR, binnen bepaalde voorwaarden, bij de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam beroep instellen tegen een besluit van de ondernemer.

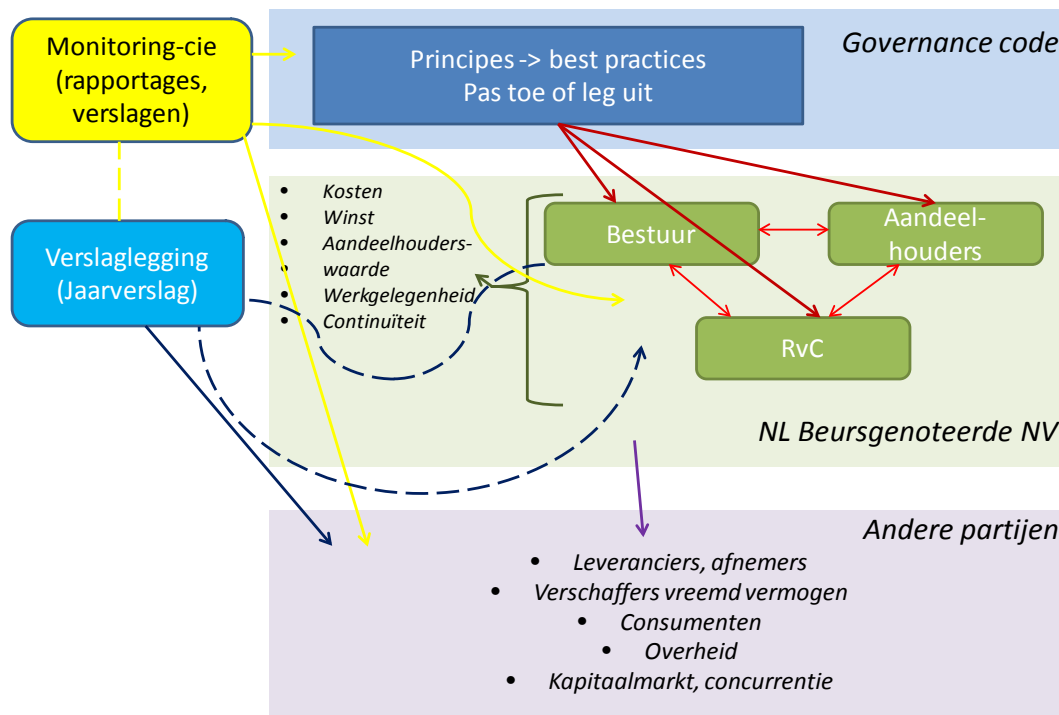
Voor relatief grote vennootschappen gelden specifieke regels. Of een vennootschap een zogenaamde 'structuurvennootschap' is, hangt af van de grootte van het eigen vermogen en het aantal werknemers dat in dienst is. De afwijkende regels zijn er op gericht om grotere vennootschappen slagvaardig te houden. Het grote aantal aandeelhouders kan hierin een beletsel zijn, wat leidt tot hoge monitoringkosten. Concreet is dit geregeld via het wettelijk vastleggen van een grotere invloed van de RvC, bijvoorbeeld op het gebied van benoemen en ontslaan van het bestuur. Mede onder invloed van de Corporate Governance Code zijn de rechten van de AVA (en OR) in 2004 wel versterkt ten koste van de RvC en het bestuur omdat de invloed van de laatste twee als te sterk werd beschouwd. Onder het nieuwe stelsel worden nieuwe commissarissen bijvoorbeeld niet meer benoemd door de RvC maar door de AVA. Daarnaast kan het bestuur hierin niet langer aanbevelingen doen en heeft de OR een sterker aanbevelingsrecht gekregen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

### 2.3.2 Effecten en de rol van de overheid

De werking van het systeem van governance code en monitoring wordt geïllustreerd in Figuur 2.1

Figuur 2.1 Werking van het Nederlandse stelsel van governance code en monitoring



Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Bovenaan rechts in de figuur, in blauw, staat de *governance code* met bijbehorende principes en best practice bepalingen, waar het “pas toe of leg uit”-principe van belang is voor o.a. de verslaglegging van beursgenoteerde ondernemingen. Daaronder staat, in groen, *de Nederlandse beursgenoteerde nv* die zich aan de code dient te houden. De driehoek bestuur – aandeelhouders – rvc staat daarbij centraal. De *governance code* beïnvloedt de relaties in deze driehoek, het gedrag van deze partijen en daarmee ook grootheden die de onderneming betreffen zoals kosten, winst en werkgelegenheid. Het bestuur is verantwoordelijk voor *de verslaglegging*, waaronder het jaarverslag. De *monitoringcommissie* neemt de verslaglegging weer als basis voor de rapportages. Onderaan, in paars, staan de andere partijen die worden beïnvloed.<sup>23</sup>

Veranderingen in het systeem van corporate governance code en monitoring (bovenaan) kunnen consequenties hebben voor het *gedrag* van bestuur, aandeelhouders en rvc (het ondernemingsbeleid). De *transparantie* (de informatie) over het ondernemingsbeleid kan eveneens worden beïnvloed via onder meer het jaarverslag. De eerste vraag om te stellen is dus welke (mogelijke) consequenties veranderingen in het systeem hebben voor het gedrag van ‘de driehoek’ (het ondernemingsbeleid) en voor de transparantie daarover (informatie in het

<sup>23</sup> De informatievoorziening van een vennootschap kan uiteindelijk consequenties hebben voor de werking van de kapitaalmarkt (het aanbod van kapitaal en de verdeling ervan over bedrijven, sectoren, enzovoorts) en voor de concurrentie op markten voor goederen en diensten. Dit heeft consequenties voor de hele samenleving.

Jaarverslag). De vervolgvraag is wat de betekenis (in termen van kosten en effecten) is van deze mogelijke veranderingen in het ondernemingsbestuur en de transparantie daarover: voor de ‘driehoek’, voor andere partijen en in termen van variabelen als winst en aandeelhouderswaarde.

In de figuur is bijvoorbeeld te zien dat terugtrekking van de overheid uit de monitoringcommissie consequenties kan hebben voor (actualisering van) de governance code (*gele pijl naar rechts*), voor het ondernemingsbestuur (*gele pijl naar ‘de driehoek’*) en de transparantie daarover (*verslaglegging* waaronder het jaarverslag). Het loslaten van de wettelijke verankering heeft mogelijk consequenties voor het gedrag in de ‘driehoek’ (*rode pijlen vanuit de governance code*) en voor de verslaglegging. Het introduceren van bijvoorbeeld *naming* door de monitoringcommissie zou eveneens consequenties kunnen hebben voor het ondernemingsbestuur (*gele pijl naar ‘de driehoek’*) en de transparantie daarover (jaarverslag). Een en ander roept de vraag hoe veranderingen in het ondernemingsbestuur eigenlijk ‘gewaardeerd’ dienen te worden.

### Corporate governance en financiële prestaties

Indien corporate governance voorkómt dat één groep door eigen belangen na te jagen de belangen van de aandeelhouders schaadt, dan zou dit ten goede moeten komen aan de financiële prestaties van een bedrijf in brede zin. De financiële prestaties, die kunnen worden gemeten in termen van bijvoorbeeld winstgevendheid, marktwaarde van de onderneming of het rendement op aandelen, zijn tenslotte de kern van de belangen van de (outsider) aandeelhouders.

Er bestaat een brede stroom literatuur die zich met deze relatie bezighoudt. Het belang hiervan ligt voor de hand: indien er een positieve relatie bestaat, loont het verbeteren van corporate governance. Ondanks de brede overtuiging vanuit de theorie dat er een positieve relatie zou moeten bestaan tussen de kwaliteit van corporate governance en financiële prestaties van bedrijven, geeft de empirische literatuur hierover geen definitief uitsluitsel. Over het algemeen wordt er een positieve *correlatie* gevonden tussen corporate governance en maatstaven voor financiële prestaties, maar de *causaliteit* van deze relatie is vooralsnog niet overtuigend vastgesteld.<sup>24</sup> Met andere woorden: betere corporate governance *kán* leiden tot betere financiële prestaties, maar de relatie kan ook andersom zijn.<sup>25</sup> Hiermee blijft de vraag open in hoeverre het loont voor aandeelhouders om druk te zetten op het bestuur om te komen tot een goede corporate governance.<sup>26</sup>

De belemmeringen om te komen tot een heldere conclusie over causaliteit zijn enerzijds technisch-empirisch van aard (endogeniteitsproblemen) en hangen anderzijds samen met de uitdaging om te komen tot maatstaven voor de kwaliteit van corporate governance en financiële prestaties.<sup>27</sup> Tegelijkertijd staat de mogelijkheid open dat er *wel* een causale relatie bestaat tussen kwaliteit van corporate governance en bedrijfsresultaat.

<sup>24</sup> Zie bijvoorbeeld I. Love (2010).

<sup>25</sup> Een argument voor dit laatste zou kunnen zijn dat bedrijven corporate governance als ‘luxe’ zien, waardoor het prominenter op de agenda komt bij bedrijven die betere resultaten behalen.

<sup>26</sup> Overigens zou een positieve causaliteit ook prikkels verschaffen aan het bestuur. Een beter resultaat kan ook in hun belang zijn, bijvoorbeeld omdat dit de mogelijkheden voor het aantrekken van additioneel vermogen en het doen van additionele investeringen vergroot.

<sup>27</sup> In dit verband wijzen Bebchuk et al. (2012) op de tijdelijkheid van de correlatie met aandelenrendement. De auteurs vinden dat de correlatie tussen corporate governance indicatoren en aandelenrendement, die wordt gevonden voor de periode 1991-1999, niet meer aanwezig is in de periode 2000-2008. Dit zou

### Corporate governance en de overheid

Het primaat van corporate governance ligt in beginsel bij de aandeelhouders en speelt zich af in de driehoeksrelatie: via het recht op zeggenschap kunnen aandeelhouders een gedegen corporate governance afdwingen gericht op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Vanuit de economische welvaartstheorie kan worden beredeneerd dat overheidsingrijpen kan worden overwogen als ‘de markt’ niet of onvoldoende in staat wordt geacht om te komen tot een efficiënte verdeling van schaarse middelen over alternatieve toepassingsmogelijkheden. In het voorgaande én uit de praktijk wordt duidelijk dat er diverse redenen zijn waarom corporate governance niet per definitie ‘zomaar’ goed door de private partijen wordt opgepakt: asymmetrische informatie, free riding enzovoorts.<sup>28</sup> Hier kán dus een rol voor de overheid liggen.

Hierbij is het goed te beseffen dat een goede corporate governance effecten kan hebben die breder zijn dan die op ‘de driehoek’ en ook breder dan die op de actoren binnen de betreffende ondernemingen.<sup>29</sup> Een voorbeeld is de invloed van gedegen corporate governance op de werking van de kapitaalmarkt. Het financieren van (beursgenoteerde) ondernemingen wordt makkelijker en goedkoper als er duidelijkheid is bij de centrale spelers over de onderlinge regels. Als er duidelijkheid bestaat over governance wordt (rechterlijk) afdwingen makkelijker, waardoor transactiekosten dalen. De andere kant van de medaille is dat het ontbreken van (het afdwingen van) corporate governance kan leiden tot mogelijke excessen bij bedrijven. Bekende voorbeelden zijn fraudeschandalen, zoals bij Enron, die hebben geleid tot bredere economische problemen.<sup>30</sup> Hoofdstuk 4 zal ingaan op de verschillende manieren waarop in landen de regulering van corporate governance is vormgegeven.

---

komen doordat de markt betere prestaties, die volgen uit een betere corporate governance, verwacht en meeneemt in de prijsvorming. Hoewel de (operationele) resultaten van een bedrijf dus wel gecorreleerd blijven met corporate governance, geldt dit niet (meer) voor aandelenrendement.

<sup>28</sup> In aanvulling op achterliggende argumenten voor regulering, richt een deel van de literatuur zich op de impact van corporate governance regulering op bedrijfsresultaten en -waardering. Zie bijvoorbeeld D.F. Larcker et al. (2010).

<sup>29</sup> Voor een analyse van de relatie tussen corporate governance en (economische) ontwikkeling, zie bijvoorbeeld Claessens en Yurtoglu (2012).

<sup>30</sup> Hoewel het niet zeker is dat deze problemen waren voorkomen bij een gedegen corporate governance, raken zij zeer direct aan onderdelen van de relaties in de corporate governance driehoek.



## 3 Naleving en toepassing in Nederland

Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de toepassing en naleving van de principes en best practice bepalingen van de Nederlandse corporate governance code sinds de invoering in 2004. Hiermee ontstaat een beeld van de mate van doeltreffendheid van de code en van trends en opvallende uitkomsten in het Nederlands ondernemingsbestuur en de verslaglegging daarover. De huidige mate van naleving en toepassing bepaalt de ruimte voor verbetering van corporate governance en transparantie. Trends kunnen een indicatie geven van ontwikkelingen met en zonder systeemverandering.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Paragraaf 3.1 introduceert in het kort de structuur van de huidige code. Paragraaf 3.2 beschrijft de grote lijnen in naleving en toepassing, namelijk op het niveau van de 22 principes van de code. Paragraaf 3.3 zoomt in op de principes met een opvallend lage mate van naleving of toepassing. Paragraaf 3.4 behandelt de trends in de tijd. Paragraaf 3.5 bekijkt specifieke best practice bepalingen die in belangrijke mate naleving en toepassing op principeniveau bepalen. Paragraaf 3.6 gaat in op de bevindingen van de monitoringcommissie met betrekking tot aandeelhouders. Paragraaf 3.7 sluit af.

### 3.1 De code

De Nederlandse Corporate Governance code is opgebouwd uit 22 principes en 128 best practice bepalingen. De code is bedoeld om de verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders te reguleren.<sup>31</sup> Box 3.1 geeft een verkorte weergave van de inhoud van de code. Hierbij heeft elk principe de naam (bijvoorbeeld Principe II.1) gekregen van het hoofdstuk uit de code waarin het principe wordt vermeld. Hoofdstukken II.2 en IV.4 zijn de enige uitzonderingen hierop omdat in elk van deze hoofdstukken twee principes worden geïntroduceerd. Bij elk principe hoort een aantal best practice bepalingen, deze zijn vervolgens genummerd als II.1.1, II.1.2 en zo verder (in geval van bepalingen horende bij principe II.1).

---

<sup>31</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a).

### Box 3.1 De principes van de Nederlandse corporate governance code

<b>I. De Code</b>		
Principe I	-	Naleving en Handhaving Code
<b>II. Het Bestuur</b>		
Principe II.1	-	Taak en werkwijze
Principe II.2.1	-	Hoogte en samenstelling van bezoldiging
Principe II.2.2	-	Openbaarmaking van de bezoldiging
Principe II.3	-	Tegenstrijdige belangen
<b>III. De Raad van Commissarissen</b>		
Principe III.1	-	Taak en werkwijze
Principe III.2	-	Onafhankelijkheid
Principe III.3	-	Deskundigheid en samenstelling
Principe III.4	-	Rol van voorzitter en secretaris
Principe III.5	-	Samenstelling en rol kerncommissies
Principe III.6	-	Tegenstrijdige belangen
Principe III.7	-	Bezoldiging
Principe III.8	-	One-tier bestuursstructuur
<b>IV. De Aandeelhouders</b>		
Principe IV.1	-	Bevoegdheden
Principe IV.2	-	Certificering van aandelen
Principe IV.3	-	Informatieverschaffing
Principe IV.4.1	-	Verantwoordelijkheid institutionele beleggers
Principe IV.4.2	-	Verantwoordelijkheid aandeelhouders (Nieuw in code 2008)
<b>V. De Audit van de financiële verslaggeving</b>		
Principe V.1	-	Financiële verslaggeving
Principe V.2	-	Rol, benoeming, beloning en beoordeling externe accountant
Principe V.3	-	Interne audit functie
Principe V.4	-	Relatie externe accountant met organen vennootschap

Bron: Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a).

Elk van de 22 principes is verder uitgewerkt in een of meerdere best practice bepalingen. De naleving en toepassing van deze bepalingen wordt jaarlijks getoetst door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (in opdracht van het kabinet). Volgens het *comply or explain*-principe is naleving van de code daarbij gedefinieerd als het toepassen van de bepaling dan wel uitleg verschaffen in het jaarverslag over het waarom van het niet toepassen van de bepaling. Een naamloze vennootschap kan de code dus naleven zonder deze (op alle best practices) toe te passen mits daarover uitleg wordt verschaft in het jaarverslag.<sup>32</sup> Deze begrippen worden door het hele rapport gehanteerd: naleven is toepassen of uitleggen, niet-naleven is noch toepassen, noch uitleggen.

<sup>32</sup> RiskMetrics (2009).

## 3.2 Naleving en toepassing van de principes

Figuur 3.1 geeft de jaarlijkse nalevingscijfers weer van 19 van de 22 principes zoals beschreven in de code. Figuur 3.2 geeft weer in hoeverre de principes ook werden toegepast. Het verschil tussen naleving en toepassing betreft principes of best practices waarbij uitleg is verschaft omtrent het niet-toepassen van de bepaling. Voor het boekjaar<sup>33</sup> 2008 zijn helaas geen cijfers beschikbaar met een vergelijkbaar detailniveau. Tevens maken principes IV.2, IV.4.1 en IV.4.2, gezien hun aard, geen deel uit van het gedane onderzoek door de Rijksuniversiteit Groningen.<sup>34</sup>

### Box 3.2 Toelichting op de berekeningen

Bij het maken van de grafieken is gebruik gemaakt van de rapporten die de Rijksuniversiteit Groningen op jaarlijkse basis heeft opgesteld voor de commissie.<sup>35</sup> Hieruit is naleving resp. toepassing berekend als het percentage van het totaal aantal observaties dat gekwalificeerd is als naleving resp. toepassing.<sup>36</sup> Een voorbeeld. Stel er zijn twee principes die bij elkaar worden opgeteld, het ene principe telt 1 bedrijf, dat naleeft, en het andere principe telt 100 bedrijven, waarvan er 90 naleven. De gemiddelde naleving is dan berekend als:  $(1+90)/(1+100)$ .

Hierbij kan worden opgemerkt dat het aantal observaties per best practice of principe sterk kan verschillen en dat niet elke observatie noodzakelijkerwijs correspondeert met één specifieke nv. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat een best practice bepaling is opgedeeld in meerdere subbepalingen, waarbij voor elke subbepaling gekeken is naar de naleving. Het is dan mogelijk voor een nv om een bepaalde best practice bepaling op zes van de tien punten na te leven. De grafieken dienen te worden gelezen als het percentage naleving of toepassing ten opzichte van het maximaal haalbare (100 procent) en niet als het percentage nv's dat een bepaald onderdeel van de code naleeft.

Bij het actualiseren van de code in 2008 is een aantal best practices vervallen, bekend komen te staan onder een andere benaming of in een enkel geval terechtgekomen bij een ander principe. Bij de cijfers die hier gepresenteerd worden zijn best practice bepalingen uit de oude code gekoppeld aan hun tegenhangers uit de nieuwe code. Wanneer verwezen wordt naar een specifieke best practice bepaling wordt de benaming uit de meest recente versie van de code gebruikt. Mocht dat om wat voor reden dan ook niet mogelijk zijn geweest, met als gevolg dat nalevingscijfers niet langer vergelijkbaar zijn, wordt hier melding van gemaakt. Om de naleving uit verschillende jaren zoveel mogelijk vergelijkbaar te houden zijn voor de cijfers uit 2004 bovendien zogenaamde 'buitenlandse fondsen' buiten beschouwing gelaten. Deze fondsen hebben een statutaire zetel in Nederland, geen *Nederlandse* beursnotering, maar vallen wel onder de code. De naleving onder deze fondsen bleef achter bij de andere fondsen. Na 2004 zijn de betreffende fondsen niet meer door de monitoringcommissie meegenomen.<sup>37</sup> Mét deze fondsen valt de naleving in 2004 en waarschijnlijk ook daarna lager uit.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, zie in de box genoemde voetnoten.

<sup>33</sup> De in dit hoofdstuk genoemde jaren zijn de boekjaren.

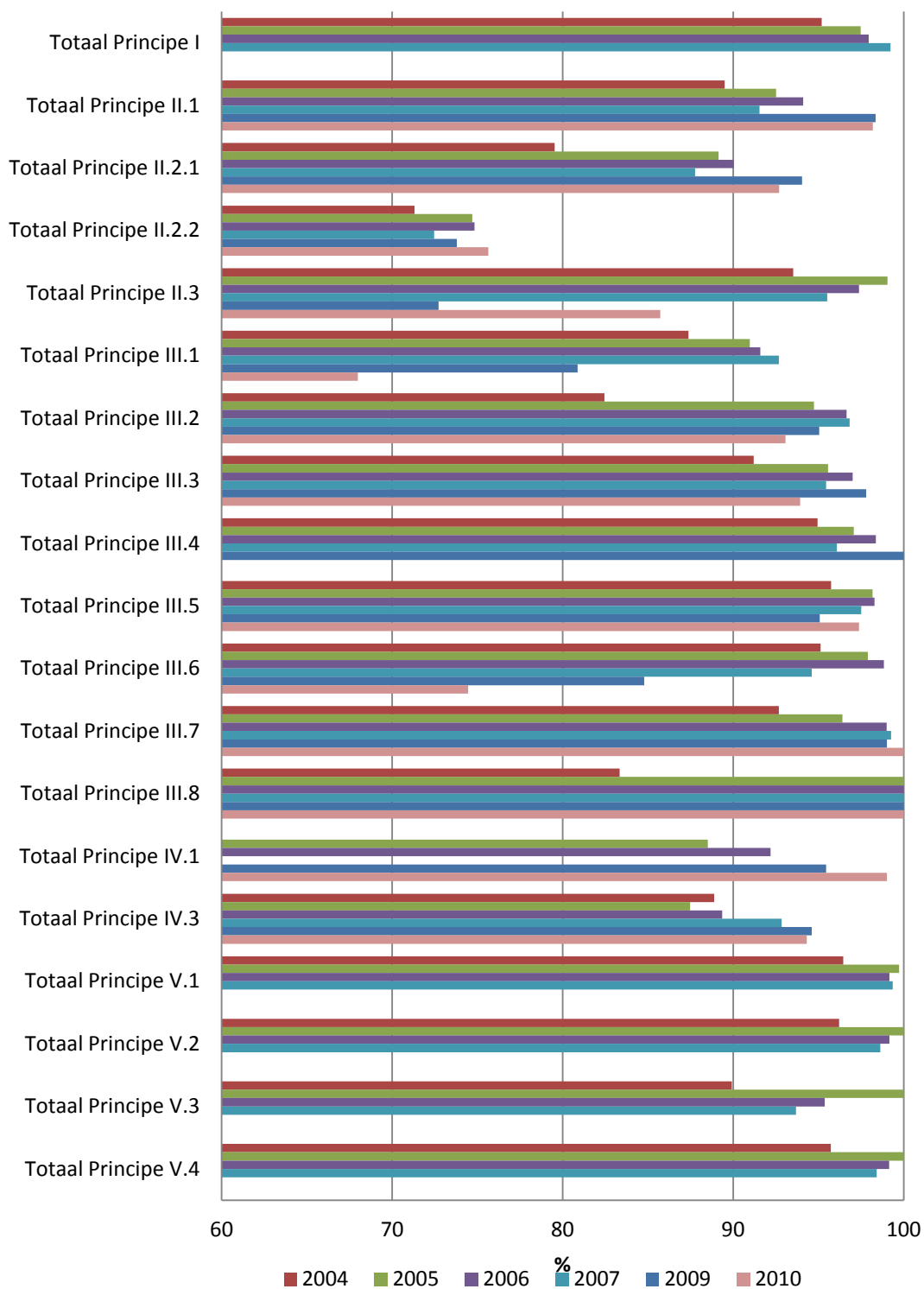
<sup>34</sup> Paragraaf 3.6 gaat verder in op de verantwoordelijkheden van (institutionele) aandeelhouders die in deze principes beschreven staan.

<sup>35</sup> RUG (2005, 2006, 2007, 2008, 2010 en 2011).

<sup>36</sup> Waarbij opgemerkt dat in de nalevingsrapporten van de RUG deze begrippen tot en met boekjaar 2009 zijn omgedraaid t.o.v. die van de monitoringcommissie. In dit rapport wordende begrippen gevolgd zoals gehanteerd door de monitoringcommissie: naleving is toepassing of uitleg.

<sup>37</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006).

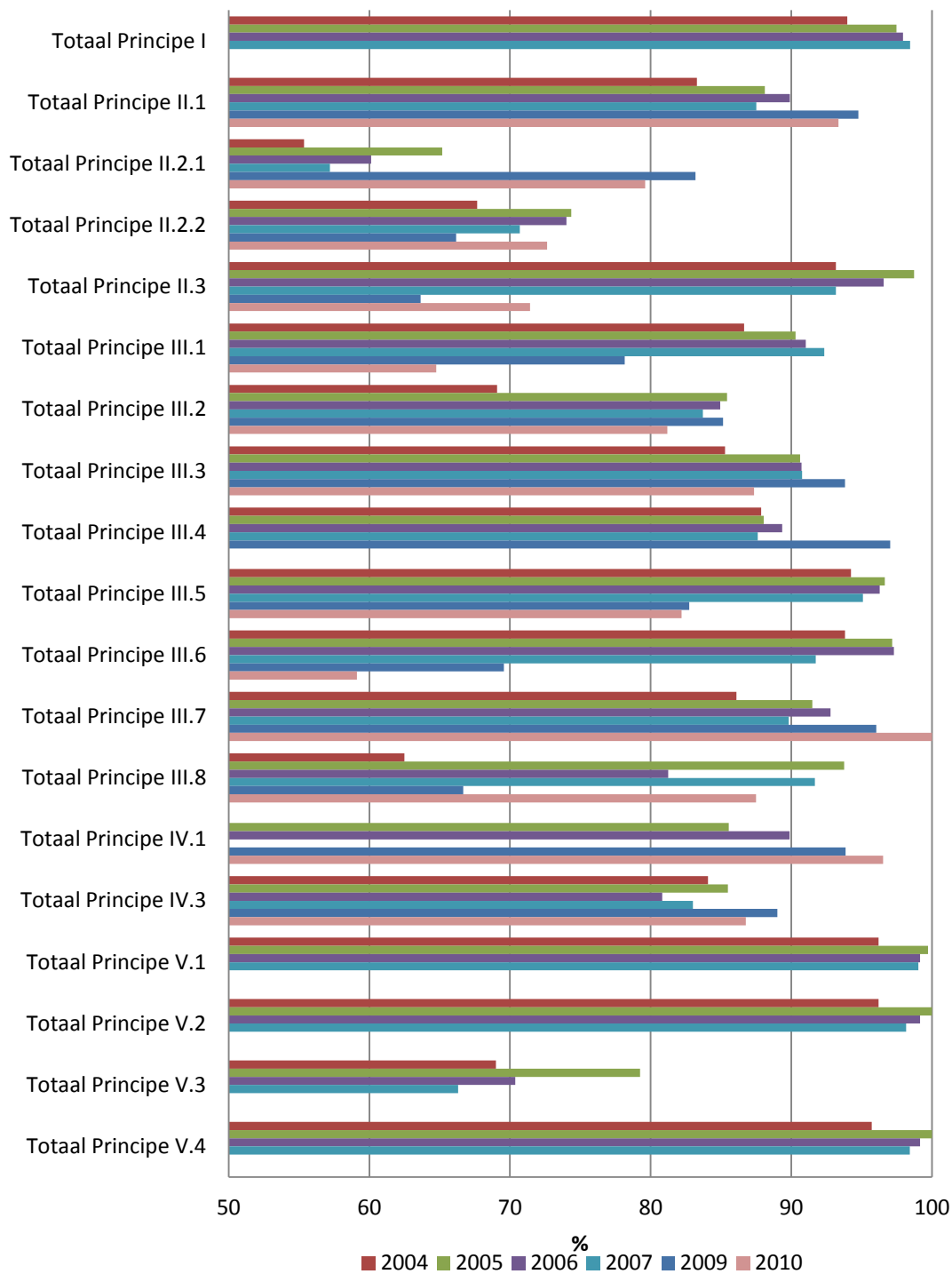
Figuur 3.1 Op enkele uitzonderingen na ligt de naleving boven de 90%<sup>38</sup>



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van RUG 2005, 2006, 2007, 2008, 2010 en 2011a.

<sup>38</sup> Principes zie Box 3.1.

Figuur 3.2 Bij ongeveer de helft van de principes wordt 90% *toepassing* gehaald<sup>39</sup>



Bron: SEO Economisch Onderzoek, o.b.v. RUG 2005, 2006, 2007, 2008, 2010 en 2011a.

Wat opvalt is dat de meeste principes een naleving kennen van 90 procent of meer, waarbij naleving in 2004, het jaar dat de code inging maar nog geen wettelijke verankering had, gemiddeld

<sup>39</sup> Principes zie Box 3.1.

het laagst ligt. Over het algemeen ligt de naleving van de code, op enkele uitzonderingen na, dus hoog. Dat de definitie van naleving en de kwaliteit van de uitleg hierop van invloed is blijkt onder meer uit de overzichten van RiskMetrics (2009) en de VEB (2009), zie Box 2. Ook de commissie geeft aan dat de kwaliteit van de gegeven uitleg nog te wensen overlaat.<sup>40</sup> Tevens wijst ze er jaarlijks op dat de naleving gezien de wettelijke verankering van het *comply or explain* principe 100 procent zou moeten zijn.

### Box 3.3 Ander onderzoek vindt lagere naleving en toepassing

RiskMetrics (2009) heeft, voor een groep van 15 Nederlandse fondsen, 65 toelichtingen voor het niet-toepassen van de code ingedeeld in vijf categorieën. Alleen gegeven uitleg in de categorieën specifiek (toegesplitst op de unieke bedrijfssituatie) of transitioneel (de bepaling zal in een later stadium wel toegepast gaan worden) worden erkend als <i>informatieve</i> toelichtingen. Dit komt neer op 68 procent van de gegeven toelichtingen. Samen met het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, België en Zweden behoort Nederland hiermee tot de landen waar de gegeven toelichting als meest informatief wordt gezien. Met gemiddeld vier toelichtingen per bedrijf behoort Nederland overigens ook tot de landen waarin relatief veel toelichtingen per bedrijf worden gegeven. De ontslagvergoeding en maximale aanstellingstermijn voor bestuurders, de onafhankelijkheid van leden van de raad van commissarissen en vereiste prestatiecriteria voor gegeven opties worden het meest uitgelegd.	Categorie gegeven uitleg	%
	Ongeldig	9
	Generiek	14
	Gelimiteerd	6
	Specifiek	54
	Transitioneel	14
	<b>Totaal informatief</b>	<b>68</b>

De vereniging effectenbezitters (VEB) heeft over de jaren 2004-2008 gekeken naar de toepassing van de Nederlandse code (VEB, 2009). De vereniging laat daarbij bepalingen over bijvoorbeeld het beloningsbeleid en zeggenschap van aandeelhouders zwaarder meetellen. Voor een groep van 45 beursgenoteerde bedrijven is gekeken naar de toepassing van de 64 meest concrete best practice bepalingen. De toepassing zoals omschreven door de VEB komt in 2008 uit op 65 procent, iets hoger dan de drie daaraan voorafgaande jaren (63 procent), maar aanzienlijk lager dan de cijfers van de monitoringcommissie. De punten waarop het meest wordt afgeweken van de best practice bepalingen zijn volgens de VEB het beloningsbeleid, inschatting van strategie en risico's door de raad van commissarissen en de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van RiskMetrics (2009) en VEB (2009).

## 3.3 Lage naleving of toepassing

### Principes II.2.1 en II.2.2 (hoogte, samenstelling en openbaarmaking bezoldiging)

Principes II.2.1 en II.2.2 betreffen respectievelijk de hoogte en samenstelling van de bezoldiging en de openbaarmaking hiervan. Aangezien hoofdstuk II.2 uit de code twee principes kent is het

<sup>40</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2011).

noodzakelijk te specificeren welke best practice bepalingen vallen onder principe II.2.1 (best practice bepalingen II.2.1 t/m II.2.9) en welke onder principe II.2.2 (best practice bepalingen II.2.10 t/m II.2.15).

Waar bij principe II.2.1 in 2010 de naleving is gestegen tot boven de 90 procent, is de toepassing lange tijd achtergebleven: in 2010 was dit 80 procent. Een verklaring voor de toegenomen toepassing ziet de commissie in een afname van het aantal keer dat uitleg wordt gegeven bij best practice bepaling II.2.8, welke de maximale ontslagvergoeding voor bestuurders beschrijft. In eerdere jaren gaven nv's relatief vaak te kennen reeds bestaande contracten te willen respecteren. Alleen in het geval dat contracten gesloten zijn vóór invoering van de code in 2004, geldt dit overigens als geldige uitleg. In 2010 werd deze uitleg bij nieuwe benoemingen door geen van de nv's meer aangevoerd.<sup>41</sup> Naast II.2.8 werd ook niet-toepassing van bepaling II.2.6 uit de code van 2004 relatief vaak uitgelegd. Deze laatste bepaling, waarin beschreven wordt hoe om te gaan met bezit van en transacties in effecten door bestuurders anders dan die uitgegeven door de eigen vennootschap, maakt in de geactualiseerde code van 2008 echter niet langer deel uit van principe II.2.1 en is dus niet meer meegenomen in de cijfers over 2010.<sup>42</sup>

Principe II.2.2 wordt het slechtst nageleefd en toegepast. Naleving en toepassing ontlopen elkaar daarbij niet veel. Binnen dit principe wordt dus relatief weinig uitleg verschaft omtrent het niet toepassen van de code. De lage naleving en toepassing van dit principe vinden hun oorsprong in de lage naleving van best practice bepaling II.2.13 waarin in tien punten wordt beschreven waaruit het remuneratierapport van de raad van commissarissen betreffende bezoldigingsbeleid moet bestaan. De naleving van deze best practice was slechts 66 procent in 2010. Ook bepalingen II.2.12 (de inhoud van het remuneratierapport van de rvc) en II.2.14 (de bekendmaking van de belangrijkste elementen uit het contract van een nieuwe bestuurder) horen bij de minst nageleefde.

### **Principes III.2 (Onafhankelijkheid RvC), III.8 (One-tier bestuursstructuur), IV.3 (Informatieverschaffing) en V.3 (Interne audit functie)**

Bij principe V.3 over de interne auditfunctie wordt veel uitleg gegeven. Waar naleving schommelt rond de 95 procent, blijft de toepassing in de meeste jaren steken op 70 procent. De meest gegeven uitleg hierbij is dat de betreffende nv geen interne accountant in dienst heeft waardoor niet kan worden voldaan aan de bepalingen. Ook bij principes III.2 en III.8 zijn noemenswaardige verschillen tussen naleving en toepassing waarneembaar. Bij principe III.8 kan dit worden toegeschreven aan het relatief geringe aantal nv's met de *one-tier* bestuursstructuur waarop deze bepaling van toepassing is. Ook de sterke fluctuatie kan hierdoor worden verklaard. Voor principe III.2 over de onafhankelijkheid van de commissarissen geldt dat een aantal nv's in eerste instantie een hoge mate van betrokkenheid bij de onderneming, eventueel door aandeelhouderschap, van een commissaris verkoos boven onafhankelijkheid van deze.<sup>43</sup> De toepassing is in latere jaren toegenomen.

---

<sup>41</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance (2011).

<sup>42</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance (2008a).

<sup>43</sup> RUG (2005).

Als laatste valt ook principe IV.3 (informatieverschaffing aan aandeelhouders) op door relatief lage toepassing. In grote mate is bepaling IV.3.1 hiervoor verantwoordelijk. Deze bepaling betreft de vooraankondiging van presentaties of bijeenkomsten op de website en het faciliteren van mogelijkheden om op afstand via telefoon of webcasting deze bijeenkomsten te volgen. Een veel aangevoerde reden voor niet-toepassing is hierbij dat met name kleine fondsen de kosten die hieraan verbonden zijn te hoog vinden.<sup>44</sup>

### 3.4 Stijging of daling in naleving en toepassing

Naast bovengenoemde principes met een naar beneden afwijkende naleving of toepassing zijn er enkele breed gedragen trends waar te nemen wat betreft de algemene naleving en toepassing van de principes. Enerzijds zijn er principes waarvan de naleving en toepassing met de jaren steeds hoger wordt. Deze trend wordt het meest waargenomen bij principes waarbij de naleving vanaf het begin af aan al hoog was. Voorbeelden hiervan zijn principe I over de naleving en handhaving van de code en principe II.1 over de taak en werkwijze van het bestuur.

Aan de andere kant zijn er ook enkele principes waarvan de naleving en toepassing na een piek, meestal in 2005 of 2006, weer afneemt in latere jaren. Voorbeelden hiervan zijn principes II.3, III.5, III.6 en V.3 welke gaan over respectievelijk tegenstrijdige belangen van bestuurders, het op te stellen reglement voor commissies, tegenstrijdige belangen binnen de raad van commissarissen en de interne auditfunctie.

#### **Principes II.3 (Tegenstrijdige belangen bestuur), III.1 (Taak en werkwijze RvC), III.5 (Samenstelling en rol kerncommissies), III.6 (Tegenstrijdige belangen RvC) en V.3 (Interne audit functie)**

In het geval van principe II.3 (tegenstrijdige belangen van bestuurders) heeft de waargenomen daling te maken met het zeer kleine aantal observaties (zeven) waarop de cijfers van 2009 en 2010 gebaseerd zijn. In deze jaren is alleen gekeken is naar de nv's waar zich daadwerkelijk een tegenstrijdig belang zoals beschreven in bepaling II.3.4 heeft voorgedaan. Daarnaast worden in 2009 en 2010 bepalingen II.3.1 t/m II.3.3 niet langer gemeten, waardoor weinig conclusies kunnen worden verbonden aan de daling die te zien is in Figuur 3.3 voor principe II.3. Voor principe III.5 (het op te stellen reglement voor commissies) is eenzelfde situatie van toepassing: het aantal observaties voor dit jaar is ongeveer gehalveerd ten opzichte van eerdere metingen. Daarbij is bij bepaling III.5.1 nu niet alleen gekeken naar de compleetheid van de commissiereglementen, maar ook naar de publieke toegankelijkheid daarvan. Hierdoor valt de gemeten toepassing lager uit. De naleving ten opzichte van eerdere jaren wordt hier niet door beïnvloed. Principe III.1 (taak en werkwijze rvc) valt op omdat er na actualisatie van de code in 2008 een verminderde naleving en toepassing zichtbaar is. Dit heeft te maken met een aanvulling die gedaan is aan best practice bepaling III.1.7. In de geactualiseerde code wordt niet alleen gevraagd jaarlijks het functioneren van de raad van bestuur en de raad van commissarissen te bespreken, ook de wijze waarop dat gebeurt dient nu vermeld te worden in het jaarverslag. De

---

<sup>44</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008b).



RUG ziet de toegenomen complexiteit van deze bepaling als voornaamste reden voor de afgenomen naleving.<sup>45</sup>

Ook voor principe III.6 (tegenstrijdige belangen binnen de rvc) geldt dat bepaling III.6.5 een kleine, maar relevante, wijziging heeft ondergaan bij de actualisering van de code in 2008. Hierin is nu bepaling II.2.6 uit de oude code opgenomen betreffende bezit en transacties van effecten anders dan die van de eigen vennootschap door bestuurders. De toename van naleving van principe II.1 is dus een deels kunstmatige aangezien die ten koste gaat van de naleving van principe III.6 in de jaren na actualisatie van de code. Wat betreft het al eerder besproken principe V.3 (interne auditfunctie) laat de lagere toepassing zichzelf lastig verklaren. Wel geeft de commissie aan dat de oorzaak ligt bij lagere toepassing binnen de groep lokale (relatief kleine) fondsen.<sup>46</sup>

Voor iets meer dan de helft van de principes geldt dat een duidelijke opwaartse of neerwaartse trend ontbreekt. Voor deze groep geldt tevens een hoge en licht schommelende naleving van rond de 95 procent en bijbehorend hoge toepassing. Nv's lijken nooit bezwaren te hebben gehad met de hierin beschreven bepalingen.

### 3.5 Best practice bepalingen

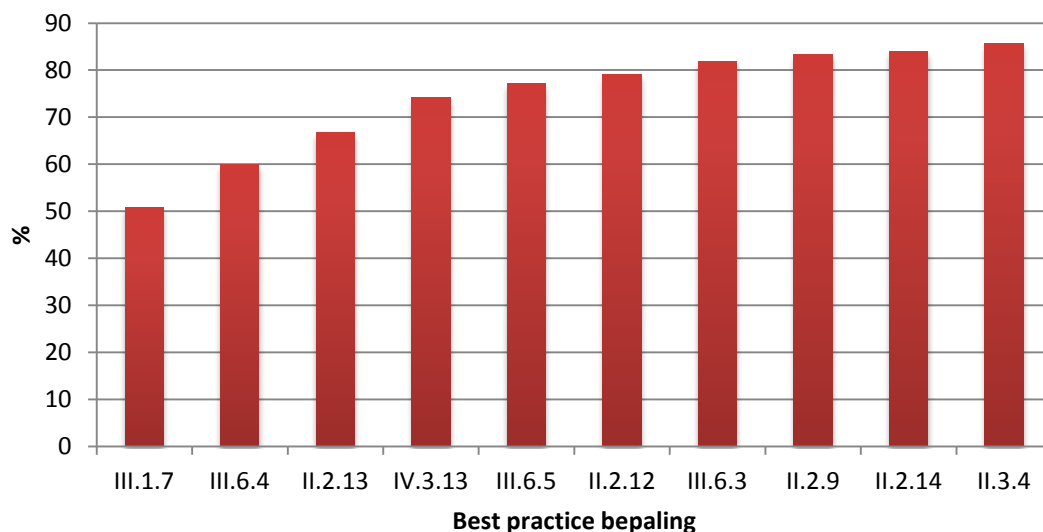
Elk principe is uitgewerkt in diverse best practice bepalingen. De naleving van een principe is daarmee afhankelijk van de naleving van de onderliggende best practice bepalingen. In de paragrafen hierboven werd al duidelijk dat de naleving van een best practice bepaling een stempel kan drukken op hoe het principe als geheel wordt nageleefd. Het kan echter ook zo zijn dat het principe als totaal een hoge naleving of toepassing kent, terwijl een of meerdere onderliggende best practice bepalingen dit beeld niet weerspiegelen. Een voorbeeld hiervan is bepaling II.1.1 (benoemingsperiode bestuurder) met 46 procent toepassing terwijl principe II.1 (taak en werkwijze bestuur) als geheel in 93 procent van de gevallen wordt toegepast. Omdat de kans bestaat dat best practice bepalingen zoals II.1.1 juist de scherpe kantjes van de code betreffen, is het interessant om ook op het niveau van individuele best practice bepalingen te kijken naar de gemeten naleving. Figuur 3.3 en Figuur 3.4 tonen de best practice bepalingen met de laagste naleving en toepassing voor 2010, de meest recente data die op het moment van schrijven beschikbaar is.

---

<sup>45</sup> RUG (2010).

<sup>46</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008b).

Figuur 3.3 De minst nageleefde bepalingen worden voor minimaal 50% nageleefd<sup>47</sup>

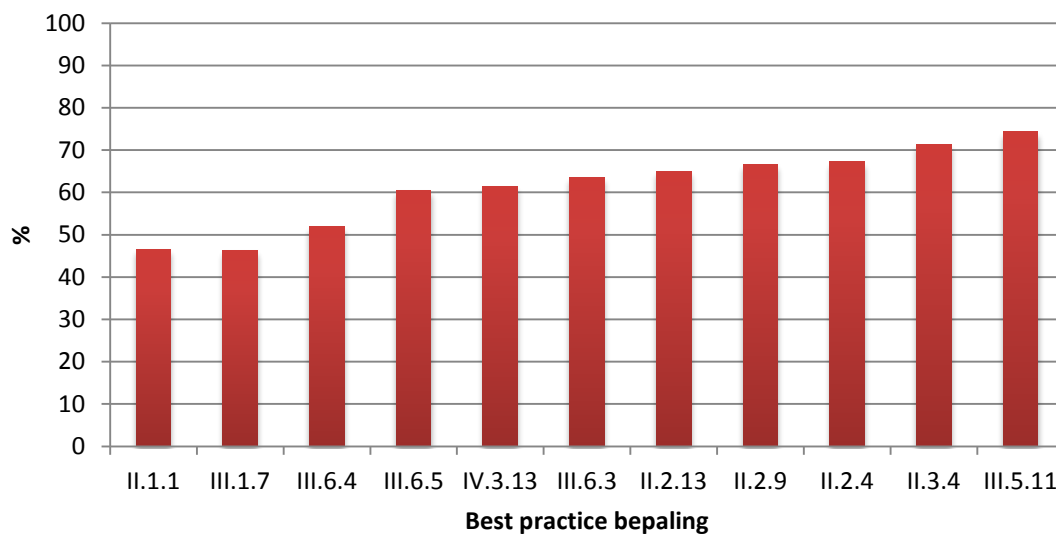


Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van RUG 2005, 2006, 2007, 2008 en 2011a.

Het merendeel van de best practice bepalingen uit deze grafieken is al eerder ter sprake gekomen. Veel van de bepalingen vallen immers onder principes welke opvallen door hun lage naleving (II.2.1 en II.2.2) of met de tijd afnemende naleving (II.3, III.1 en III.6). Ook valt op dat naleving en toepassing een sterke correlatie met elkaar vertonen. Van de tien minst toegepaste best practices staan er zeven in de top tien minst nageleefde bepalingen. De uitzonderingen hier zijn II.1.1, II.2.4 en III.5.11 (zie verderop): hoewel deze drie bepalingen goed worden nageleefd (>90 procent), worden ze ook relatief vaak uitgelegd. In het geval van II.1.1 is dit zelfs in 53 procent van de gevallen zo. Bij bepalingen II.2.4 en III.5.11 wordt respectievelijk in 25 procent en 24 procent van de gevallen uitgelegd waarom wordt afgezien van toepassing.

<sup>47</sup> II.2.1: Hoogte en samenstelling van bezoldiging bestuur; II.2.2: Openbaarmaking van de bezoldiging bestuur; II.3: Tegenstrijdige belangen bestuur; III.1: Taak en werkwijze RvC; III.6: Tegenstrijdige belangen; IV.3: Informatieverschaffing.

**Figuur 3.4** In een enkel geval blijft de toepassing onder de 50%<sup>48</sup>



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van RUG 2005, 2006, 2007, 2008 en 2011a.

### Best practice bepalingen II.1.1 (Taak en werkwijze bestuur), II.2.4 (Hoogte en samenstelling bezoldiging) en III.5.11 (Remuneratiecommissie)

Best practice bepaling II.1.1 schrijft voor dat een bestuurder voor een periode van maximaal vier jaar kan worden benoemd. Voor herbenoeming geldt ook dat dit telkens met een maximale periode van vier jaar mag plaatsvinden. De reden dat juist deze bepaling zo vaak wordt uitgelegd zit hem enerzijds in het relatief hoge aantal bestuurders dat vóór 2004 (voor invoering van de code) is benoemd voor onbepaalde tijd. Anderzijds worden ook de continuïteit van het bestuur, het langetermijnperspectief en de onwenselijkheid van het wijzigen van arbeidsvoorwaarden voor nieuwe bestuurders aangevoerd als redenen om de code op dit punt niet toe te passen.<sup>49</sup> Een vergelijkbare uitsplitsing van de redenen waarom bepaling II.2.4, over de voorwaarden en termijn van uitoefening van toegekende opties, niet wordt toegepast, is helaas niet beschikbaar. Deze best practice bepaling behoort al sinds 2004 tot de meest uitgelegde bepalingen. Over het boekjaar 2008 werd vastgesteld dat het hebben van een eigen regeling op dit vlak relatief vaak wordt aangevoerd.<sup>50</sup> Bepaling III.5.11 schrijft voor dat de voorzitter van de remuneratiecommissie niet tevens de voorzitter van de raad van commissarissen of een voormalig bestuurder bij de betreffende vennootschap mag zijn. Tevens mag deze persoon geen van beide rollen bij een andere vennootschap vervullen. Naleving van deze bepaling is vanaf het begin af aan hoog geweest, toepassing schommelt tussen de 70 procent en 75 procent. Hoewel relatief vaak uitgelegd, wordt voor deze bepaling in de rapporten van de Rijksuniversiteit Groningen en de monitoringcommissie geen verdere uitsplitsing gemaakt van de hiervoor aangevoerde redenen.

<sup>48</sup> II.1: Taak en werkwijze bestuur; II.2.1: Hoogte en samenstelling van bezoldiging bestuur; II.2.2: Openbaarmaking van de bezoldiging bestuur; II.3: Tegenstrijdige belangen bestuur; III.1: Taak en werkwijze RvC; III.2: Onafhankelijkheid RvC; III.5: Samenstelling en rol kerncommissies RvC; III.6: Tegenstrijdige belangen RvC; IV.3: Informatieverschaffing.

<sup>49</sup> RUG (2011b).

<sup>50</sup> RUG (2009).

### Nieuw toegevoegde best practice bepaling IV.3.13 (Informatieverschaffing)

Van de nieuw toegevoegde bepalingen in de geactualiseerde code van 2008 is bepaling IV.3.13 de enige welke in 2010 tussen de minst nageleefde en toegepaste bepalingen te vinden is. De bepaling stelt dat van de vennootschap verwacht wordt een beleid op hoofdlijnen te formuleren inzake bilaterale contacten met aandeelhouders. Dit beleid dient tevens op de website te worden gepubliceerd. Een analyse van de aangevoerde argumenten voor niet toepassen is helaas niet beschikbaar. Wel valt het in dit specifieke geval op dat het met name de kleine fondsen (lokaal of AMS-index) zijn die deze bepaling niet toepassen of uitleggen. Onder de 20 AEX-fondsen waarnaar door de RUG werd gekeken is de naleving 100 procent en de toepassing 95 procent gebleken.

## 3.6 Verantwoordelijkheid (institutionele) aandeelhouders

Principe IV.4.1 is gericht op de verantwoordelijkheden van institutionele aandeelhouders. Principe IV.4.2 richt zich tot alle aandeelhouders en behoort tot de nieuwe onderdelen in de geactualiseerde code. Omdat hierover in de jaarverslagen niet bericht wordt, is het niet mogelijk een overzicht te geven over de naleving van principes IV.4.1 en IV.4.2 zoals dat in voorgaande paragrafen gedaan is voor de overige principes. Vergelijkbare uitspraken over de naleving van deze principes zijn dus niet mogelijk.

Wel heeft de commissie in diverse jaren nader gekeken naar de naleving en zijn er enkele observaties te maken op dit gebied. De belangrijkste observatie gemaakt door de commissie is het grote verschil in naleving tussen enerzijds grote institutionele beleggers (vermogen groter dan € 1 miljard) en de kleinere institutionele beleggers. Totale naleving van de best practice bepalingen horende bij principe IV.4.1 (institutionele aandeelhouders) ligt tussen de 55 procent en 66 procent. Wanneer alleen gekeken wordt naar beleggers met een belegd vermogen van meer dan € 50 miljard ligt dit op 88 procent. Ook de groep beleggers met een belegd vermogen tussen de € 1 en 50 miljard kent een aanzienlijk hogere naleving dan gemiddeld. Voor principe IV.4.2 (alle aandeelhouders) geldt een vergelijkbare situatie. Voor de kleine institutionele beleggers betekent dit dat de naleving onder het toch al lage gemiddelde zal liggen.<sup>51</sup> In de meest recente rapportage over boekjaar 2010 blijkt wederom dat de naleving hoog is onder grote institutionele beleggers. De enige uitzondering hierop is bepaling IV.4.4 over de responstijd voor het bestuur ingeval door aandeelhouders geagendeerde onderwerpen zouden kunnen leiden tot een wijziging van strategie. De responstermijn van 180 dagen wordt hier in veel gevallen als te lang ervaren. Een termijn van tussen de 30 en 59 dagen wordt over het algemeen gezien als een redelijke termijn. Voor het jaar 2010 zijn de kleinere institutionele aandeelhouders niet getoetst, waardoor eventuele verbetering of verslechtering in de naleving van principes IV.4.1 en IV.4.2 niet kan worden waargenomen.

---

<sup>51</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2010).

## 3.7 Reflectie en conclusies

### Naleving en toepassing

De algemene naleving van de code schommelt sinds 2005 tussen de 90 procent en 92 procent en kan hiermee hoog genoemd worden. Gemiddeld genomen lijkt de ruimte voor verbetering daardoor beperkt. Voor de meeste individuele principes en best practice bepalingen geldt dat zowel naleving als toepassing hoog zijn en over het algemeen redelijk stabiel over de jaren.

Enkele principes vallen evenwel op door hun relatief lage naleving of toepassing. Dit betreft de bezoldiging van het bestuur en de transparantie hiervan, de onafhankelijkheid en belangenverstrengeling van leden van de raad van commissarissen en de informatieverstrekking naar de aandeelhouders toe (II.2.1, II.2.2, III.2, III.6 en IV.3). Hier lijkt dan ook de meeste ruimte voor verbetering te zijn. Bij principes II.2.1 en IV.3 is de naleving in het meest recente jaar, 2010, overigens wel hoog.

Een verhoging van de naleving kan worden bewerkstelligd door een toename in de verschaffing van duidelijke en geldige uitleg wanneer een best practice bepaling niet wordt toegepast.<sup>52</sup> Dit vergroot de transparantie over het ondernemingsbestuur. In het bijzonder geldt dit voor bepalingen bij principe II.2.2, waarbij transparantie sowieso al een centrale rol zou moeten vervullen (openbaarmaking van de hoogte en samenstelling van de bezoldiging). Het ontbreken van uitleg bij niet-toepassing houdt in dat de gronden waarop nv's besluiten tot niet-toepassing niet te identificeren zijn. Dit bemoeilijkt een interpretatie van ontwikkelingen in de naleving en toepassing van best practice bepalingen. Meer en betere uitleg verhoogt daarmee niet alleen de transparantie, maar in potentie ook de kwaliteit van monitoring. Tegenover verhoogde transparantie en informatiever monitoring staan wel mogelijke extra kosten of andere mogelijke nadelen die het geven van meer uitleg met zich meebrengen voor de betrokken nv's.

Naast het toenemen van uitleg zou ook de *toepassing* kunnen worden verhoogd: een verandering in het ondernemingsbestuur zelf. Zo wordt het willen respecteren van voor 2004 gemaakte afspraken relatief vaak aangevoerd als reden om bepalingen aangaande contractduur of bezoldiging niet toe te passen. Voor zover nieuw te sluiten arbeidsovereenkomsten rekening houden met de code, lijkt het voor de hand te liggen dat de toepassing van bepalingen waarbij eerder gemaakte afspraken een rol spelen verder zullen toenemen.

### Transparantie en ondernemingsbestuur

De twee kernelementen van de werking van de corporate governance code zijn de informatie over het ondernemingsbestuur ('transparantie') en het ondernemingsbestuur zelf ('gedrag'). Er is een relatie tussen de toepassing van best practice bepalingen en ondernemingsbestuur. Immers, de bepalingen betreffen het ondernemingsbestuur, en wel- of niet toepassing zegt dan iets over dat ondernemingsbestuur. De relatie is evenwel niet één-op-één. Dit geldt ook voor de relatie tussen naleving en uitleg enerzijds en transparantie anderzijds.

---

<sup>52</sup> RUG (2011b).

### *Grenzen aan wat kan worden gemeten*

Zoals in het voorgaande is toegelicht worden sommige principes niet meegenomen in de monitoring, omdat ze geen betrekking hebben op de mededeling in het jaarverslag door het bestuur (principes IV.2, IV.4.1 en IV.4.2). De RUG schrijft in 2010 over boekjaar 2009 bovendien: “de code bevat ook bepalingen die een intentie weergeven, of een bepaalde vormgeving van de statuten aanbevelen. De [toepassing] van dergelijke best practice bepalingen is niet expliciet via verificerbare handelingen te inventariseren. Deze bepalingen zijn in het onderzoek buiten beschouwing gelaten [...]”. Een vraag hierbij is waar de precieze grens ligt tussen een bepaling die nog net wel is te inventariseren en een bepaling die net niet meer is te inventariseren.

### *Is wat er staat ook wat er gebeurt?*

Bij sommige best practice bepalingen is (door bijvoorbeeld de monitoringcommissie of een instituut dat voor de commissie onderzoek verricht) feitelijk vast te stellen of een bepaling wel of niet wordt toegepast. Denk aan een bepaling als “De klokkenluidersregeling is vindbaar in publieke bronnen”. (De nalevingsrapportages van/voor de monitoringcommissie zijn in beginsel gebaseerd op jaarverslagen, jaarrekeningen en websites.). Bij andere bepalingen geldt dit in mindere mate, of helemaal niet. Bijlage 2 van het nalevingsrapport van de RUG (2010, over boekjaar 2009, blz. 1) stelt daarover dat indien toepassing niet expliciet (‘feitelijk’) kan worden vastgesteld, maar er ook geen informatie wordt gevonden die op het tegendeel duidt, er wordt uitgegaan van een ‘impliciete’ toepassing van een best practice bepaling. Dit introduceert een onzekerheid, omdat niet duidelijk is of er *daadwerkelijk* sprake is van toepassing.

Gerelateerd hieraan is de vraag of wat er *niet* staat ook is wat er gebeurt. Volgens de preambule van de code zijn beursvennootschappen verplicht in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de code en dienen ze daarbij gemotiveerd opgave te doen over de tot het bestuur en de raad van commissarissen gerichte principes en best practice bepalingen die niet worden toegepast. De preambule stelt eveneens: “De vennootschap vermeldt elk jaar in haar jaarverslag op welke wijze zij de principes en best practice bepalingen van de Code in het afgelopen jaar heeft toegepast en zet, indien van toepassing, zorgvuldig gemotiveerd uiteen waarom een bepaling niet is toegepast.”<sup>53</sup> In de toelichting op de AMvB waarin de code wordt aangewezen als gedragscode (de wettelijke verankering) wordt gesteld: “de vennootschap hoeft niet van iedere bepaling afzonderlijk aan te geven dat zij deze [toepast]. De vennootschap die van een bepaling afwijkt, moet dat wél gemotiveerd aangeven.” Al met al lijkt er ruimte te zijn voor een impliciete toepassing van de code.

### *Eenduidigheid van bepalingen*

De meeste bepalingen zijn niet éénduidig. Dit heeft als achtergrond dat de gedragscode niet is bedoeld om gedrag volledig vast te leggen, maar om richting te geven. Dit betekent wel dat informatie over wel of niet toepassen niet volledig genoeg is om eenduidige conclusies te trekken over het ondernemingsbestuur. Als een bestuurder wordt benoemd voor een periode van maximaal vier jaar, is nog niet duidelijk voor hoeveel jaar een bestuurder precies wordt benoemd.

<sup>53</sup> Artikel 3 van de AMvB van 30 december 2004, waarin de code wordt aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 van het Burgerlijk Wetboek (BW), luidt: “De nv doet in het jaarverslag mededeling over de [toepassing] van de principes en best practice bepalingen [...] die zijn gericht tot het bestuur of de rvc van de vennootschap. Indien de vennootschap die principes of best practice bepalingen niet heeft [toegepast] of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar [toe te passen], doet zij daarvan in het jaarverslag gemotiveerd opgave”.

Of andersom: als een bestuurder *niet* wordt benoemd voor een periode van maximaal vier jaar, is niet duidelijk voor hoeveel jaar een bestuurder dan wel wordt benoemd. En de ene klokkenluidersregeling is de andere niet, om maar eens wat te noemen. De aanwezigheid van uitleg (motivatie) waarom een bepaling niet wordt toegepast impliceert niet noodzakelijkerwijs dat ook wordt uitgelegd wat er dan wel precies wordt toegepast.

### **Conclusie**

De waarde van de hierboven beschreven uitkomsten voor naleving en toepassing op basis van de best practice bepalingen ligt in het schetsen van een beeld van en trends in corporate governance door de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Deze bieden aanknopingspunten voor het inventariseren van sterktes en zwaktes, het duiden van ruimte voor verbetering, internationale vergelijkingen et cetera.

Hoewel analyses van toepassing en naleving waardevol zijn, bieden zij echter geen eenduidig inzicht in het ondernemingsbestuur en de transparantie daarover. De wettelijke verankering en de code bieden ruimte voor impliciete naleving, er zijn bepalingen die niet of moeilijk verifieerbaar zijn en gegevens over wel/niet toepassing en uitleg geven niet noodzakelijkerwijs informatie over het gevolgde ondernemingsbestuur. Zoals aangegeven volgt dit deels uit de opzet van de code als zelfregulerende gedragscode. Het belang hiervan voor betrokkenen zoals aandeelhouders hangt af van de vraag wat voor hun relevante informatie is, in het jaarverslag en in de monitoring. Over welke onderdelen van het ondernemingsbestuur is specifieke informatie nuttig om tot een oordeel over het ondernemingsbestuur te komen?





## 4 Internationale vergelijking

### 4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk vergelijkt de Nederlandse regulering en monitoring van corporate governance met die van zeven andere landen. Hiermee wordt duidelijk waar Nederland internationaal gezien staat en wat mogelijke alternatieven zijn. De Verenigde Staten is het enige niet-Europese land en heeft als enige van de onderzochte landen geen code, maar een wet die toeziet op onder meer corporate governance. Het Verenigd Koninkrijk wordt als een voorloper binnen de EU gezien op het gebied van corporate governance. In Zweden en Ierland spelen private partijen een relatief grote rol bij de code. In Frankrijk en Italië zijn ondernemingen niet verplicht om aan een code te refereren. Duitsland komt nog het meest overeen met Nederland. Een overzicht van de regulering van corporate governance in de verschillende landen is gegeven in de tabellen aan het eind van dit hoofdstuk.

Voor lidstaten van de EU geldt de Europese Richtlijn 2006/46/EG en de wijzigingen in onder meer Richtlijn 78/660/EEG (zie Box 4.1). Hieruit volgt dat lidstaten beursgenoteerde ondernemingen dienen te verplichten informatie over corporate governance in het jaarverslag op te nemen. Indien ondernemingen verwijzen naar een code, geldt het comply-or-explain principe. Doet een onderneming dat niet, dan dient het “alle relevante informatie over corporate governance praktijken die worden toegepast naast de nationale wettelijke vereisten” openbaar te maken. De Richtlijn stelt niets over de monitoring van de naleving van de code en niets concreets over eventuele sancties.

#### Box 4.1 De Europese Richtlijnen over de corporate governance verklaring

Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement stelt verplicht dat in de EU beursgenoteerde ondernemingen een corporate governance verklaring opnemen in het jaarverslag (artikel 10):

*“Vennootschappen waarvan de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en die hun statutaire zetel in de Gemeenschap hebben, dienen te worden verplicht om een jaarlijkse verklaring inzake corporate governance openbaar te maken als een specifiek en duidelijk herkenbaar onderdeel van het jaarverslag. Deze verklaring dient de aandeelhouders op zijn minst belangrijke, gemakkelijk toegankelijke informatie te verstrekken over de feitelijk toegepaste corporate governancepraktijken, met inbegrip van een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van eventuele bestaande risicobeheersystemen en interne controles met betrekking tot het proces van financiële verslaggeving. In de verklaring inzake corporate governance moet duidelijk worden gemaakt of de vennootschap andere corporate governancebepalingen toepast dan voorzien in het nationale recht, ongeacht de vraag of deze bepalingen rechtstreeks zijn vastgelegd in een corporate governancecode waaraan een vennootschap is onderworpen of in ongeacht welke corporate-governancecode die de vennootschap eventueel heeft besloten toe te passen. [...]”*

In de wijziging van richtlijn 78/660/EEG staat het als volgt (artikel 46 bis. 1):

*“Een vennootschap waarvan de effecten worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, neemt in haar jaarverslag een verklaring inzake corporate governance op. Deze verklaring vormt een specifiek deel van het jaarverslagen bevat ten minste de*

*volgende informatie: a) een verwijzing naar: i) de corporate-governancecode waaraan de vennootschap is onderworpen, en/ of ii) de corporate-governancecode die de vennootschap heeft besloten vrijwillig toe te passen, en/ of iii) alle relevante informatie over de corporate governancepraktijken die worden toegepast naast de nationale wettelijke vereisten. Indien het bepaalde onder i) en ii) van toepassing is, vermeldt de vennootschap tevens waar de desbetreffende teksten voor het publiek beschikbaar zijn; indien het bepaalde onder iii) van toepassing is, maakt de vennootschap haar corporate-governancepraktijken beschikbaar voor het publiek.”*

Artikel 50 ter luidt dan ook:

*“De lidstaten zorgen ervoor dat de leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de vennootschap collectief de verplichting hebben ervoor te zorgen dat de jaarrekening, het jaarverslag en, indien deze afzonderlijk wordt opgesteld, de verklaring inzake corporate governance als bepaald in artikel 46 bis overeenkomstig de eisen van deze richtlijn worden opgesteld en gepubliceerd [...]”*

Bij het bestaan van een code wordt bovendien het comply or explain principe opgelegd (artikel 46 bis):

*“voor zover een vennootschap, in overeenstemming met de nationale wetgeving, van de [...] corporate-governancecode afwijkt, [geeft zij] een vermelding van de delen van de corporate-governancecode waarvan zij afwijkt en van de redenen daarvoor. In gevallen waarin de vennootschap heeft besloten geen enkele bepaling van een [...] corporate-governancecode toe te passen, dient zij aan te geven om welke redenen zij daartoe heeft besloten.”*

Een verplichting die verder uit deze Richtlijn volgt is die voor de wettelijke auditor om na te gaan of de corporate-governanceverklaring is verstrekt.

Bron: Zie voetnoot<sup>54</sup>.

Om op grote lijnen verschillende reguleringsystemen van corporate governance te kunnen vergelijken, is een samenvattende rubricering gebruikt, gebaseerd op drie hoofdaspecten: de regulering, de monitoring en de supervisie van het ondernemingsbestuur (zie ook subparagraaf 2.1.2). Voor elk van deze aspecten is aangegeven of deze aanwezig is, privaat is geregeld, publiek is geregeld (door middel van wetten), of door een combinatie van publiek en privaat. Deze aspecten worden los van elkaar beoordeeld, met uitzondering van de hypothetische situatie dat er geen sprake is van regulering van corporate governance (geen code, geen wet), omdat er dan geen naleving of toepassing is om te monitoren of om supervisie over uit te voeren. Deze situatie komt in geen van de onderzochte landen voor.

#### **Box 4.2 Toelichting op de samenvattende rubricering van de regulering van ondernemingsbestuur**

Bij hoofdaspect 1, *regulering*, geldt dat als er geen overheidsregulering *specifiek* en *systematisch* gericht op corporate governance is en er ook geen sprake is van zelfregulering (regulering door private partijen), dit wordt aangeduid als “geen regulering”. Als er sprake is van een governance code die door private partijen is opgezet en waarbij geen wettelijke verankering is of andere expliciete overheidsbemoediging, dan is de regulering “privaat”. Een combinatie, waarbij bijvoorbeeld sprake is van een wettelijke verankering en/of een publiek-privaat initiatief, scoort hier “publiek-privaat”. Een wet, zoals in VS, houdt het predicaat “publiek” in. Bij hoofdaspect 2 is *monitoring* 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 geregeld zijn. Een monitoringcommissie met private leden, een ambtelijk secretariaat en door de overheid bekostigd onderzoek, zoals in Nederland, geldt als

<sup>54</sup> Europees Parlement en de Raad (2006).

een gemengde commissie. Tot slot de *supervisie*. Supervisie wordt gezien als de mogelijkheid om *specifiek* met betrekking tot corporate governance (gerelateerd aan wet of code) *sancties* uit te delen. *Naming* wordt gezien als de lichtste vorm van sanctionering. De vraag is welke partij hier de autoriteit voor heeft (privaat of publiek).

Bron: SEO Economisch Onderzoek, zie in de box genoemde voetnoten.

De indeling uit Box 4.2 is bedoeld om in één oogopslag te kunnen zien hoe het reguleringskader van corporate governance in een land eruit ziet. Landen verschillen mogelijk ook op andere punten van elkaar. De indeling wordt dan ook gebruikt als *samenvatting* van elk land. Voordat het zover is, worden landen op de volgende aspecten vergeleken:

- aanwezigheid van een monitoringcommissie;
- de inhoud van code of wet (zie Tabel 4.19 op het eind van dit hoofdstuk): welke ondernemingen dienen na te leven en welke partijen zijn initiatiefnemers en hoeders;
- de definitie van naleving;
- de wettelijke verankering van codes: wordt er in nationale wetgeving verwezen naar een corporate governance code. Dit betekent niet dat elke bepaling uit de code wettelijk verplicht is. Dat strookt namelijk niet met comply or explain, dat maatwerk mogelijk maakt;
- het moment van publicatie van de eerste code of wet. In sommige landen is een latere code of wet gehanteerd, in die gevallen wordt daar in de tekst melding van gemaakt.

Verschillen tussen reguleringssystemen in de onderzochte landen kunnen ook voortkomen uit de verschillende bestuursmodellen. De meerderheid van de landen waaronder de VS en het Verenigd Koninkrijk (en Ierland) kent een *one-tier* bestuursmodel. Nederland en Duitsland zijn de enige twee landen met een (voornamelijk) *two-tier* bestuursmodel. In Nederland wordt - naar verwachting per 1 januari 2013 - het *one-tier* model wettelijk geregeld voor nv's en bv's. Beursgenoteerde ondernemingen in Frankrijk, Italië en Zweden kunnen beide modellen toepassen, maar kiezen veelal voor het *one-tier* systeem. In het *one-tier* model zijn er geen twee raden (rvb en rvc), maar één bestuur dat zowel *executive* als *non-executive directors* omvat. Dit onderscheid weerspiegelt respectievelijk de uitvoerende bestuursleden zoals in de raad van bestuur in het Nederlandse systeem en de toezichthoudende leden zoals in de raad van commissarissen in het Nederlandse systeem. In het *one-tier* systeem zitten de toezichthoudende leden dichter op het organisatiebeleid dan bij de raad van commissarissen in het *two-tier* systeem. Het betreft dan ook één bestuur met twee verschillende taken. In het *two-tier* model houdt de raad van commissarissen toezicht.

Paragrafen 4.2 t/m 4.9 behandelen de individuele landen. Paragraaf 4.10 geeft kort het overzicht en gaat bij wijze van afsluiting in op het ontstaan van verschillende reguleringssystemen. Paragraaf 4.11 bevat de twee uitgebreide tabellen.

## 4.2 Nederland

Tabel 4.1 Corporate governance in Nederland

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, Nederlandse corporate governance code ( <i>Dutch corporate governance code</i> )
Moment van eerste publicatie	9 december 2003 <sup>55</sup>
Inhoud van de huidige code	22 principes, 128 best practices <sup>56</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Privaat en publiek <sup>57</sup>
Wettelijke verankering	Ja
Moment van wettelijke verankering	30 december 2004 <sup>58</sup>
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland die zijn genoteerd aan een effectenbeurs en alle grote vennootschappen met statutaire zetel in Nederland die zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem <sup>59</sup>
Board structuur	Two-tier <sup>60</sup> en - per 1 januari 2013 - ook one-tier model wettelijk geregeld
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, publiek-private commissie
Moment van invoering	Monitoring: 6 december 2004 <sup>61</sup>
Frequentie van monitoring	Jaarlijkse rapportage over naleving <sup>62</sup>
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Nalevingscijfers
Definitie van naleving	Comply or explain principe
Sancties, waaronder:	N.v.t.
Openbaarmaking individuele naleving	N.v.t.
Boetes	N.v.t.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde voetnoten.

### Regulering

In juni 1997 bracht de eerste Nederlandse corporate governance commissie een rapport met aanbevelingen uit. De aanbevelingen van deze Commissie Peters hadden als doel “de transparantie over het gevoerde ondernemingsbeleid en de verantwoording daarover te vergroten en om de aandeelhouders meer zeggenschap te geven, zodat zij inadequaat beleid of inadequate beleidsvoering kunnen corrigeren.”<sup>63</sup> De commissie kwam tot stand naar aanleiding van een overeenkomst tussen de Vereniging Effecten Uitgevend Ondernemingen (VEUO) en Euronext Amsterdam in 1996.<sup>64</sup> Zij pleitten voor zelfregulering via vrijwillige naleving en monitoring zonder handhaving. De eerste versie van de Nederlandse corporate governance code is in

<sup>55</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012a).

<sup>56</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a).

<sup>57</sup> RiskMetrics (2009), p 24.

<sup>58</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a), preamble 13.

<sup>59</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a), Preamble 2. Daarnaast is één hoofdstuk gericht op aandeelhouders waaronder institutionele beleggers (preamble 14).

<sup>60</sup> Galle (2012).

<sup>61</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2004).

<sup>62</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, (2012b).

<sup>63</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012c).

<sup>64</sup> Jong, DeJong, Mertens & Wasley (2005).

december 2003 door de Commissie Tabaksblat gepubliceerd. Deze code is op 10 december 2008 voor het laatst aangepast.<sup>65</sup> De Nederlandse corporate governance code omvat 22 principes en 128 best practices (zie Box 4.3). De monitoringcommissie bestaat uit private leden met een publiek secretariaat en publieke financiering.

#### Box 4.3 Inhoud van de Nederlandse corporate governance code<sup>66</sup>

In hoofdstukken en principes ziet de code toe op de volgende zaken:

- Naleving en handhaving van de code
- Het bestuur
  - Taak en werkwijze
  - Hoogte en samenstelling van de bezoldiging
  - Vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging
  - Tegenstrijdige belangen
- De raad van commissarissen
  - Taak en werkwijze
  - Onafhankelijkheid
  - Deskundigheid en samenstelling
  - De voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap
  - Samenstelling en rol van drie kerncommissies van de raad van commissarissen
  - Tegenstrijdige belangen
  - Bezoldiging
  - One-tier bestuursstructuur
- De (algemene vergadering van) aandeelhouders
  - Bevoegdheden
  - Certificering van aandelen
  - Informatieverschaffing/logistiek algemene vergadering
- Verantwoordelijkheid van aandeelhouders
  - Verantwoordelijkheid van institutionele beleggers
  - Verantwoordelijkheid van aandeelhouders
- De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant
  - Financiële verslaggeving
  - Rol, benoeming, beloning en beoordeling van het functioneren van de externe accountant
  - Interne audit functie
  - Relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap

Bron: Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008).

De code is wettelijk verankerd sinds 30 december 2004.<sup>67</sup> Door de wettelijke verankering en private inbreng bij de totstandkoming van de code valt Nederland onder een publiek-privaat reguleringssysteem (zie Tabel 4.2 verderop). Uit de preambule van de code blijkt welke partijen zich aan de code dienen te houden: “De Code is van toepassing op alle vennootschappen met

<sup>65</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012a).

<sup>66</sup> Zie ook Hoofdstuk 3.

<sup>67</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008).

statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot een effectenbeurs, of meer specifiek tot de handel van een gereguleerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem en op alle grote vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (> € 500 miljoen balanswaarde) waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem.”<sup>68</sup>

## Monitoring<sup>69</sup>

Er is een monitoringcommissie, de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, bestaande uit leden uit de private sector en een ambtelijk secretariaat. Deze commissie is door de overheid ingesteld op 6 december 2004.<sup>70</sup> Jaarlijks stelt zij een rapport op over de naleving en toepassing van de code door beursgenoteerde vennootschappen, gebaseerd op uitbesteed onderzoek.<sup>71</sup> Hierin staat voor een deel van de best practices of subhoofdstukken wat het nalevings- en toepassingspercentage is. Daarnaast schrijft de commissie meer kwalitatief georiënteerde stukken over thema's als het gedrag van aandeelhouders, het functioneren van commissarissen en risicobeheersing. De code zelf biedt geen mogelijkheden om sancties op te leggen aan vennootschappen die zich niet aan de code houden. De Nederlandse code kent daarbij het *comply or explain*-principe. Onder naleving van de corporate governance code wordt daarom het volgende verstaan:

- Toepassing van de best practices uit de code (comply); of
- Afwijking van de best practices uit de code met een uitleg (explain).

Afwijken van de bepalingen van de code zonder uitleg worden gezien als niet-naleving. Beursondernemingen zijn verplicht om in het jaarverslag mededeling te doen over de toepassing van de principes en best practice bepalingen die zijn gericht tot het bestuur of de rvc.

**Tabel 4.2** Nederland kent een publiek-privaat corporate governance systeem zonder sanctionering

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>68</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a), Preambule 2.

<sup>69</sup> Zie ook Hoofdstuk 3.

<sup>70</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2004).

<sup>71</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012b).

## 4.3 Verenigde Staten

Tabel 4.3 Corporate governance in de VS

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Nee. Wel de Sarbanes-Oxley Act (SOX)
Moment van eerste publicatie	Wet ging in op 29 juli 2002
Inhoud van de huidige wet	Wet heeft 11 titels, 66 secties
Initiatiefnemers en hoeders van de wet	Publiek
Wettelijke verankering	Ja, het is een wettekst
Moment van wettelijke verankering	29 juli 2002
Welke partijen zijn onderhevig aan de wet	Accountants, beursgenoteerde ondernemingen en buitenlandse dochterondernemingen met een Amerikaanse notering. <sup>72</sup>
Board structuur	One-tier <sup>73</sup>
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Monitoring van accountantsbedrijven door PCAOB
Moment van invoering supervisie	2002
Frequentie van monitoring	Jaarlijks <sup>74</sup>
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	De activiteiten van de Public Company Accounting Oversight Board PCAOB
Definitie van naleving	Geen comply or explain principe. Naleving is verplicht.
Sancties, waaronder:	<i>Hiernaast vereist beursnotering interne controles</i>
Openbaarmaking individuele naleving	Ja, indien kritiek niet verwerkt wordt (accountants) <sup>75</sup>
Boetes	Ja (accountants en bestuurders) <sup>76</sup>
Overig	Gevangenisstraf en verbod op betrokkenheid bij audit <sup>77</sup>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

De Verenigde Staten hebben geen corporate governance code. Er zijn twee niveaus waarop corporate governance gereguleerd wordt: op nationaal niveau en op het niveau van de individuele staten. Op dit laatste niveau is Delaware een invloedrijke staat. De *Delaware General Corporation Law* (DGCL) is flexibel en biedt een *safe haven* voor beursgenoteerde ondernemingen. Een groot deel van deze ondernemingen is dan ook gevestigd te Delaware.<sup>78</sup> In dit hoofdstuk ligt de focus op de nationale wetgeving.

Op nationaal niveau geldt sinds 2002 de *Sarbanes-Oxley Act* (SOX). Deze wet richt zich voor een groot deel op openbaarmaking en de rol van accountants. Jackson wijst vijf hoofddoelen van de wet aan: het versterken van de onafhankelijkheid van accountantsbedrijven, het verbeteren van de kwaliteit en transparantie van financiële verklaringen in de ondernemingsverslagen, het

<sup>72</sup> IT Governance (2012).

<sup>73</sup> Bohinc (2011).

<sup>74</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2011).

<sup>75</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2005), Title VIII of the act (Corporate and Criminal Fraud Accountability).

<sup>76</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2005).

<sup>77</sup> SOX, sectie 802 Title VIII: Corporate and Criminal Fraud Accountability.

<sup>78</sup> Zie voor meer informatie over de wet in Delaware <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml>.

verbeteren van corporate governance, het verhogen van de objectiviteit van onderzoek en het versterken van de handhaving van de *federal securities law*, inclusief sanctionering.<sup>79</sup>

De Sarbanes-Oxley-wet verschuift de controle op de audit van de ondernemingen deels van de accountantsbedrijven naar de *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB). Dit ter voorkoming van boekhoudkundige onregelmatigheden. De wet gaat uit van het risico op belangenconflicten bij accountants (als *gatekeepers*)<sup>80</sup> en verbiedt deze beroepsgroep daarom andere diensten aan te bieden aan de ondernemingen waarvan het de boeken controleert. De wet gaat niet in op perverse prikkels voor bestuursleden en is er niets opgenomen in de wet over bezoldiging van de bestuursleden of aandelenopties.<sup>81</sup> Wel zijn de interne controles van bedrijven in de wettekst geformaliseerd. Met deze interne controlesystemen controleren bedrijven intern of de cijfers die zij rapporteren correct zijn. Doel hiervan is om fraude te voorkomen. Zo is het management van een beursgenoteerd bedrijf volgens deze wet verplicht om te verklaren dat de financiële rapporten kloppen. Daarnaast moeten de interne controles door zowel het management als een externe accountant gecontroleerd worden.<sup>82</sup> Bedrijven die niet aan de vereisten van de wet voldoen, mogen niet op een beurs genoteerd zijn.<sup>83</sup> Beursgenoteerde ondernemingen zijn volgens sectie 302 verplicht mededeling te doen in hun jaarverslag. De eisen hiervan zijn vergelijkbaar met de Nederlandse verplichte mededeling.

#### Box 4.4 De inhoud van de SOX-wet

De SOX-wet bestaat uit 11 titels en 66 secties. Op hoofdlijnen zijn dit de volgende:

- I. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)
- II. Auditor Independence
- III. Corporate Responsibility
- IV. Enhanced Financial Disclosures
- V. Analyst Conflicts of Interest
- VI. Commission Resources and Authority
- VII. Studies and Reports
- VIII. Corporate and Criminal Fraud Accountability
- IX. White Collar Crime Penalty Enhancement
- X. Corporate Tax Returns
- XI. Corporate Fraud Accountability

Bron: SOX-wet.

Een deel van de SOX-wet gaat over het toezicht door de PCAOB op externe accountants en onderdelen van het bedrijfsbeleid die geen betrekking hebben op deugdelijk ondernemingsbestuur (Titels 1, 5, 6, 7, 10 en 11). In tegenstelling tot de Nederlandse code kunnen in de VS wel sancties worden opgelegd bij niet-naleving van de SOX-wet. Titel 8 en sectie 305 gaan in op deze sancties en op de klokkenluidersregeling. Een klokkenluidersregeling is overigens ook opgenomen in de Nederlandse code (best practice II.1.7). De relatie tussen de

<sup>79</sup> Jackson (2010).

<sup>80</sup> Gatekeepers hebben als externe partij van een beursgenoteerde onderneming de rol om transparantie te verschaffen over de onderneming (Bainbridge & W. D. Warren, 2012).

<sup>81</sup> J. C. Coffee Jr. (2004).

<sup>82</sup> IT Governance (2012).

<sup>83</sup> SOX Act, Title III.



interne audit commissie, die onderdeel van de raad van bestuur dient te zijn, en de externe accountant is vastgelegd in sectie 301. De rechten en taken van de aandeelhouders zijn niet toegenomen in de wet, bijvoorbeeld door stemrecht, de mogelijkheid tot het aanstellen van bestuursleden of wettelijke aansprakelijkheid.<sup>84</sup> De aandeelhouders komen in de SOX-wet alleen aan bod in de rol van mogelijk slachtoffer van fraude door de onderneming (secties 308 en 807). In titel 4 en sectie 302 van de SOX-wet zijn de vereisten opgenomen waaraan de financiële rapportage moet voldoen (zie Box 4.5). Hier ligt relatief veel nadruk op het weergeven van juiste en volledige gegevens, terwijl in de Nederlandse code de nadruk meer ligt op wie verantwoordelijk is voor de verslaggeving.

Concluderend wordt er in de SOX-wet niet ingegaan op de verantwoordelijkheid van de aandeelhouders, de beloning van bestuursleden en de rol van het bestuur, maar ligt de nadruk op juistheid van (financiële) gegevens.<sup>85</sup> Hiermee is de SOX-wet minder breed dan de Nederlandse corporate governance code.

#### Box 4.5 De belangrijkste secties voor beursgenoteerde ondernemingen uit de SOX-wet

##### **Section 302** (Title III, Corporate Responsibility for Financial Reports')

Periodic statutory financial reports are to include certifications that:

- The signing officers have reviewed the report
- The report does not contain any material untrue statements or material omission or be considered misleading
- The financial statements and related information fairly present the financial condition and the results in all material respects
- The signing officers are responsible for internal controls and have evaluated these internal controls within the previous ninety days and have reported on their findings
- A list of all deficiencies in the internal controls and information on any fraud that involves employees who are involved with internal activities
- Any significant changes in internal controls or related factors that could have a negative impact on the internal controls

##### **Section 401** (Title IV (Enhanced Financial Disclosures), 'Disclosures in Periodic Reports')

Financial statements published by issuers [*beursgenoteerde ondernemingen*] are required to be accurate and presented in a manner that does not contain incorrect statements or admit to state material information. These financial statements shall also include all material off-balance sheet liabilities, obligations or transactions. The Commission [*de SEC*] was required to study and report on the extent of off-balance transactions resulting transparent reporting. The Commission is also required to determine whether generally accepted accounting principals or other regulations result in open and meaningful reporting by issuers.

##### **Section 404** (Title IV (Enhanced Financial Disclosures), 'Management Assessment of Internal Controls')

Issuers are required to publish information in their annual reports concerning the scope and adequacy of the internal control structure and procedures for financial reporting. This statement

<sup>84</sup> Jackson (2010).

<sup>85</sup> Jackson (2010).

shall also assess the effectiveness of such internal controls and procedures.  
The registered accounting firm shall, in the same report, attest to and report on the assessment on the effectiveness of the internal control structure and procedures for financial reporting.

**Section 409** (Title IV (Enhanced Financial Disclosures), 'Real Time Issuer Disclosures').

Issuers are required to disclose to the public, on an urgent basis, information on material changes in their financial condition or operations. These disclosures are to be presented in terms that are easy to understand supported by trend and qualitative information of graphic presentations as appropriate.

Bron: A Guide To Sarbanes-Oxley, 2006.

Door de wet trad de *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) in werking.<sup>86</sup> Het bestuur hiervan ziet toe op de naleving van de wet door accountants en op de relatie tussen de beursgenoteerde onderneming en de accountant. Hiermee verschilt de VS met landen zoals Nederland en Engeland. In laatstgenoemde landen is er een code, gericht op de ondernemingen. In de VS is er een wet die voornamelijk geldt voor de accountants.

De wet is op 29 juli 2002 tot stand gekomen dankzij de democratische senator Sarbanes en diens republikeinse collega Oxley. Onder de wet vallen ondernemingen met een Amerikaanse beursnotering en buitenlandse dochterondernemingen met een Amerikaanse beursnotering.<sup>87</sup> De *Securities and Exchange Commission* (SEC) ziet toe op beursgenoteerde ondernemingen. De focus ligt hierbij op de publicatie van marktgerelateerde informatie door ondernemingen.<sup>88</sup> De SEC verschilt van de Nederlandse AFM doordat de SEC wel de bevoegdheid heeft om de normen voor verslaglegging te bepalen.<sup>89</sup>

## Monitoring

De *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) ziet toe op naleving van de SOX-wet door accountantsbedrijven die auditrapporten maken voor beursgenoteerde ondernemingen. Jaarlijks rapporteert zij hierover.<sup>90</sup> Accountantsbedrijven dienen geregistreerd te zijn bij de PCAOB. Eens in de drie jaar inspecteert de PCAOB de accountantsbedrijven, met uitzondering van de accountantsbedrijven die voor meer dan honderd bedrijven een audit rapport opstellen, die elk jaar worden geïnspecteerd. De inspectie omvat twee aspecten: hoe de accountants hun auditkwaliteit en professionaliteit behouden en hoe zij omgaan met specifieke controleopdrachten bij beursgenoteerde bedrijven. Na de inspectie schrijft de PCAOB een inspectierapport met daarin de resultaten. Indien de accountant niet binnen 12 maanden de kritiek van de PCAOB verwerkt, mag deze laatste de kritiek openbaar maken.<sup>91</sup>

<sup>86</sup> De PCAOB stelt zelf het volgende: “*The PCAOB is a nonprofit corporation established by Congress to oversee the audits of public companies in order to protect investors and the public interest by promoting informative, accurate, and independent audit reports*”.

<sup>87</sup> IT Governance (2012).

<sup>88</sup> Coates (2007) en SEC (2012).

<sup>89</sup> Camfferman (2008).

<sup>90</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2011).

<sup>91</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2005), Title VIII of the act (Corporate and Criminal Fraud Accountability).

De PCAOB heeft naast deze monitoringfunctie ook de mogelijkheid tot het opleggen van sancties. Boetes kunnen worden opgelegd en in extreme gevallen kan zij accountantsbedrijven of individuele accountants verbieden betrokken te zijn bij audits.<sup>92</sup> Verdere sancties gerelateerd aan SOX zijn als volgt. Indien een accountant of een bestuurder zich dusdanig gedraagt dat een juridisch onderzoek verstoord wordt, kan deze een boete of een gevangenisstraf van maximaal twintig jaar opgelegd krijgen. Het gaat hierbij om o.a. het veranderen, vernietigen en vervalsen van documenten. Een boete of gevangenisstraf tot maximaal tien jaar is mogelijk indien een accountant bewust het bewaren van alle auditrapporten voor een periode van vijf jaar tegenwerkt.<sup>93</sup> Naleving van de SOX-wet is verplicht. Er wordt geen *comply or explain*-principe gehanteerd.<sup>94</sup>

Tabel 4.4 De VS kent een publiek gereguleerd systeem met monitoring van accountants

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>				X
<b>Monitoring</b>				X (accountants)
<b>Supervisie</b>				X (accounts, bestuurders en via beursnotering ondernemingen)

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>92</sup> Public Company Accounting Oversight Board (2005).

<sup>93</sup> SOx, sectie 802 Title VIII: Corporate and Criminal Fraud Accountability.

<sup>94</sup> I. X. Zhang (2007).

## 4.4 Verenigd Koninkrijk

Tabel 4.5 Corporate governance in het Verenigd Koninkrijk

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, UK Corporate Governance Code <sup>95</sup>
Moment van eerste publicatie	1 december 1992 <sup>96</sup>
Inhoud van de huidige code	18 principes en 52 bepalingen <sup>97</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Publiek-privaat <sup>98</sup>
Wettelijke verankering	Ja, in de Listing Rules van de London Stock Exchange
Moment van wettelijke verankering	December 1992 <sup>99</sup>
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Bedrijven met een Premium Listing van aandelen, ongeacht hun vestigingslocatie. <sup>100</sup>
Board structuur	One-tier <sup>101</sup>
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, Financial Reporting Commission (publiek-privaat)
Moment van invoering	1 april 2004 <sup>102</sup>
Frequentie van monitoring	Vanaf 2011 jaarlijkse studie
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Onder meer het percentage bedrijven dat de bepalingen uit de code toepast.
Definitie van naleving	Comply or explain principe
Sancties, waaronder:	
Openbaarmaking individuele naleving	Niet van toepassing
Boetes	FSA mag boetes uitdelen aan bedrijven en bestuursleden <sup>103</sup>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

In 1991 stelde de *Financial Reporting Council* (FRC), de *London Stock Exchange* en accountants de *UK Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* op.<sup>104</sup> Deze combinatie van publieke en private partijen publiceerde in december 1992 het *Cadbury Report*. Dit rapport was de eerste corporate governance code die uitging van het *comply or explain*-principe en begon als zelf-regulering. Beursgenoteerde ondernemingen werden volgens de *Listing Rules* van de *London Stock Exchange* verplicht om te verklaren of zij de aanbevelingen uit het rapport naleefden (*comply or explain* verklaring)<sup>105</sup>. Daarnaast diende een externe accountant het nalevingsrapport te beoordelen. Indien ondernemingen de richtlijnen niet naleefden, liepen zij het risico op geschillen.<sup>106</sup> Na het *Cadbury Report* volgden verschillende herziene codes, waarvan de *UK Corporate Governance Code* uit september 2012 de meest recente is. De code is sinds het *Cadbury*

<sup>95</sup> Galle (2012).

<sup>96</sup> Galle (2012).

<sup>97</sup> Galle (2012), p. 121.

<sup>98</sup> RiskMetrics (2009), p. 24.

<sup>99</sup> Galle (2012), p. 12.

<sup>100</sup> Financial Reporting Council (2010a), p. 1.

<sup>101</sup> Bohinc (2011).

<sup>102</sup> Financial Reporting Council (2005).

<sup>103</sup> Galle (2012), p. 130.

<sup>104</sup> Arcot en Brunoy (2006).

<sup>105</sup> Financial Reporting Council (2012a).

<sup>106</sup> Jong et al. (2005).

*Report* wettelijk verankerd, met vrijwillige toepassing, gezien het in de code gehanteerde *comply or explain*-principe.<sup>107</sup>

De *UK Corporate Governance Code* bestaat uit 18 principes en 52 bepalingen.<sup>108</sup> De hoofdpunten van de Engelse code betreffen de *non-executive directors*<sup>109</sup>, de aanwijzing- en vergoedingsprocedure van bestuursleden, interne controle en financiële verslaglegging en de aandeelhoudersvergadering. Zie voor de hoofdlijnen van de code Box 4.6.

#### Box 4.6 Inhoud van de *UK Corporate Governance Code*

- Leadership
  - The role of the board
  - Divisions of responsibilities
  - The chairman
  - Non-executive directors
- Effectiveness
  - The composition of the board
  - Appointments to the board
  - Commitment
  - Development
  - Information and Support
  - Evaluation
  - Re-election
- Accountability
  - Financial and business reporting
  - Risk management and internal control
  - Audit committee and auditors
- Remuneration
  - The level and components of remuneration
  - Procedure
- Relation with shareholders
  - Dialogue with shareholders
  - Constructive use of the AGM

Bron: Financial Reporting Council, 2010a.

In tegenstelling tot de Nederlandse corporate governance code wordt er in de hoofdlijnen van de *UK corporate governance code* geen aandacht besteed aan de verantwoordelijkheid van de aandeelhouders.<sup>110</sup> Ook is vrijwel de gehele Engelse code gericht aan de raad van bestuur, terwijl in de Nederlandse code ook hoofdstukken gericht zijn aan de aandeelhouders en de externe

<sup>107</sup> Galle (2012).

<sup>108</sup> Financial Reporting Council (2010a).

<sup>109</sup> *Non-executive directors* zijn leden van het bestuur zonder uitvoerende functie. Zij zijn officieel niet in dienst van de onderneming. In het VK geldt het one-tier systeem waardoor hun functie vergeleken kan worden met een Commissaris uit de Nederlandse RvC.

<sup>110</sup> Er wordt alleen in *schedule C* ingegaan op de *engagement principles* voor institutionele aandeelhouders.

accountant<sup>111</sup>. De relatie met de institutionele aandeelhouders is vastgelegd in de *Stewardship Code* (zie Box 4.7).

Door de grote focus die de Engelse code op de raad van bestuur legt, is er in het hoofdstuk daarover meer vastgelegd dan in de Nederlandse variant. De Engelse code heeft zaken als evaluatie van het bestuur, de rol van de voorzitter en de samenstelling van het bestuur als principe opgenomen. Een en ander hangt samen met de *one-tier* structuur in het VK, daar waar in Nederland zulke onderwerpen zijn verdeeld over de raad van bestuur en de raad van commissarissen. De Nederlandse variant heeft, in tegenstelling tot de Engelse code, wel een principe over tegenstrijdige belangen bij bestuursleden. Een ander verschil is dat in Nederland sinds 2004 aandeelhouders mogen stemmen over het beloningsbeleid. In het VK is daar onlangs een consultatiedocument over verschenen. Hierin stelt de overheid voor om een bindende stem voor aandeelhouders in te voeren over het beloningsbeleid en gouden handdrukken die meer dan één jaarsalaris betreffen. Een niet-bindende stem wordt voorgesteld over de toepassing van het beloningsbeleid.<sup>112</sup>

#### Box 4.7 Doel en inhoud van de UK Stewardship Code

De *UK Stewardship Code* is in juli 2010 gepubliceerd. De code richt zich voornamelijk op ondernemingen die de aandelen van institutionele beleggers beheren en heeft als doel de betrokkenheid van de institutionele beleggers bij de beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren. De code bestaat uit zeven principes waar institutionele beleggers zich aan dienen te houden.

- Openbaarmaking van het beleid om zich te kwijten van hun rentmeesterschapverantwoordelijkheden. Indien er gebruik wordt gemaakt van *proxy voting* dient aangegeven te worden hoe dit toegepast wordt;
- Het hebben en publiceren van robuust beleid om belangenconflicten tegen te gaan;
- Het monitoren van de ondernemingen waarin zij investeren;
- Het vaststellen van richtlijnen hoe de aandeelhouderswaarde beschermd en verhoogd zal worden;
- Indien passend samenwerken met andere investeerders;
- Het hebben van een duidelijk beleid over stemmen en het openbaar maken van stemactiviteiten;
- Het periodiek rapporteren over hun rentmeesterschap en stemactiviteiten.

Bron: Zie voetnoot<sup>113</sup>.

De corporate governance code is van toepassing op ondernemingen met een *Premium Listing* van aandelen, ongeacht de vestigingsplaats van de onderneming.<sup>114</sup> In hun verslaglegging moeten deze ondernemingen de volgende zaken opnemen:

- Een verklaring over hoe het bedrijf de hoofdprincipes heeft toegepast. Dit dient verifieerbaar voor aandeelhouders te zijn,
- Een verklaring waarin het bedrijf stelt:
  - Welke bepalingen uit de code zijn nageleefd.

<sup>111</sup> Wel worden in de actualisatie van de Engelse code in 2012 meer eisen gesteld aan de *audit* commissie.

<sup>112</sup> BIS Department for business innovation & skills (2012).

<sup>113</sup> Financial Reporting Council (2012b) en Financial Reporting Council (2010b).

<sup>114</sup> Financial Reporting Council (2010a), p. 1.

- Welke bepalingen uit de code niet zijn nageleefd en:
  - Om welke principes het gaat,
  - Indien het gaat om bepalingen die een continuïteit betreffen, aangeven in welke periode er van de bepaling is afgeweken,
  - De reden waarom is afgeweken van naleving.<sup>115</sup>

## Monitoring

Monitoring wordt gedaan door de *Financial Reporting Commission* (sinds maart 2004). Vanaf 2011 publiceert deze commissie jaarlijks een rapport over nalevingscijfers. Dit is een onafhankelijke commissie die haar autoriteit op het gebied van corporate governance ontleent aan de Listing Rules van de London Stock Exchange. Er zijn connecties met de overheid: zo stelt deze de voorzitter van de FRC aan en draagt zij bij aan de financiën van de FRC. Vanwege deze *link* hebben wij de monitoring als *privaat/publiek* opgenomen.

De *Financial Services Authority* (FSA) (sinds 2000) heeft de autoriteit om boetes op te leggen aan bedrijven en bestuurders.<sup>116</sup> De FSA is geen overheidsorgaan, maar heeft vanuit de *Financial Services and Markets Act 2000* deze autoriteit gekregen en dient te rapporteren aan de minister van Financiën.<sup>117</sup> Sanctionering kan worden gedaan als blijkt dat een bedrijf geen mededeling in de juiste vorm heeft meegenomen in het jaarverslag. De FSA doet echter slechts een aanwezigheidscheck op deze mededeling. Zij doet geen uitspraken over hoe accuraat of adequaat de mededeling is.<sup>118</sup> Individuele naleving van bedrijven wordt niet openbaar gemaakt door de FSA of door de FRC.

**Tabel 4.6** Het VK heeft een publiek/private code met publieke monitoring en publiek/private sanctionering

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>			X	

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>115</sup> Galle (2012), p. 128.

<sup>116</sup> Galle (2012).

<sup>117</sup> Financial Service Authority (2012).

<sup>118</sup> RiskMetrics (2009).

## 4.5 Ierland

Tabel 4.7 Corporate governance in Ierland

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, de UK Corporate Governance Code aangevuld door de Irish Corporate Governance Annex
Moment van eerste publicatie	1999
Inhoud van de huidige code	18 principes en 52 bepalingen <sup>119</sup> , aangevuld met 6 principes en 20 bepalingen <sup>120</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Privaat (Ierse deel)
Wettelijke verankering	Nee
Moment van wettelijke verankering	N.v.t.
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Ierse beursgenoteerde bedrijven met een primary listing op de Main Securities Market
Board structuur	One-tier
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Irish Stock Exchange. Grant Thornton voert het monitoringonderzoek uit
Moment van invoering	Monitoring: 1999
Frequentie van monitoring	Jaarlijks sinds 2007
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Naleving van de code in het algemeen en gedrag bij specifieke bepalingen <sup>121</sup>
Definitie van naleving	Comply or explain principe
Sancties, waaronder:	Ja
Openbaarmaking individuele naleving	N.v.t.
Boetes	N.v.t.
Verwijderen van beursnotatie	Irish Stock Exchange heeft de autoriteit om de beursnotatie uit te stellen of te verwijderen indien de code niet wordt nageleefd <sup>122</sup>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

Ierland heeft lange tijd geen eigen corporate governance code gehad. In plaats daarvan maakte het land per december 1999 gebruik van de *Combined Code* uit buurland Engeland. De bepalingen uit deze code werden overgenomen door de *Irish Stock Exchange* (ISE), waardoor Ierse beursgenoteerde bedrijven moesten rapporteren over de naleving van deze code. De *Combined Code* bevat een *comply or explain*-principe. Ierse bedrijven dienden daarom ook te rechtvaardigen als zij afweken van de code.<sup>123</sup> De *Irish Stock Exchange* publiceerde in 2010 een consultatiedocument. Doel van dit document was om een Ierse corporate governance code op te stellen die grotendeels overeenkomt met de *UK Corporate Governance Code*. De Engelse code zou worden aangevuld met aanbevelingen die uit de eerdere studie van ISE en de *Irish Association of Investment Managers* (IAIM) kwamen.<sup>124</sup> Dit resulteerde in 2010 in nieuwe *Listing Rules* van de ISE en de *Irish Corporate*

<sup>119</sup> Galle (2012), p. 121.

<sup>120</sup> Irish Stock Exchange (2010).

<sup>121</sup> Grant Thornton (2011).

<sup>122</sup> RiskMetrics (2009).

<sup>123</sup> Office of the director of corporate enforcement (2012).

<sup>124</sup> Irish Stock Exchange (2012).



*Governance Annex*. Beursgenoteerde ondernemingen in Ierland dienen zich vanaf 2010 zowel aan de *UK Corporate Governance Code* als de *Irish Corporate Governance Annex* te houden, beide op basis van het *comply-or-explain-principe*.

Voor de inhoud van de *UK Corporate Governance Code* zie paragraaf 4.4. De *Irish Corporate Governance Annex* omvat zes principes (zie Box 4.8). In de *UK Corporate Governance Code* ligt zoals gesteld de nadruk op de raad van bestuur. De *Irish Corporate Governance Annex* heeft hier zes aanvullingen op gedaan. Deze zes principes zien voor het overgrote deel ook toe op de raad van bestuur. Bij het principe over de samenstelling van het bestuur en over de *audit*commissie wordt expliciet om uitleg gevraagd respectievelijk waarom er voor een bepaalde omvang en samenstelling is gekozen en wat er is gedaan door de auditcommissie met betrekking tot het risicomanagement.

#### Box 4.8 De inhoud van de *Irish Corporate Governance Annex*

- Board Composition
- Board Appointments
- Board Evaluation
- Board Re-election
- Audit Committee
- Remuneration

Bron: Irish Stock Exchange (2010).

## Monitoring

Het *comply or explain*-principe is hetzelfde als in het Verenigd Koninkrijk (zie paragraaf 4.4).<sup>125</sup> De monitoring wordt gedaan door de *Irish Stock Exchange*. Deze beurs heeft volgens de *Listing Rules* de autoriteit om de beursnotering van een bedrijf op te schorten of te annuleren.<sup>126</sup> Dit mag zij doen indien de onderneming zich niet houdt aan de bepalingen van de code (zie Tabel 4.8). De *Financial Regulator* ziet toe op het functioneren van de ISE. Dit overheidsorgaan heeft de mogelijkheid om de autoriteit van de ISE in te trekken. Er is daarom sprake van supervisie op de private regulering door ISE.<sup>127</sup>

Tabel 4.8 Ierland kent een zelfreguleringssysteem

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>		X		
<b>Monitoring</b>		X		
<b>Supervisie</b>		X		

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>125</sup> Irish Stock Exchange Listing Rules, Chapter 6, Continuing Obligations, 6.8.3 (7).

<sup>126</sup> Listing Rules, Chapter 1, section 1.5.

<sup>127</sup> RiskMetrics (2009).

## 4.6 Duitsland

Tabel 4.9 Corporate governance in Duitsland

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, German Corporate Governance Code <sup>128</sup>
Moment van eerste publicatie	26 februari 2002 <sup>129</sup>
Inhoud van de huidige code	73 aanbevelingen
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Privaat en publiek <sup>130</sup>
Wettelijke verankering	Ja <sup>131</sup>
Moment van wettelijke verankering	26 februari 2002 <sup>132</sup>
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Beursgenoteerde Duitse nv's <sup>133</sup>
Board structuur	Two-tier <sup>134</sup>
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, publiek <sup>135</sup>
Moment van invoering	Monitoring: September 2001 <sup>136</sup>
Definitie van naleving	Comply or explain principe vanaf 15 mei 2012. Eerder alleen indirect via een wetsartikel <sup>137</sup>
Frequentie van monitoring	Jaarlijks <sup>138</sup>
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	De kans dat een bedrijf in de toekomst zal afwijken van de standaarden uit de code. Verder het nut van de aanbevelingen en voorstellen uit de code.
Sancties, waaronder:	N.v.t. <sup>139</sup>
Openbaarmaking individuele naleving	N.v.t.
Boetes	N.v.t.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

Duitsland heeft sinds 26 februari 2002 een corporate governance code, de *Cromme Code*.<sup>140</sup> Deze code is wettelijk verankerd in artikel 161 AktG (*German Stock Corporation Act*). Deze kwam tot stand naar aanleiding van 150 aanbevelingen van een overheidspanel. Het betrof een vrijwillige code in die zin dat ondernemingen ervan af mochten wijken indien dit openbaar werd gemaakt (*comply or disclose*).<sup>141</sup> De meest recente code is de *German Corporate Governance Code* van 26 mei

<sup>128</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012b).

<sup>129</sup> European Corporate Governance Institute (2002).

<sup>130</sup> Galle (2012), p. 155.

<sup>131</sup> Galle (2012), p. 162, 170: artikel 161 AktG.

<sup>132</sup> Commission of the German corporate governance code (2012).

<sup>133</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012b).

<sup>134</sup> Galle (2012).

<sup>135</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012a). Uitgevoerd door Berlin Center of Corporate Governance.

<sup>136</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012a).

<sup>137</sup> Galle (2012), p. 163-164, Government Commission German Corporate Governance Code (2012b).

<sup>138</sup> Uitgevoerd door Berlin Center of Corporate Governance.

<sup>139</sup> “*Those who dare not comply with the code will be punished by the capital market*” (Galle, 2012, p. 166).

<sup>140</sup> European Corporate Governance Institute (2002).

<sup>141</sup> Galle (2012), p. 155.

2010.<sup>142</sup> De code is van toepassing op beursgenoteerde Duitse naamloze vennootschappen.<sup>143</sup> Zie Box 4.9 voor de hoofdlijnen van deze code.

#### Box 4.9 De inhoud van de *German Corporate Governance Code*

- Aandeelhouders en de algemene vergadering
  - Aandeelhouders
  - Algemene vergadering
  - Uitnodiging voor de algemene vergadering
- Samenwerking tussen het bestuur en de raad van commissarissen
  - Taken en verantwoordelijkheden
  - Samenstelling en bezoldiging
  - Tegenstrijdige belangen
- Raad van commissarissen
  - Taken en verantwoordelijkheden
  - Taken en autoriteit van de voorzitter van de rvc
  - Formatie van de commissies
  - Samenstelling en bezoldiging
  - Tegenstrijdige belangen
  - Analyse van efficiëntie
- Transparantie
- De rapportage en audit van de jaarlijkse financiële verslaggeving
  - Rapportage
  - Audit van de jaarlijkse financiële verslaggeving

Bron: German corporate governance code (2010).

De Duitse en Nederlandse code lijken op principeniveau qua inhoud op elkaar. Een uitzondering is de Nederlandse beschrijving over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders. Deze ontbreekt in de Duitse variant. Duitsland heeft ten opzichte van de Nederlandse code een toevoeging van acht aanbevelingen over transparantie.

## Monitoring

De code wordt gemonitord door de *Government Commission German Corporate Governance Code*. Deze publieke commissie is opgericht in september 2001.<sup>144</sup> Zij houdt de ontwikkelingen op het gebied van corporate governance in de gaten en herziet de code minstens eens per jaar.<sup>145</sup> De commissie is een publieke instelling met leden uit de private sector. Er kunnen geen sancties worden opgelegd indien ondernemingen zich niet (correct) aan de code houden. Zich misdragende ondernemingen zouden gestraft moeten worden door ‘de kapitaalmarkt’ (zie Tabel 4.10).<sup>146</sup> Het *Berlin Center of Corporate Governance* voert jaarlijks in opdracht van de commissie een

<sup>142</sup> (European Corporate Governance Institute, 2010)

<sup>143</sup> (Galle, 2012) & (Government Commission German Corporate Governance Code, 2012b)

<sup>144</sup> (Government Commission German Corporate Governance Code, 2012a)

<sup>145</sup> (Commission of the German corporate governance code, 2012)

<sup>146</sup> (Galle, 2012)

monitoronderzoek uit.<sup>147</sup> Deze jaarlijkse rapportage omvat onder meer een enquête waarin ondernemingen moeten aangeven hoe waarschijnlijk het is dat zij in de toekomst zullen afwijken van de standaarden uit de code. Ook analyseert zij op basis van ervaringen van bestuurders en commissarissen het nut van de aanbevelingen en voorstellen uit de code.<sup>148</sup>

De Duitse code kende tot de versie van 15 mei 2012 geen expliciet *comply or explain*-principe. Wel was er een *comply or disclose*-principe opgenomen. Dit hield in dat ondernemingen mogen afwijken van de bepalingen uit de code maar dit wel jaarlijks moeten aangeven.<sup>149</sup> In de praktijk bleek er onduidelijkheid te bestaan over de vraag of slechts het benoemen van niet-naleving voldoende was of dat er ook een uitleg voor moest worden gegeven. Daarom is er per 29 mei 2009 een wet in werking getreden waarmee artikel 161 van de *German Stock Corporation Act* (AktG) werd aangepast. In dit wetsartikel is sindsdien een *comply or explain* principe opgenomen.<sup>150</sup> Ook in de herziene versie van de code van 15 mei 2012 is het *comply or explain* principe opgenomen.<sup>151</sup>

Tabel 4.10 Duitsland heeft een publiek/private code zonder sanctionering

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch onderzoek.

<sup>147</sup> (Commission of the German corporate governance code, 2012) & (Berlin Center of Corporate Governance, 2012a)

<sup>148</sup> Berlin Center of Corporate Governance (2012b).

<sup>149</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012b), voorwoord.

<sup>150</sup> Galle (2012), p. 164.

<sup>151</sup> Government Commission German Corporate Governance Code (2012b), voorwoord.

## 4.7 Frankrijk

Tabel 4.11 Corporate governance in Frankrijk

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, Corporate Governance of Listed Corporations <sup>152</sup>
Moment van eerste publicatie	Oktober 2003
Inhoud van de huidige code	22 aanbevelingen, 47 criteria <sup>153</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Privaat <sup>154</sup>
Wettelijke verankering	Nee
Moment van wettelijke verankering	N.v.t.
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Rechtspersonen die hun statutaire zetel in Frankrijk hebben en waarvan de financiële effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt <sup>155</sup>
Board structuur	One-tier en two-tier systemen zijn mogelijk, maar meerderheid van ondernemingen hanteert one-tier
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, publiek en privaat <sup>156</sup>
Moment van invoering	AMF: 1 augustus 2003 <sup>157</sup>
Frequentie van monitoring	Jaarlijks
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Mate waarin comply or explain wordt toegepast. Daarnaast de mate waarin aan specifieke bepalingen wordt gehouden.
Definitie van naleving	Comply or explain principe na 2009 op vrijwillige basis <sup>158</sup>
Sancties, waaronder:	Nee
Openbaarmaking individuele naleving	N.v.t.
Boetes	N.v.t.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

Frankrijk heeft sinds 2003 een corporate governance code. De *Corporate Governance of Listed Corporations*<sup>159</sup> geldt voor rechtspersonen die hun statutaire zetel in Frankrijk hebben en waarvan de financiële effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.<sup>160</sup> De code is voor het laatst herzien in april 2010. Hij bestaat uit 22 aanbevelingen en 47 criteria (zie Box 4.10) voor de principes van de code.

<sup>152</sup> Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des entreprises de France(2003). Meest recente versie uit april 2010.

<sup>153</sup> Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des entreprises de France (2010).

<sup>154</sup> RiskMetrics (2009), p. 24.

<sup>155</sup> Autorité des marchés financiers (2010a).

<sup>156</sup> Autorité des marchés financiers (AMF), French Private Companies Association (*Française des Entreprises Privées*, AFEP) en French Business Confederation (*Mouvement des Entreprises de France*, MEDEF).

<sup>157</sup> Autorité des marchés financiers (2012).

<sup>158</sup> Autorité des marchés financiers (2010b), European Corporate Governance Forum (2009).

<sup>159</sup> Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des entreprises de France (2003). Meest recente versie uit april 2010.

<sup>160</sup> Autorité des marchés financiers (2010a).

#### Box 4.10 De inhoud van de *Corporate Governance of Listed Corporations*

- The board of directors: a collegial body
- The board of directors and the market
- Separation of the offices of chairman of the board of directors and chief executive officer
- The board of directors and strategy
- The board of directors and the meeting of shareholders
- Membership of the board of directors: guiding principles
- Representation of specific groups or interests
- Independent directors
- Evaluation of the board of directors
- Meetings of the board and of the committees
- Directors' access to information
- Duration of directors' terms of office
- Committees of the board
- The audit committee
- The appointments or nominations committee
- The compensation committee
- Deontology for directors
- Director's compensation
- Termination of employment in case of appointment as executive director
- Compensation of executive directors
- Information concerning executive directors' compensation
- Implementation of the recommendations

Bron: Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des entreprises de France (2010).

Ook de Franse *Corporate Governance of Listed Corporations* is sterk gericht op de raad van bestuur. Net als in sommige andere landen wordt de raad van commissarissen niet besproken in de hoofdlijnen van de code. Dit omdat de meeste beursgenoteerde ondernemingen het *one-tier* bestuursstelsel hanteren. Hierdoor worden de onderwerpen die in de Nederlandse code over de raad van commissarissen gaan, besproken bij de raad van bestuur. Ook de verantwoordelijkheid van de aandeelhouders en de algemene aandeelhoudersvergadering worden niet uitgebreid besproken. Slechts één aanbeveling gaat over de aandeelhoudersvergadering. Ook aan de *audit* van de financiële verslaggeving, de positie van de interne *audit*functie en van de externe accountant wordt in de Franse code slechts in één aanbeveling aandacht besteed. De code is opgesteld door twee private partijen, de *Association Française des Entreprises Privées* (*Association of French Private-Sector Companies*, AFEP) en de *Mouvement des Entreprises de France* (*French Business Confederation*, MEDEF).<sup>161</sup> Er is geen wettelijke verankering van de code (zie Tabel 4.12).

## Monitoring

De *Autorité des marchés financiers* (Autoriteit Financiële Markten, AMF)<sup>162</sup> maakt sinds 1 augustus 2003 jaarlijks een rapport op. Dit rapport is gebaseerd op informatie die beursgenoteerde bedrijven openbaar hebben gemaakt.<sup>162</sup> De AMF rapporteert over de mate waarin *comply or*

<sup>161</sup> Association Française des Entreprises Privées & Mouvement des entreprises de France (2010).

<sup>162</sup> Autorité des marchés financiers (2010a, 2012).

*explain* wordt toegepast. Daarnaast gaat zij dieper in op specifieke bepalingen en de mate waarin hieraan gehouden wordt.<sup>163</sup> De AMF legt geen straffen op voor het niet naleven van de *Corporate Governance of Listed Corporations*. De AFEP en MEDEF analyseren de toepassing van de Franse code. Indien ondernemingen de aanbevelingen niet naleven zonder opgave van een goede reden, nemen deze private partijen contact op met de onderneming.<sup>164</sup>

Het *comply or explain*-principe heeft nog geen lange geschiedenis in Frankrijk. Als één van de laatste Europese lidstaten heeft zij na 2009 het mechanisme ingevoerd. De uitwerking ervan is echter minder streng dan in andere landen. Beursgenoteerde ondernemingen mogen een code naleven volgens het *comply or explain* principe, maar zij zijn niet verplicht om te refereren aan een specifieke code. De voorwaarde aan een code is dat deze opgesteld dient te zijn door representatieve brancheorganisaties. Hieruit kan worden afgeleid dat ondernemingen zelf mogen kiezen welke code zij naleven. De wetgever had echter de code van AFEP en MEDEF in gedachten.<sup>165</sup> Bij geen referentie aan een code dient hiervoor een verklaring gegeven te worden en dient het eigen corporate governance beleid uitgelegd te worden. Duhamel et al. (2012) verwoorden het Franse *comply or explain* principe dan ook als “*apply or explain, and if you apply, comply or explain.*”<sup>166</sup> Bij referentie aan een code moeten ondernemingen afwijkingen van de code melden in hun jaarverslag. Een mededeling van naleving is niet verplicht. Naleving kan daarom verondersteld worden indien bedrijven geen melding maken van afwijkingen. Het staat ondernemingen uiteraard vrij om meer informatie over toepassing of uitleg te verstrekken in hun jaarverslag.<sup>167</sup>

Tabel 4.12 vat samen. Vanwege het private karakter van de Franse codes en het feit dat ondernemingen de mogelijkheid hebben om niet aan een code te refereren (maar dan wel een verklaring dienen te geven en het corporate governance beleid dienen uit te leggen), is de regulering van het ondernemingsbestuur als *privaat aangeduid* (eerste rij).

**Tabel 4.12 Frankrijk heeft een publiek-privaat corporate governance systeem zonder sanctionering**

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>		X		
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>163</sup> Autorité des marchés financiers (2010b).

<sup>164</sup> RiskMetrics (2009).

<sup>165</sup> Andere mogelijkheden zijn codes van Association Française de Gestion 2008, Institut Français des Administrateurs 2007, Institut Montaigne 2003 en MiddleNext 2009.

<sup>166</sup> Duhamel et al. (2012).

<sup>167</sup> Duhamel et al. (2012).

## 4.8 Italië

Tabel 4.13 Corporate governance in Italië

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, Corporate Governance Codes and Principles <sup>168</sup>
Moment van eerste publicatie	Oktober 1999 <sup>169</sup>
Inhoud van de huidige code	26 principes, 46 criteria <sup>170</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Publiek en privaat <sup>171</sup>
Wettelijke verankering	Ja <sup>172</sup>
Moment van wettelijke verankering	2006 <sup>173</sup>
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Beursgenoteerde bedrijven
Board structuur	Zowel one- als two-tier systemen zijn mogelijk, maar het one-tier systeem is het meest voorkomend <sup>174</sup>
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, publiek en privaat <sup>175</sup>
Moment van invoering	4 juni 1985 <sup>176</sup>
Frequentie van monitoring	Kwartaal en halfjaarlijks <sup>177</sup>
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Aantal bedrijven die stellen de code over te nemen en specifieke focus op onder meer de hoogte van bezoldiging <sup>178</sup>
Definitie van naleving	Comply or explain principe op vrijwillige basis. Sinds 2006, wettelijk verankerd sinds 2009 <sup>179</sup>
Sancties, waaronder:	Disciplinaire maatregelen <sup>180</sup>
Openbaarmaking individuele naleving	Ja, bij boetes <sup>181</sup>
Boetes	Ja <sup>182</sup>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

In 1999 is de eerste Italiaanse corporate governance code gepubliceerd, het *Report & Code of Conduct* (de Preda Code).<sup>183</sup> Deze code is opgesteld door private partijen onder leiding van de voorzitter van *Borsa Italia* (de Italiaanse beurs).<sup>184</sup> Sinds 2006 is de code wettelijk verankerd.<sup>185</sup> De

<sup>168</sup> Meest recente versie is Corporate Governance Codes and Principles uit december 2011 (European Corporate Governance Institute, 2011).

<sup>169</sup> Eerste code was Report & Code of Conduct (The Preda Code) uit oktober 1999.

<sup>170</sup> Comitato per la Corporate Governance (2011).

<sup>171</sup> Galle (2012), p. 175.

<sup>172</sup> “The code has found a legal base in national legislation” (Galle, 2012, p. 185).

<sup>173</sup> Galle (2012).

<sup>174</sup> Galle (2012).

<sup>175</sup> Comitato per la Corporate Governance, *Associazione fra le società italiane per azioni* (Assonime, de vereniging voor beursgenoteerde bedrijven), *Borsa Italia* (de Italiaanse beurs) en Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB, autoriteit voor de regulering van de Italiaanse securities market).

<sup>176</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), 2012.

<sup>177</sup> Zie voetnoot 176.

<sup>178</sup> Associazione fra le società Italiane per azioni (2012b).

<sup>179</sup> RiskMetrics (2009), Bianchi, Ciavarella, Novembre, & R. Signoretti (2010).

<sup>180</sup> Galle (2012), p. 187.

<sup>181</sup> Consolidated Law on Finance 2012 Artikel 192-bis.

<sup>182</sup> Zie voetnoot 181.

<sup>183</sup> Eerste code was Report & Code of Conduct (The Preda Code) uit oktober 1999.

<sup>184</sup> Galle (2012), p. 175-176.



laatst herziene versie van de code is de *Corporate Governance Codes and Principles* uit december 2011.<sup>186</sup> De code is van toepassing op beursgenoteerde bedrijven.

Er zijn 26 principes en 46 criteria opgenomen in de code, zie Box 4.11 voor de hoofdartikelen van deze code.

#### Box 4.11 De inhoud van de *Corporate Governance Codes and Principles*

- Role of the Board of Directors
- Composition of the Board of Directors
- Independent directors
- Internal committees of the Board of Directors
- Appointment of directors
- Remuneration of directors
- Internal control and risk management system
- Statutory auditors
- Relations with the shareholders
- Two-tier and one-tier systems

Bron: Corporate governance code and principles (2011).

In de Italiaanse *Corporate Governance Codes and Principles* wordt uitgegaan van een besturingssysteem zonder raad van commissarissen (*one-tier*). Alleen het laatste principe in de code gaat in op de vraag hoe de principes uit de code nageleefd dienen te worden indien sprake is van een *two-tier* systeem. Ook de verantwoordelijkheden van de aandeelhouders zijn niet opgenomen in de hoofdlijnen van de code. De relatie met de aandeelhouders wordt slechts beschreven vanuit de taken van de raad van bestuur.

## Monitoring

De *Associazione fra le società italiane per azioni* (Assonime, de vereniging voor beursgenoteerde bedrijven) analyseert de naleving jaarlijks.<sup>187</sup> Ook de *Borsa Italia* (de Italiaanse beurs) publiceert rapporten over beursgenoteerde bedrijven.<sup>188</sup> De publieke instelling CONSOB (*The Italian Companies and Stock Exchange Commission*) is de toezichthouder voor de Italiaanse financiële productenmarkt sinds 4 juni 1985.<sup>189</sup> Eén van haar taken is het onderzoek van de *accountancy*documenten van beursgenoteerde bedrijven.<sup>190</sup> Op frequente basis publiceert zij rapporten.<sup>191</sup>

<sup>185</sup> “The code has found a legal base in national legislation” (Galle, 2012, p. 185 en p. 175).

<sup>186</sup> Meest recente versie is *Corporate Governance Codes and Principles* uit december 2011 (European Corporate Governance Institute, 2011).

<sup>187</sup> Galle (2012), p. 188.

<sup>188</sup> *Associazione fra le società Italiane per azioni* (2004).

<sup>189</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), 2012.

<sup>190</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), na 2007.

<sup>191</sup> Elk kwartaal en halfjaar komt er een rapport uit. Onduidelijk is of bij elk rapport de naleving van de corporate governance code wordt meegenomen. (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), na 2007; *The Italian Companies and Stock Exchange Commission* (Consob), na 2007).

Ook de Italiaanse code kent sinds 2006 het *comply or explain*-principe.<sup>192</sup> Net als in Frankrijk is dit principe in Italië iets anders geformuleerd dan in de andere onderzochte landen. In Italië hebben ondernemingen de keuze om de code aan te nemen. De eerste zin van de code is dan ook: “*Adoption of and compliance with this Corporate Governance Code (the “Code”) is voluntary.*”<sup>193</sup> Alleen indien zij voor de code kiezen, geldt het *comply or explain* principe. In dat geval dienen ondernemingen het volgende aan te geven:

- Duidelijke informatie over de wijze waarop elke aanbeveling uit de code is toegepast;
- Bij afwijking van een aanbeveling moet een bedrijf aanvullende informatie verschaffen over de reden van afwijking.<sup>194</sup>

Sinds 2009 is de code wettelijk verankerd in art. 123-bis, *Consolidated Law on Finance* (CLF), *implementing Directive 46/2006* (paragraaf 2). Deze paragraaf laat de mogelijkheid open voor andere codes (maar de besproken code is momenteel de enige) en stelt dat minimaal wordt vermeld de corporate governance praktijken voor zover deze niet uit nationale wetgeving volgen.<sup>195</sup>

Indien directeuren, leden van controleorganen en leden van de raad van bestuur niet voldoen aan de eisen tot openbaarmaking zoals vastgesteld in artikel 123-bis, paragraaf 2 van de *Consolidated Law on Finance*, kunnen er sancties worden opgelegd. Boetes liggen tussen de € 10.000 en € 300.000 en worden gepubliceerd in minstens twee nationale kranten waaronder één financiële.<sup>196</sup> Dit geldt zowel voor de ondernemingen die vrijwillig een code hebben aangenomen, als voor de ondernemingen die dit niet hebben gedaan en dan los van een code informatie moeten verschaffen over hun corporate governance praktijken.

**Tabel 4.14** Italië heeft een publiek/private code met sanctionering door een publieke partij

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>			X	
<b>Monitoring</b>			X	
<b>Supervisie</b>				X

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

<sup>192</sup> RiskMetrics (2009), Bianchi et al. (2010).

<sup>193</sup> Comitato per la Corporate Governance (2011), p. 6.

<sup>194</sup> Associazione fra le società Italiane per azioni (2012a).

<sup>195</sup> De paragraaf luidt (selectie): “[...] information shall be provided regarding: a) adoption of a corporate governance code of conduct issued by regulated stock exchange companies or trade associations, giving reasons for any decision not to adopt one or more provisions, together with the corporate governance practices actually applied by the company over and above any legal or regulatory obligations. The company shall also indicate where the adopted corporate governance code of conduct may be accessed by the public; b) the main characteristics of existing risk management and internal audit systems used in relation to the financial reporting process, including consolidated reports, where applicable; c) the operating mechanisms of the shareholders’ meeting, its main powers, shareholder rights and their terms of exercise, if different from those envisaged by legal and regulatory provisions applicable as supplementary measures”.

<sup>196</sup> Consolidated Law on Finance 2012 Artikel 192-bis.

## 4.9 Zweden

Tabel 4.15 Corporate governance in Zweden

<b>Regulering</b>	
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, de Swedish Corporate Governance Code <sup>197</sup>
Moment van eerste publicatie	1 juli 2005
Inhoud van de huidige code	10 principes, 49 criteria <sup>198</sup>
Initiatiefnemers en hoeders van de code	Privaat <sup>199</sup>
Wettelijke verankering	Nee
Moment van wettelijke verankering	N.v.t.
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Alle Zweedse bedrijven waarvan aandelen verhandeld worden op een gereguleerde markt in Zweden. <sup>200</sup>
Board structuur	One-tier <sup>201</sup>
<b>Monitoring en supervisie</b>	
Monitoringcommissie	Ja, privaot <sup>202</sup>
Moment van invoering	Monitoring: 2005. Supervisie: 1986
Frequentie van monitoring	Jaarlijks
Monitoring: waarover wordt gerapporteerd?	Onder meer naleving code, aantal uitleg, kwaliteit uitleg <sup>203</sup>
Definitie van naleving	Comply or explain principe <sup>204</sup>
Sancties, waaronder:	Nee
Openbaarmaking individuele naleving	Niet van toepassing
Boetes	Niet van toepassing

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de in de tabel genoemde bronnen.

### Regulering

Zweden heeft sinds 1 juli 2005 een corporate governance code. De laatst herziene versie is de *Swedish Corporate Governance Code* van februari 2010.<sup>205</sup> De code is tot stand gekomen door private partijen. Voor 2005 waren reeds regels, richtlijnen en aanbevelingen gedaan over corporate governance door onder meer de *Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee*, de *Swedish Securities Council* en de *Stockholm Stock Exchange*. In 2005 werd de private *Swedish Corporate Governance Board* opgezet. Haar taken zijn de monitoring en analysering van hoe de code in de praktijk wordt toegepast. Indien aanpassingen nodig zijn is dit bestuur daar ook de aangewezen partij voor. Per 1 juli 2008 trad een herziene code in werking waardoor de code op meer bedrijven van toepassing werd. Daardoor is de code in haar huidige versie van toepassing op alle Zweedse bedrijven waarvan de aandelen op de NASDAQ OMX Stockholm en op NGM Equity

<sup>197</sup> Swedish corporate governance board (2010).

<sup>198</sup> Swedish corporate governance board (2010).

<sup>199</sup> Swedish corporate governance board (2012a).

<sup>200</sup> Swedish corporate governance board (2012c).

<sup>201</sup> “Boards of Swedish listed companies are composed entirely or predominantly of non-executive directors” (Swedish corporate governance board, 2010).

<sup>202</sup> Lekvall (2009).

<sup>203</sup> Swedish corporate governance board (2011), p. 15 e.v.

<sup>204</sup> Swedish corporate governance board (2012b).

<sup>205</sup> Swedish corporate governance board (2010).

beursen verhandeld worden.<sup>206</sup> De code is niet wettelijk verankerd. Hij omvat 10 principes en 49 criteria. Zie Box 4.12 voor de hoofdlijnen van de code.

#### Box 4.12 De inhoud van de *Swedish Corporate Governance Code*

- The shareholders' meeting
- Appointment and remuneration of the board and statutory auditor
- The tasks of the board of directors
- The size and composition of the board
- The tasks of directors
- The chair of the board
- Board procedures
- Evaluation of the board of directors and the chief executive officer
- Remuneration of the board and executive management
- Information on corporate governance

Bron: Code, februari 2010.

Vanwege het *one-tier* systeem ligt de nadruk van de *Swedish Corporate Governance Code* op de rol van de raad van bestuur van de beursgenoteerde ondernemingen (de raad van commissarissen wordt dan ook niet besproken). Uit de inleiding van de code blijkt dat de relatie met andere stakeholders, de regels en werking van de aandelenmarkt en de interactie tussen aandeelhouders niet in de code wordt besproken. De opstellers van de code vinden dit buiten het kader van “*strictly owner-orientated view of corporate governance*” vallen.<sup>207</sup> Hiermee wordt ook geen aandacht besteed aan de verantwoordelijkheid van aandeelhouders. Wel wordt de algemene aandeelhoudersvergadering besproken.

## Monitoring

De Zweedse code is gebaseerd op het *comply or explain*-principe. Op deze manier hoeven bedrijven niet elke regel uit de code toe te passen zonder dat de naleving van de code in gevaar komt. Bij afwijking van de code dient het bedrijf duidelijk aan te geven dat er wordt afgeweken en dient het gekozen alternatieve beleid te worden uitgelegd en onderbouwd.<sup>208</sup>

Zoals vermeld wordt de naleving vanaf 2005 gemonitord door de *Swedish Corporate Governance Board*.<sup>209</sup> Jaarlijks rapporteert zij hoe de code in de praktijk wordt nageleefd, het aantal maal dat er gekozen wordt voor uitleg in plaats van toepassing, de inhoud op de website van de ondernemingen en de kwaliteit van de uitleg.<sup>210</sup> De *Swedish Corporate Governance Board* heeft niet de autoriteit om sancties op te leggen (zie Tabel 4.16). Het Zweedse systeem kan worden gekenmerkt als zelfregulering door de aandelenmarkt.

<sup>206</sup> Swedish corporate governance board (2012a).

<sup>207</sup> Swedish corporate governance board (2010), paragraaf 1.5.

<sup>208</sup> Swedish corporate governance board (2012b).

<sup>209</sup> Lekvall (2009) en Swedish corporate governance board (2011).

<sup>210</sup> RiskMetrics (2009).

Tabel 4.16 Zweden heeft private zelfregulering zonder sanctionering

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>		X		
<b>Monitoring</b>		X		
<b>Supervisie</b>	X			

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

## 4.10 Overzicht en ontstaan van reguleringssystemen

### Overzicht

Tabel 4.17 vat de verschillende systemen samen. Hieruit blijkt dat geen enkel onderzocht land 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 alle 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 supervisie en 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.

Tabel 4.17 Samenvatting van regulering, monitoring en sanctionering van corporate governance

	Nee	Privaat	Privaat/publiek	Publiek
<b>Regulering ondernemingsbestuur</b>		IR, FR, ZW	NL, VK, DU, IT	VS
<b>Monitoring</b>		IR, ZW	NL, DU, FR, IT, VK	VS
<b>Supervisie</b>	NL, DU, FR, ZW	IR	VK	VS, IT

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

### Ontstaan

Uit het voorgaande blijkt dat er verschillende invullingen van codes en wetten zijn die toezien op corporate governance. De vraag is waarom er verschillen zijn tussen de systemen die landen hanteren. Dit onderdeel kijkt of de aanleiding tot codes en/of wetten iets zegt over de uiteindelijke keuze voor een reguleringssysteem.

In oktober 2001 kwam in de *Verenigde Staten* het Enron-schandaal naar buiten. Dit Amerikaanse energiebedrijf had enorme schulden verdoezeld. De raad van bestuur was misleid en de externe accountant overtuigd om de schulden te negeren. Het bedrijf ging uiteindelijk failliet en trok een groot accountantskantoor mee in zijn val. Een jaar later ging ook WorldCom failliet. Deze gebeurtenissen waren een belangrijke impuls voor de Sarbanes-Oxley wet, die door het Congres werd aangenomen in 2002.<sup>211</sup>

<sup>211</sup> J. C. Coffee Jr. (2004).

Het debat over corporate governance kwam in het *Verenigd Koninkrijk* op gang na schandalen van bedrijven zoals Coloroll (1990), Polly Peck (1990), Maxwell Communications Corporation (1991) en BCCI (1991). De ondergang van deze bedrijven had een aantal zaken gemeen. Zij hadden alle een recente financiële gezondheidsverklaring ontvangen van de accountant, er was gebrek aan actie van de niet-uitvoerende bestuurders, een krachtige directeur en weinig betrokkenheid van institutionele beleggers. Deze gebeurtenissen gaven aanleiding voor het vormen van een commissie door de *Financial Reporting Council* (FRC), de *London Stock Exchange* en accountants. De FRC was bezorgd over het gebrek aan accurate verslaglegging, waardoor het functioneren van de onderneming niet transparant was voor aandeelhouders. De LSE zat in over de slechte reputatie van *the City* bij investeerders. De accountants hadden voorheen een zelfregulerende rol en wilden deze niet kwijtraken. Ook speelde de angst voor aansprakelijkheid bij het tekenen van een auditrapport mee. De commissie stelde in 1992 het *Cadbury Report* op.<sup>212</sup> Het VK kenmerkte zich halverwege de jaren '90 door gespreid eigendom over aandeelhouders, de aanwezigheid van institutionele aandeelhouders, sterke financiële markten, invloedrijke financiële media en zelfreguleringstradities. Deze kenmerken leidden ertoe dat er een zelfregulerend corporate governance systeem ontstond. De monitoring en handhaving werden grotendeels overgelaten aan de raad van bestuur en de aandeelhouders.<sup>213</sup>

In *Ierland* was lange tijd geen eigen corporate governance code aanwezig. In plaats daarvan hanteerde de Ierse beurs de code uit het Verenigd Koninkrijk. Dit systeem is daarmee zelfregulerend op initiatief van een private partij en uitgevoerd door een private partij zonder verdere wettelijk vastgelegde regels. Het toezicht wordt dan ook gedaan door de private Ierse beurs; zij heeft ook de mogelijkheid tot sanctionering. Deze trend is ook in *Zweden* te zien. Hoewel dit land wel al sinds 2005 een eigen corporate governance code heeft, is deze opgezet door private partijen. De code is niet wettelijk verankerd en het toezicht wordt gedaan door een private partij. In Zweden heeft de private toezichthouder er in tegenstelling tot Ierland voor gekozen om geen sancties op te leggen indien ondernemingen zich niet houden aan de code.

In *Frankrijk* is de code tot stand gekomen door publieke en private partijen maar is de code, in tegenstelling tot Nederland, Duitsland en Italië niet wettelijk verankerd. Dit kan te maken hebben met de relatief late invoering van het *comply or explain*-principe. Ook na invoering wijkt dit principe qua toepassing af van andere landen.

In *Nederland* pleitte de commissie Peters voor zelf-regulering via vrijwillige naleving en monitoring zonder handhaving.<sup>214</sup> De initiatiefnemers van deze commissie waren zowel publieke als private partijen. De noodzaak hiertoe is beïnvloed door de corporate governance ontwikkelingen in Engeland en het faillissement van DAF in 1994.<sup>215</sup> Het kabinet was echter van mening dat zelfregulering op een aantal vlakken niet bleek te werken. Daarom werd in 1999 een aantal wetswijzigingen voorgesteld ten aanzien van “*i) vergroting van de transparantie van ondernemings- en bestuursgegevens; ii) vergroting van de zeggenschap van aandeelhouders en iii) mogelijkheden voor aandeelhouders om deel te nemen aan de besluitvorming op de algemene vergadering van aandeelhouders*”.<sup>216</sup> Na het Ahold-

---

<sup>212</sup> Jones en Pollitt (2001).

<sup>213</sup> RiskMetrics (2009).

<sup>214</sup> Jong et al. (2005).

<sup>215</sup> Galle (2012).

<sup>216</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (1999).

boekhoudschandaal in 2003 werd in 2004 de code wettelijk verankerd en kwam er een publieke commissie om de naleving te monitoren.

Net als in Nederland waren in *Duitsland* de initiatiefnemers en hoeders van de code zowel publieke als private partijen. Ook kwam er een publieke monitoringcommissie om de naleving te analyseren. Het verschil met Nederland is dat de eerste Duitse code uit 2002 per ingang ervan wettelijk verankerd is terwijl daar in Nederland een jaar tussen zat.

In *Italië* kwam het debat over corporate governance op gang door de privatisering van overheidsbedrijven eind jaren '90. Hierdoor kwamen problemen met de scheiding tussen eigendom en controle aan de orde. Een vrijwillige code werd als onvoldoende geacht. De monitoring van de code wordt, in tegenstelling tot Nederland en Duitsland, zowel door publieke als private partijen gedaan. Ook kunnen er sancties worden opgelegd indien niet wordt voldaan aan de wettelijke eisen van openbaarmaking.

Concluderend zijn in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en in mindere mate Nederland de codes of wet tot stand gekomen naar aanleiding van één of meerdere corporate governance-schandalen. Engeland speelde een voortrekkersrol in Europa en heeft onder meer Ierland en Nederland beïnvloed. Bij Duitsland, Italië, Frankrijk en Zweden is dit type crisismanagement niet de aanleiding geweest voor het tot stand komen van codes. Veel voorkomende systemen zijn die met een wettelijke verankering en monitoring door in ieder geval een publieke instelling of systemen zonder wettelijke verankering met private monitoring. Tussenvormen komen ook voor. Zo kan een code die niet wettelijk verankerd is alsnog gemonitord worden door onder meer een publieke instelling (Frankrijk). In landen waar zelfregulering als niet toereikend werd geacht, is de code wettelijk verankerd. In twee van de drie landen met alleen private initiatiefnemers wordt de monitoring door een private partij gedaan (alleen in het VK niet).

## 4.11 Uitgebreide overzichtstabellen

Tabel 4.18 - *Veelijking tussen de acht onderzochte landen*

	Nederland	VS	VK	Ierland	Duitsland	Frankrijk	Italië	Zweden
Aanwezigheid corporate governance code	Ja, Nederlandse corporate governance code	Nee, Wel Sarbanes-Oxley Act (SOX)	Ja, UK Corporate Governance Code	Ja, de UK Corporate Governance Code aangevuld door de Irish Corporate Governance Annex	Ja, German Corporate Governance Code	Ja, Corporate Governance of Listed Corporations	Ja, Corporate Governance Codes and Principles	Ja, de Swedish Corporate Governance Code
Moment van eerste publicatie	9 december 2003	29 juli 2002	1 december 1992	1999	26 februari 2002	oktober 2003	oktober 1999	1 juli 2005
Inhoud van de huidige code	22 principes, 128 best practices	Wet heeft 11 titels, 66 articles	18 principes en 52 bepalingen	18 principes en 52 bepalingen, aangevuld met 6 principes en 20 bepalingen.	73 aanbevelingen	22 aanbevelingen, 47 criteria	26 principes, 46 criteria	10 principes, 49 criteria
Initieel/norms en hoeders van de code	Publiek en privaet	Publiek	Privaet/publiek	Privaet	Privaet en publiek	Privaet	Publiek en privaet	Privaet
Wettelijke verankering	Ja	Ja	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee
Moment van wettelijke verankering	30 december 2004	29 juli 2002	december 1992	N.v.t.	februari 2002	N.v.t.	2006	N.v.t.
Welke partijen zijn onderhevig aan code	Alle beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland	Accountants, beursgenoteerde ondernemingen en buitenlandse dochterondernemingen met een Amerikaanse notering	Bedrijven met een Premium Listing van aandelen, ongeacht hun vestigingslocatie	Ierse beursgenoteerde bedrijven met een primary listing op de Main Securities Market	Beursgenoteerde Duitse nv's	Rechtspersonen met statutaire zetel in Frankrijk en waarvan de financiële effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt	Beursgenoteerde bedrijven	Alle Zwedse bedrijven wiens aandelen verhandelbaar worden op een gereguleerde markt in Zweden.
Board structuur	Tw e-ler en one-ler	One-ler	One-ler	One-ler	Tw e-ler	Meerderheid one-ler	Meerderheid one-ler	One-ler
Monitoringcommissie	Ja, publiek-private commissie	Ja, publiek op accountants	Ja, privaet-publiek	Ja, privaet	Ja, publiek	Ja, publiek en privaet	Ja, publiek en privaet.	Ja, privaet
Moment van invoering	6 december 2004	2002	april 2004	1999	september 2001	2003	juni 1985	2005. Supervisie: 1986
Frequentie van monitoring	Jaarlijkse rapportage over naleving	Jaarlijks	Vanaf 2011 jaarlijkse studie	Jaarlijks sinds 2007	Jaarlijks	Jaarlijks	Kwartalen en halfjaarlijks	Jaarlijks
Monitoring: waarover w ordt gerapporteerd?	Nalevingscijfers	De activiteiten van de Public Company Accounting Oversight Board PCAOB	Onder meer het percentage bedrijven dat de bepalingen uit de code toepast.	Naleving van de code in het algemeen en gedrag bij specifieke bepalingen	De kans dat een bedrijf in de toekomst zal afwijken van de standaarden uit de code.	Mete w aarin comply or explain w ordt toegepast.	Aantal bedrijven die stelen de code over te nemen en specifieke focus op onder meer de hoogte van bezoldiging	Onder meer naleving code, aantal uitleg, kw aaliteit uitleg
Definitie van naleving	Comply or explain	Geen comply or explain principe. Naleving is verplicht.	Comply or explain principe	Comply or explain principe	Comply or explain principe vanaf 15 mei 2012. Eerder alleen indirect via een wetsartikel	Comply or explain principe na 2009 op vrijw ilige basis	Comply or explain principe verankerd sinds 2009	Comply or explain principe
Sancities, w aaronder:	Nee	Ja	Ja	Ja	Nee	Nee	Ja	Nee
Openbaringmaking individuele naleving	N.v.t.	Ja	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	Ja	N.v.t.
Boetes	N.v.t.	Ja	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	Ja	N.v.t.
Overig	N.v.t.	Gevangenisstraf (accountants) Beursnotering afhankelijk van interne controles	N.v.t.	Irish Stock Exchange heeft de autoriteit om de beursnotatie uit te stellen of te vernietigen indien de code niet w ordt nageleefd	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.

Bron: SEO Economisch Onderzoek. Zie tabellen in landenparagrafen voor bronnen.



Tabel 4.19 Vergelijking van de inhoud van de codes op principeniveau van de Nederlandse Corporate governance code<sup>217</sup>

Nederland	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Ierland	Duitsland	Frankrijk	Italië <sup>218</sup>	Zweden
Naleving en handhaving van de code.		Vrijwel hele code gericht op bestuur	Zie code VK. Hier zijn alleen de Ierse bepalingen opgenomen		Vrijwel hele code gericht op bestuur		Information on corporate governance
<b>Het bestuur.</b> Taak en werkwijze Hoogte en samenstelling van de bezoldiging Vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging Tegenstrijdige belangen	306: Insider trades during pension fund blackout periods. 403: Disclosures of transactions involving management en principal stockholders 806: Protection for employees of publicly traded companies who provide evidence of fraud 402: Enhanced conflict of interest provisions	The role of the board Divisions of responsibilities The chairman Non-executive directors The composition of the board Appointments to the board Commitment Development Information and Support Evaluation Re-election The level and components of remuneration Procedure (of remuneration)	Board composition Board appointment Board evaluation Board re-election Remuneration	Cooperation between Management Board and Supervisory Board Tasks and Responsibilities Composition and Compensation Conflicts of Interest	The board of directors (bod): a collegial body The bod and the market Separation of the offices of chairman of the bod and chief executive officer The bod and strategy The bod and the meeting of shareholders Membership of the bod: guiding principles Representation of specific groups or interests Independent directors Evaluation of the bod Meetings of the board and of the committees Directors' access to information Duration of directors' terms of office Committees of the board	Composition of the Board of Directors Independent directors Internal committees of the Board of Directors Appointment of directors Role of the Board of Directors Remuneration of directors	Appointment and remuneration of the board and statutory auditor The tasks of the board of directors The size and composition of the board The tasks of directors The chair of the board Board procedures Evaluation of the board of directors and the chief executive officer Remuneration of the board and executive management

<sup>217</sup> De gearceerde cellen geven aan dat het betreffende onderdeel uit de Nederlandse code niet in de code uit het land in kwestie besproken wordt.

<sup>218</sup> Alleen artikelen weergegeven. Per artikel zijn meerdere principes mogelijk.

Nederland	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Ierland	Duitsland	Frankrijk	Italië <sup>218</sup>	Zweden
Het bestuur (vervolg)					The appointments or nominations committee The compensation committee Deontology for directors Director's compensation Termination of employment in case of appointment as executive director Compensation of executive directors Information concerning executive directors' compensation		
<b>De raad van commissarissen</b>	One-tier systeem	One-tier systeem Bij <b>Bestuur</b> opgenomen	One-tier systeem Bij <b>Bestuur</b> opgenomen	Examination of Efficiency	One-tier systeem Bij <b>Bestuur</b> opgenomen	One-tier systeem Bij <b>Bestuur</b> opgenomen	One-tier systeem Bij <b>Bestuur</b> opgenomen
Taak en werkwijze				Tasks and Responsibilities			
Onafhankelijkheid							
Deskundigheid en samenstelling							
De voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap				Tasks and Authorities of the Chairman of the Supervisory Board			
Samenstelling en rol van drie kerncommissies van de raad van commissarissen				Formation of Committees			
Tegenstrijdige belangen				Conflicts of Interest			
Bezoldiging				Composition and Compensation			
One-tier bestuursstructuur						Two-tier and one-tier systems	

Nederland	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Ierland	Duitsland	Frankrijk	Italië <sup>218</sup>	Zweden
<b>De (algemene vergadering van) aandeelhouders</b>	308. Fail funds for investors: civil penalties added to disgorgement funds for the relief of victims. 807: Criminal penalties for defrauding shareholders of publicly traded companies	Dialogue with shareholders Constructive use of the AGM		Shareholders General meeting Invitation to the General Meeting, Postal Vote, Proxies		Relations with the shareholders	The shareholders' meeting
Bevoegdheden							
Certificering van aandelen							
Informatieverschaffing/logistiek algemene vergadering							
<b>Verantwoordelijkheid van aandeelhouders.</b>							
Verantwoordelijkheid van institutionele beleggers		Schedule C gaat in op de engagement principles voor institutionele aandeelhouders					
Verantwoordelijkheid van aandeelhouders							
<b>De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant.</b> Financiële verslaggeving Rol, benoeming, beloning en beoordeling van het functioneren van de externe accountant Interne audit functie Relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap	303: Improper influence on conduct of audits. 304: Forfeiture of certain bonuses and profits 305: officer and director bars and penalties. 404: Management assessment of internal controls 401: Disclosures in periodic reports.	Accountability Financial and business reporting Risk management and internal control Audit committee and auditors	Audit committee	Audit of Annual Financial Statements Reporting	The audit committee	Internal control and risk management system Statutory auditors	

Nederland	Verenigde Staten	Verenigd Koninkrijk	Ierland	Duitsland	Frankrijk	Italië <sup>218</sup>	Zweden
	408: Enhanced review of periodic disclosures by issuers 802: Criminal penalties for altering documents 906: Corporate responsibility for financial reports. 301: Public company audit committees 407: Disclosure of audit committee financial expert. 302: Corporate responsibility for financial reports.						

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de Nederlandse corporate governance code (2008), de Sarbanes-Oxley wet, UK corporate governance code (2010), German corporate governance code (2010), Corporate governance of listed companies (Frankrijk, 2010), Corporate governance code and principles (Italië, 2011) en Swedish corporate governance code (2010).

## 5 Monitoring

Dit hoofdstuk draait om het hypothetische alternatief “beëindiging van de door de overheid ingestelde monitoringcommissie”, zoals geïntroduceerd in Hoofdstuk 2. Paragraaf 5.1 kijkt vanuit de optiek van maatschappelijke welvaart welke effecten mogelijk zijn als gevolg van deze beëindiging. Paragraaf 5.2 geeft weer wat de verschillende onderzoeksmethoden zeggen over het optreden van effecten. Paragraaf 5.3 probeert op basis hiervan een conclusie te trekken over de maatschappelijke wenselijkheid van dit alternatief. Paragraaf 5.4 vult aan met overige inzichten met betrekking tot monitoring van naleving en toepassing van de code.

### 5.1 Inventarisatie van mogelijke effecten

Het onderzochte alternatief houdt in dat de door de overheid ingestelde monitoringcommissie wordt 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)<sup>219</sup>.

In Hoofdstuk 2 werd al gesteld dat een eerste vraag is of er 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 en openbaar) initiatief niet van de grond komt, zijn er verdere effecten te verwachten.

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<sup>220</sup>.

De mogelijke baten die zouden verdwijnen gaan via drie kanalen. Ten eerste via het ontbreken van 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. Ten tweede vallen de aanvullende onderzoeken weg. Ten derde vindt er geen verslag richting kabinet meer plaats.

De vraag is welke invloed hiervan uitgaat op de informatievoorziening en op het gedrag van besturen, rvc's en aandeelhouders. Het ontbreken van genoemde overzichten heeft mogelijk gevolgen voor het rapporteren over corporate governance in het jaarverslag en betekent mogelijk iets voor de relatie tussen bestuurders, aandeelhouders en andere partijen. Aandeelhouders

---

<sup>219</sup> Het vastgestelde doel van de commissie is het bevorderen van de actualiteit en de bruikbaarheid van de code. Het doen van aanpassingen van de code is evenwel geen taak van de commissie.

<sup>220</sup> Met uitzondering van de inzet van leden en voorzitter voor zover niet vergoed.

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.

Samenvattend zijn de mogelijke effecten van dit alternatief:

- afhankelijk van het wel of niet ontstaan van private initiatieven die de taken van de huidige monitoringcommissie overnemen,
- een verplaatsing van de financiering of een uitsparing van de kosten van monitoring,
- mogelijke invloed op en via aandeelhouders, voor zover die zich (mede) laten leiden door openbare informatie over de algemene naleving van de code,
- mogelijke invloed op de rapportage van ondernemingen over corporate governance en op het ondernemingsbestuur zelf,
- mogelijk minder systematische informatie over ondernemingsbestuur voor de overheid.

## 5.2 Optreden van effecten

### 5.2.1 Private monitoring

#### Ervaringen in andere landen

Uit de internationale vergelijking van Hoofdstuk 4 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 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.

#### Verskil tussen publieke en private monitoring

In de interviews kwam de vraag naar voren of organisaties die één partij vertegenwoordigen wel voldoende onafhankelijk monitoringrapportages kunnen en zullen voortbrengen<sup>221</sup>. Private

<sup>221</sup> Een praktische vraag is welke private partij of partijen in Nederland het monitoringinitiatief op zich zouden nemen. De monitoring is gebaseerd op gegevens die openbaar beschikbaar zijn. De VEB en

partijen zouden zich kunnen laten leiden door hun achterban. In de interviews kwam ook naar voren dat een commissie met een belangrijke publieke component mogelijk meer medewerking kan verwachten van de beursgenoteerde ondernemingen.<sup>222</sup> 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.

## 5.2.2 Effect op ondernemingen via signaal en agendering

### Interviews: signaal en agendering

Uit de interviews kwam naar voren kwam dat monitoring door de overheid wordt gezien als onderdeel van het faciliteren en legitimeren van de governance code door die overheid. Het terugtrekken van de overheid uit de monitoringscommissie kan dan het signaal afgeven dat de principes uit de code minder belangrijk worden gevonden. Ook verdwijnt dan 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.

### Enquête

De vraag is of hier een gedragsreactie door de beursgenoteerde ondernemingen op komt. In de enquête is de hypothetische situatie zonder monitoring voorgelegd aan de beursgenoteerde ondernemingen (hypothetisch alternatief 1). Tabel 5.1 en Tabel 5.2 laten zien dat het merendeel aangeeft noch de rapportage, noch de toepassing van best practice bepalingen te wijzigen. Dit zou het signaal- en agenderingseffect moeten meten tezamen met mogelijke andere effecten via het bestuur van ondernemingen.

**Tabel 5.1** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=32.

Eumedion gebruiken deze gegevens al voor hun eigen monitoring, die minder systematisch plaatsvindt dan die van de monitoringcommissie.

<sup>222</sup> Deze hypothese is niet voorgelegd aan de ondernemingen in de enquête. Overigens geldt ook het omgekeerde: een commissie zonder private component zou de verdenking op zich kunnen krijgen zich niet onafhankelijk van de politiek op te stellen.

**Tabel 5.2** 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
<b>Ja</b>	2	6%
<b>Nee</b>	26	84%
<b>Weet niet</b>	3	10%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%
<b>Totaal</b>	31	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. 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 verder Hoofdstuk 6).

Indien een enquête wordt gebruikt om de mening van respondenten te inventariseren, is het niet uitgesloten dat er ‘sociaalwenselijke’ antwoorden worden gegeven. In het onderhavige geval zou het als sociaalwenselijk kunnen worden gezien te antwoorden dat het jaarverslag en ondernemingsbestuur *niet* wijzigt. Dit zou impliceren dat het percentage bedrijven dat niets wijzigt in werkelijkheid lager ligt. Ondernemingen zouden dan namelijk aangeven transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur belangrijker te vinden dan ze werkelijk doen. Mocht dit het geval zijn, dan verstrekt dat de mogelijke *negatieve* effecten van dit alternatief. Hierover kan worden opgemerkt dat de genoemde aandelen wijzigen per hypothese, zoals in Hoofdstuk 6 en 7 zal blijken. Dit duidt erop dat antwoorden vermoedelijk niet, of in ieder geval niet volledig, zijn bepaald door sociaalwenselijkheid.

### 5.2.3 Effect via informatievoorziening

Naast een signaalfunctie en de agendering van corporate governance vanuit de overheid door de jaarlijkse publicatiecyclus lopen de effecten van het beëindigen van de monitoring via de *informatievoorziening* van de monitoring. De informatie kan van waarde zijn voor partijen en het verschijnen van die informatie kan betekenen dat voor- of achteraf het gedrag wordt beïnvloed.

Hierboven is al gemeld dat de meeste *beursgenoteerde nv's* in de enquête aangeven noch de rapportage, noch het ondernemingsbestuur te zullen wijzigen als gevolg van het ontbreken van monitoring. Dit wijst erop dat ondernemingen zich niet in belangrijke mate laten leiden door hun ‘positie’ ten opzichte van het algemene beeld van naleving en toepassing. Blijkbaar verwachten ondernemingen ook niet dat er vanuit *aandeelhouders* of andere partijen een significante gedragsreactie komt waar zij rekening mee willen houden<sup>223</sup>. Het literatuuronderzoek heeft geen studies opgeleverd waarin wordt vastgesteld of en in hoeverre stem-, beleg- en

<sup>223</sup> Aandeelhouders zijn in het kader van dit onderzoek niet geënuquêteerd. Het betreft hier de gedragsreactie van aandeelhouders als gevolg van het ontbreken van ‘het algemene beeld’, waardoor de ‘positie’ van een onderneming t.o.v. dat beeld niet meer bekend is.



investeringsbeslissingen specifiek afhankelijk zijn van (geaggregeerde) monitoring van corporate governance.<sup>224</sup>

Monitoring zegt niet alleen iets over de positie van individuele ondernemingen ten opzichte van 'het geheel', maar ook 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 (zie Hoofdstuk 3). 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. De diverse boekhoud-, ondernemings-, landen- en bankenschandalen in het recente verleden geven aan dat dit waarschijnlijk geen overbodige luxe is. Hoewel dergelijke schandalen niet dagelijks plaatsvinden, kunnen de maatschappelijke kosten ervan enorm zijn. Daarnaast kwam in enkele interviews naar voren dat de activiteiten van een monitoringscommissie 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. Daar wordt nog wél genoemd dat dan de jaarlijkse controle op de naleving niet meer hoeft plaats te vinden.

### 5.3 Overzicht en interpretatie

Het enige kwantificeerbare effect in dit alternatief betreft de jaarlijkse kostenbesparing (als er helemaal geen monitoring meer plaatsvindt) dan wel de jaarlijkse financieringsverschuiving van publiek naar privaat (indien een vergelijkbaar privaat initiatief tot stand komt). Gezien het totale jaarlijkse budget voor de monitoringscommissie 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. Het genoemde bedrag is eerder een boven- dan een ondergrens, omdat ook zonder monitoring bijvoorbeeld de overheid op een meer ad hoc manier informatie zal verzamelen.

Onder de streep is het daarom de vraag of de *negatieve* effecten die het gevolg (kunnen) zijn van beëindiging van monitoring door de overheid de besparing van € 0,35 miljoen per jaar overtreffen. Stel dat deze beëindiging als consequentie heeft dat 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 het risico dat richting ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden. De interviews en enquête lijken erop te wijzen dat marktpartijen dit risico niet substantieel achten, maar een nadere kwantificering is in het kader van dit onderzoek niet mogelijk gebleken. Een ander risico is dat monitoring door private partijen minder onafhankelijk en minder gezaghebbend is, wat de kwaliteit van de monitoring beïnvloedt. Als dat echter aannemelijk is, is het maar zeer de vraag of marktpartijen dit überhaupt zullen oppakken, los van individuele organisaties met deelbelangen.

---

<sup>224</sup> En ook geen studies m.b.t. de mate waarin rapportage en ondernemingsbestuur specifiek afhangen van (geaggregeerde) monitoring.

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 gaat wederom gepaard met het risico dat richting ondernemingen een signaal wordt afgegeven dat de corporate governance code minder belangrijk is geworden. Daarenboven neemt waarschijnlijk de agendering van corporate governance door ondernemingen en politiek af. Tot slot komt er minder systematisch geaggregeerde informatie met betrekking tot naleving en toepassing van de code beschikbaar.

Resumerend en concluderend. Op voorhand is niet te zeggen of het publieke aandeel in de monitoring privaat zal worden opgevangen. Als dat wel gebeurt, hoeft er niet veel te veranderen, aangenomen dat de monitoring op een onafhankelijke wijze plaatsvindt. Indien met het wegvallen van het publieke aandeel stelselmatige monitoring wordt beëindigd, levert dat een beperkte maatschappelijke besparing op. Het is een open vraag of deze besparing tot maatschappelijke kosten leidt die de besparing overtreffen. De vraag of het geschetste alternatief zonder overheidsmonitoring maatschappelijk gewenst is, komt daarmee neer op de inschatting en waardering van een toename in risico's. Het voornaamste risico lijkt samen te hangen met het ontbreken van gedegen informatie om corporate governance op de (politieke) agenda te houden en tijdig in te spelen op relevante ontwikkelingen. Dit kan uiteindelijk leiden tot maatschappelijke kosten. In de meest extreme en tevens meest zichtbare vorm betreft het flagrante schendingen van deugdelijk ondernemingsbestuur ('schandalen'), met brede maatschappelijke consequenties.

## 5.4 Variant en overige inzichten

### De overheid als opdrachtgever

Een opdrachtgever die de onafhankelijkheid van monitoring stimuleert beperkt daarmee de mogelijke risico's van niet-onafhankelijke, private monitoring. Een variant die daarmee overeenkomt is dat de overheid de monitoring financiert en delegeert aan een volledig private commissie. Als voorwaarde wordt dan gesteld dat de monitoring onafhankelijk en onbevooroordeeld plaatsvindt en dit wordt uiteraard ook getoetst. Mogelijk wordt ook de gezaghebbendheid van private monitoring hierdoor vergroot.

Deze variant past in een gedachte dat de overheid geen directe betrokkenheid meer wil in de monitoring, maar deze nog wel actief wil blijven ondersteunen. Het levert noch de overheid, noch de maatschappij direct een besparing op. Ten opzichte van het onderzochte alternatief zijn de verschillen:

- onzekerheid over het voortbestaan van monitoring wordt weggenomen; informatie (o.a. voor de overheid) blijft bestaan,
- geen besparing of financieringsverschuiving,
- verminderd signaalrisico en verminderd risico op lagere kwaliteit van monitoring.

Samengevat levert deze variant geen besparing of financieringsverschuiving op en blijft er een (beperkt) risico van signaalwerking en kwaliteit van monitoring bestaan.

### Informatievoorziening door monitoring

Gedurende het onderzoek is gebleken dat er met betrekking tot de monitoring en met betrekking tot de informatievoorziening onduidelijkheden bestaan. Die worden hier genoemd. Overigens is de indruk dat de Nederlandse monitoring internationaal gezien op hoog niveau staat.

#### *Spraakverwarring*

De onduidelijkheid die het snelst ter sprake kwam in dit onderzoek betreft de termen “naleving” en “toepassing”. De monitoringcommissie gebruikt deze termen anders, namelijk omgekeerd, dan in de wettelijke verankering<sup>225</sup>. De rapportages van de RUG voor de monitoringcommissie tot en met boekjaar 2010 gebruiken ze zoals in de wettelijke verankering, dus tegengesteld aan (de opdrachtgevende) monitoringcommissie. Spraakverwarring is het voorspelbare gevolg.

#### *Uitleg en impliciete naleving*

De code en de wettelijke verankering gaan uit van het principe van pas toe of leg uit. De monitoring gaat hier daarom 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. In Hoofdstuk 3 bleek al dat deze vaststelling aan verschillende interpretaties onderhevig kan 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. 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. Dit punt komt terug in verschillende interviews, waarin soms gesuggereerd wordt dat de monitoringcommissie voorbeelden zou kunnen geven van geldige en niet-geldige uitleg, en ook meer in het algemeen dat het beoordelen van de geldigheid van uitleg bij de commissie zou kunnen liggen.<sup>226</sup> Zie ook Hoofdstuk 7.

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 (zie paragraaf 3.7). 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 toe als ook de mate van afwijking wordt vastgesteld.

Het tweede punt is dat code en monitoring twee doelen dienen: bevordering van deugdelijk ondernemingsbestuur, 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 (zie wederom paragraaf 3.7) lijkt de nadruk meer te liggen op het eerste dan op het tweede. Een vraag is of deze balans optimaal is. Zie verder Hoofdstuk 7.

<sup>225</sup> Monitoringcommissie: naleving is toepassing of uitleg. Wettelijke verankering: toepassing is naleving of uitleg.

<sup>226</sup> Zie ook Abma en Olaerts (2011). Abma en Olaerts lijken een vorm van naming of shaming voor te staan (zie Hoofdstuk 7). De nadruk ligt bij Abma en Olaerts op een beoordeling van de deugdelijkheid van de motivering voor afwijking i.p.v. de deugdelijkheid van de afwijking zelf. De vraag is evenwel of deze twee wel zo gemakkelijk te scheiden zijn.

*Meting*

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) (zie paragraaf 3.7).

## 6 Wettelijke verankering code

In dit hoofdstuk staat het hypothetische alternatief centraal waarin de wettelijke verankering van de code vervalt. Zoals toegelicht in Hoofdstuk 2 blijft er vanwege EU-richtlijnen (minimaal) een plicht tot mededeling over corporate governance in het jaarverslag bestaan. De primaire wijziging is dan ook dat beursgenoteerde ondernemingen niet meer verplicht zijn naar de door de overheid aangewezen governance code te verwijzen. Dit lijkt op de regulering van corporate governance zoals in Frankrijk en Italië (zie Hoofdstuk 4). Onderdeel van dit alternatief is tevens de beëindiging van de door de overheid ingestelde monitoringcommissie zoals in Hoofdstuk 5. Daarnaast is als onderdeel van dit alternatief verondersteld dat de overheid zich passief opstelt ten opzichte van de corporate governance code, in lijn met het vervallen van de wettelijke verankering daarvan. De vraag is dan in hoeverre actualisering van die code door private partijen wordt opgepakt. Wat betreft de blijvende plicht tot mededeling in het jaarverslag over corporate governance wordt uitgegaan van een minimale invulling die aan de eisen van de Europese richtlijnen voldoet.

Paragraaf 6.1 inventariseert vanuit de optiek van maatschappelijke welvaart de mogelijke effecten van dit alternatief. Paragraaf 6.2 gaat in op wat de verschillende onderzoeksmethoden zeggen over het optreden van effecten. Paragraaf 6.3 probeert op basis hiervan een conclusie te trekken over de maatschappelijke wenselijkheid van dit alternatief.

### 6.1 Inventarisatie van mogelijke effecten

Hoewel dit alternatief net als in Hoofdstuk 5 slechts één wijziging lijkt te betreffen (vervallen wettelijke verankering code), speelt er zoals hierboven omschreven, meer en is de eerste vraag welke *systeemwijziging* het vervallen van de wettelijke verankering met zich meebrengt. Zo is de vraag of de huidige code, als die niet meer wettelijk verankerd is, relevant zal blijven, dat wil zeggen actueel gehouden door private partijen. Een verwante vraag is of er mogelijk andere codes ontstaan, eveneens op privaat initiatief. Daarnaast speelt de vraag of er private monitoringinitiatieven ontstaan. De effecten van *deze* veranderingen zijn vervolgens 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; en vervolgens de invloed van *die* keuze op de informatievoorziening over corporate governance, op het ondernemingsbestuur en op de kosten voor de ondernemingen, waarbij de vraag speelt wat het belang van die informatie en van het specifieke ondernemingsbestuur is, met name voor aandeelhouders. De mogelijke effecten van een gewijzigde of vervallen monitoring zijn in Hoofdstuk 5 geded.

Dit hoofdstuk probeert vooral een gevoel te krijgen voor de mogelijke systeemwijzigingen en de consequenties daarvan. Centraal hierin staat de vraag in hoeverre de informatievoorziening en het gedrag van ondernemingen wordt beïnvloed door het wegvallen van een door de overheid ondersteunde en wettelijk verankerde corporate governance code.

Samenvattend zijn de mogelijke effecten in dit alternatief:

- afhankelijk van het wel of niet relevant blijven van de (niet meer wettelijk verankerde) huidige code,
- afhankelijk van het ontstaan van mogelijke andere codes,
- afhankelijk van het ontstaan van private monitoringsinitiatieven,
- afhankelijk van de keuze van ondernemingen tussen toepassing van een code met *comply or explain* of informatie over corporate governance zonder verwijzing naar een code,
- van invloed op de informatievoorziening over corporate governance, op het ondernemingsbestuur en op de kosten voor de ondernemingen,
- afhankelijk van het belang van die informatie en van het specifieke ondernemingsbestuur, met name voor aandeelhouders,
- afhankelijk van het wel of niet ontstaan van private monitoringsinitiatieven en van de consequenties van gewijzigde of vervallen monitoring.

## 6.2 Optreden van effecten

### 6.2.1 Uitwerking EU-verplichting in verschillende landen

De in Hoofdstuk 2, Hoofdstuk 4 en hierboven genoemde EU-verplichting tot mededeling over corporate governance in het jaarverslag is in de onderzochte Europese landen verschillend uitgewerkt (zie Hoofdstuk 4). 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 het hypothetische alternatief in dit hoofdstuk worden geen boetes uitgedeeld en is er in beginsel één code (de huidige code als startpunt).

### 6.2.2 Vergelijking met Italië en Frankrijk

In *Frankrijk* gelden meerdere (private) codes: die van AFEP/MEDEF 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<sup>227</sup>. Alle ondernemingen in de steekproef gaven aan deze code als leidraad te gebruiken voor hun corporate governancebeleid. 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 naar géén code verwijst.

In *Italië* geldt momenteel één (publiek-private) corporate governancecode, terwijl de wet de mogelijkheid openlaat voor andere (private) codes, en voor het niet-refereren aan een code. Volgens Assonime in hun Compliance report over 2010 stelt 95 procent van de ondernemingen de code te zullen volgen. 5 procent doet dat expliciet niet.

---

<sup>227</sup> AMF (2010a).

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 vertalingen door brancheorganisaties en dergelijke. Er zijn geen aanwijzingen dat een ‘centrale’ code zal verdwijnen 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 5 procent) die zullen kiezen niet aan een code te refereren. Gezien de praktijk in Frankrijk wordt de monitoring met meerdere codes complexer of onvollediger: meerdere organisaties komen dan met hun eigen rapporten.

### 6.2.3 Wat de ondernemingen zeggen

Uit de enquête (hypothetische situatie 2) blijken ongeveer evenveel ondernemingen te 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. De situatie die is voorgelegd komt niet 100 procent overeen met het huidige alternatief<sup>228</sup>, maar het lijkt wel duidelijk 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. Een en ander betekent voor ondernemingen een (beperkte) kostenbesparing. Slechts weinig ondernemingen geven aan dat het ondernemingsbestuur zal wijzigen. Zie Tabel 6.1 en Tabel 6.2.

**Tabel 6.1** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31.

<sup>228</sup> De hypothetische situatie die is voorgelegd aan ondernemingen gaat uit van een voortzetting van de huidige code (terwijl een effect zou kunnen zijn dat de huidige code uiteindelijk 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).

**Tabel 6.2** 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
<b>Ja</b>	4	13%
<b>Nee</b>	18	58%
<b>Weet niet</b>	9	29%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%
<b>Totaal</b>	31	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31.

In de enquête is ook nog een hypothetisch vergezicht (hypothetische situatie 3) geschetst waarin de code in het geheel wordt verlaten. Ondernemingen geven bij meerderheid aan dan korter of zelfs helemaal niet meer te rapporteren. 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.

Bovenstaande duidt erop dat zowel de code als de wettelijke verankering van invloed zijn, zeker op de rapportage. In de enquête wordt óók aangegeven dat de meeste ondernemingen de code en de wettelijke verplichting als efficiënt en effectief ervaren. De vraag is hoe deze twee zijn te rijmen. Waarom zou een onderneming bij het vervallen van de wettelijke verplichting minder 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 het signaal dat de bepalingen uit de specifieke code minder belangrijk zijn geworden. Een andere mogelijke verklaring is een te optimistisch antwoord op de vraag of code en verplichting efficiënt en effectief zijn, namelijk als (sommige) ondernemingen de code als geheel toch als te omvangrijk ervaren.

#### 6.2.4 Interviews

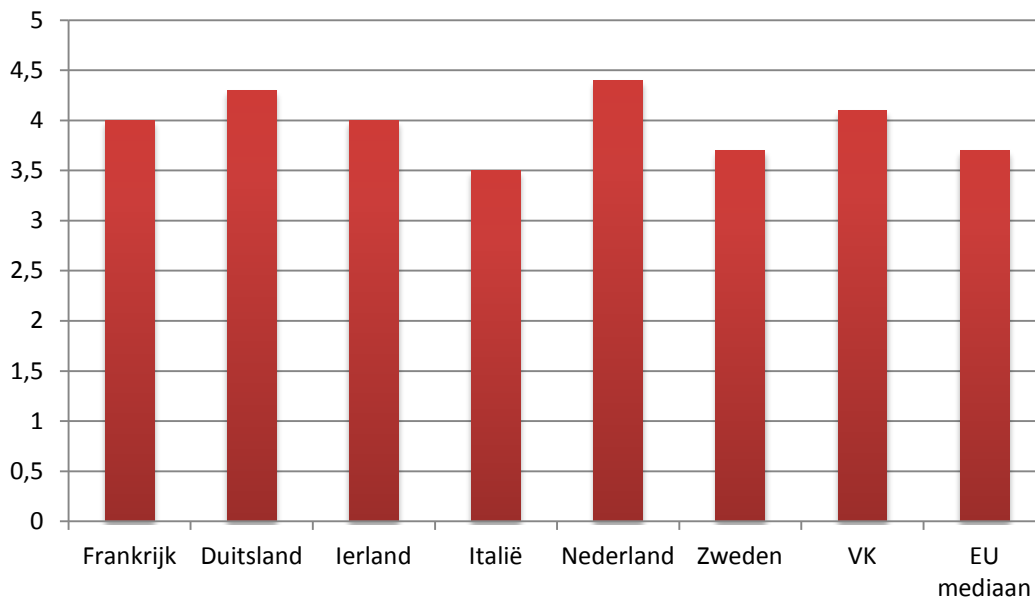
In de gehouden interviews bleek de wettelijke verankering van de code door de meesten als een wezenlijk element van het Nederlandse systeem te worden ervaren. Van het verlaten van de wettelijke verankering zou een signaal kunnen uitgaan dat de principes van de code minder belangrijk worden geacht (zie ook hierboven). In Hoofdstuk 5 is al genoemd 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. Feit is dat de Nederlandse corporate governance code meer bevat dan de minimumeisen zoals gesteld door de EU.

#### 6.2.5 Literatuur

RiskMetrics heeft in 2009 een vergelijkend landenoverzicht met betrekking tot corporate governance in de EU gepubliceerd. Onderdeel van de publicatie is een enquête onder raden van bestuur en bedrijfsverenigingen over de effectiviteit van verschillende corporate governance codes. Zie Figuur 6.1.



Figuur 6.1 EU-landen en score op effectiviteit van codes



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van RiskMetrics (2009).

Te zien is dat Nederland volgens deze enquête goed scoort en Frankrijk en (in het bijzonder) Italië minder. Hoewel niet kan worden gesteld dat een overgang naar het hypothetische alternatief de effectiviteit van het Nederlandse systeem zou verlagen naar deze niveaus, geven deze cijfers ook geen aanleiding om te veronderstellen dat er een positief effect vanuit zou gaan<sup>229,230</sup>.

Wat de literatuur over het Nederlandse systeem betreft, De Bos & Quadackers (2007) concluderen dat de meeste beursfondsen de baten van de code hoger inschatten dan de kosten. Voor zover hun analyse aanleiding geeft tot aanpassingen, lijken deze beperkt en liggen eerder in een betere uitleg dan in aanpassingen van de code. Dit duidt niet op wenselijkheid van het vervallen van de wettelijke verankering. Abma & Olaerts (2011) stellen vast dat de betrokkenheid van aandeelhouders sinds de totstandkoming van de code sterk is toegenomen, maar dat uitleg vaak niet is toegespitst op de specifieke situatie of zelfs ontbreekt. Ze verkennen sterkere rollen van de accountant, de publieke toezichthouder, de aandeelhouder en de monitoringcommissie. Ook dit duidt niet op een wenselijkheid van het vervallen van de wettelijke verankering; eerder op het behouden daarvan. Hooghiemstra & Van Ees (2011) zetten vraagtekens bij de effectiviteit van de code als een vorm van ‘soft law’. Gegeven de inhoud van de code zien zij eerder meer dan minder regulering als oplossing. Al met al geven bestaande studies over het Nederlandse systeem geen indicatie dat het vervallen van de wettelijke verankering een verbetering zou zijn. Als er al een indicatie vanuit gaat, dan eerder het omgekeerde.

<sup>229</sup> Idealiter kan een vergelijking worden gemaakt m.b.t. de toepassing en naleving van codes tussen Nederland, Frankrijk en Italië. Helaas lenen de gegevens uit de publicatie en uit de monitoringrapporten zich niet voor zo’n vergelijking.

<sup>230</sup> Een verschil tussen Nederland enerzijds en Frankrijk en Italië anderzijds is dat in die laatste landen het principe van pas-toe-of-leg-uit later is ingevoerd (2009, Nederland: 2004). Zie Hoofdstuk 3.

### 6.3 Overzicht en interpretatie

Het verlaten van de wettelijke verankering van de corporate governance code introduceert een nieuw systeem van regulering van corporate governance in Nederland. De Nederlandse corporate governance code is van vóór de wettelijke verankering ervan, en de wettelijke verankering is van vóór de EU-verplichting tot mededeling over corporate governance in het jaarverslag. Het alternatief zoals in dit hoofdstuk bekeken gaat uit van een minimale invulling van deze EU-verplichting en bouwt daarmee het in Nederland gecreëerde systeem feitelijk af. Of en hoe codes ontstaan en actueel worden gehouden hangt dan af van private partijen. Het ligt voor de hand dat de informatievoorziening over corporate governance in jaarverslagen minder uitgebreid wordt. Monitoring wordt waarschijnlijk ingewikkelder.

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 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).

Om te komen tot een positief eindoordeel moeten de mogelijke *voordelen* van meer vrijheid (meer maatwerk, minder risico op negatieve signaalwerking van uitleg) gepaard gaan met *kleinere* nadelen, die samenhangen met de veranderingen van het systeem. De mogelijke nadelen zijn als volgt. Het vervallen van de wettelijke verankering kan het signaal afgeven dat de overheid transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur minder belangrijk vindt. Dit kan consequenties hebben voor de mate van informatievoorziening in het jaarverslag, en mogelijk ook voor het ondernemingsbestuur zelf. 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. Dit kan van invloed zijn op de relaties in de 'driehoek' en wederom op de informatievoorziening en het ondernemingsbestuur. 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.

Concluderend. Het vervallen van de wettelijke verankering zou *mogelijke* imperfecties van het huidige systeem *kunnen* doen verminderen, door meer vrijheid te bieden in de verslaglegging over ondernemingsbestuur. Tegelijkertijd zal het leiden tot minder uitgebreide en/of minder gestructureerde informatie over corporate governance, in het jaarverslag van ondernemingen en in monitoring over alle beursgenoteerde ondernemingen, wat negatieve consequenties kan hebben. Een kwantitatieve afweging van genoemde voor- en nadelen is op basis van de huidige kennis niet mogelijk gebleken. Voor het maatschappelijk wenselijk zijn van dit alternatief is geen bewijsmateriaal gevonden. Eventuele imperfecties van het huidige stelsel kunnen waarschijnlijk beter op andere wijze worden aangepakt dan via het vervallen van de wettelijke verankering van de code.

**Variant**

Het verlaten van de wettelijke verankering is een omarming van de gedachte dat het belangrijk is om ondernemingen zelf te laten bepalen hoe ze informatie over corporate governance in het jaarverslag opnemen. In bovenstaand alternatief stopt de overheid met monitoren en ondersteunt ze niet actief de code. In het Italiaanse systeem hebben bedrijven de mogelijkheid niet aan de code te refereren, maar doet slechts 5 procent dat. Een variant zou daarmee kunnen zijn dat de overheid de (huidige) code actief blijft ondersteunen, maar de mogelijkheid van andere codes en van het opnemen van corporate governance-informatie zonder verwijzing naar een code wettelijk openlaat. Dit mitigeert het risico dat de code in onbruik raakt, maar gaat nog wel gepaard met de effecten die samenhangen met meerdere codes en het opnemen van informatie zonder verwijzing naar een code.



## 7 Prikkels en sancties: *naming*

Waar de voorgaande twee alternatieven een beperktere rol van de overheid ten opzichte van de code inhouden, betekent dit hypothetische alternatief een uitbreiding van die rol. Paragraaf 7.1 bespreekt in het kort de theoretisch mogelijke prikkel- of sanctiemechanismen in relatie tot het huidige Nederlandse systeem van regulering van corporate governance. Paragraaf 7.2 gaat specifiek in op ‘naming’. Paragraaf 7.3 rondt af.

### 7.1 Prikkels en sancties in Nederland

In Hoofdstuk 2 is het huidige Nederlandse systeem gekarakteriseerd als een systeem zonder sanctionering. Dit is wellicht overdreven: er zijn wetten die niet direct aan de code refereren maar die wel corporate governance betreffen en de corporate governance code kan 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 ook geïllustreerd doordat er bedrijven zijn die zich daar ten dele niet aan houden (zie Hoofdstuk 2). De ‘politieagent’ van de code is de aandeelhouder zelf, met de wettelijke verankering in de hand.

Een vraag is wat de mogelijkheden zijn om in het Nederlandse systeem sanctionering of sterkere prikkels tot naleving te introduceren. In deze paragraaf passeren kort de volgende onderwerpen de revue: de rol van de externe accountant, de rol van controlerende publieke instanties, de rol van andere private instanties, boetes en het vervangen van de code door wetgeving. Paragraaf 7.2 gaat specifiek in op naming (en shaming en faming).

#### De rol van de accountant

De accountant keurt de jaarrekening goed en betreft daarbij het jaarverslag. De accountant is daardoor een partij met een controlerende rol met betrekking tot de mededeling over corporate governance. Kort samengevat<sup>231</sup> omvat de accountantsverklaring een vermelding van de gebleken

<sup>231</sup> BW boek 2 art. 393 stelt (lid 5): “De accountant geeft de uitslag van zijn onderzoek weer in een verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening. [...] De accountantsverklaring omvat [...] een vermelding van de gebleken tekortkomingen naar aanleiding van het onderzoek overeenkomstig lid 3 of het jaarverslag overeenkomstig deze titel is opgesteld [en] een oordeel over de verenigbaarheid van het jaarverslag met de jaarrekening.” Lid 3 luidt: “De accountant onderzoekt of de jaarrekening het in artikel 362 lid 1 vereiste inzicht geeft. Hij gaat voorts na, of de jaarrekening aan de bij en krachtens de wet gestelde voorschriften voldoet, of het jaarverslag, voor zover hij dat kan beoordelen, overeenkomstig deze titel is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is [...]”. Onderdeel van “deze titel” (Titel 9 m.b.t. jaarrekening en jaarverslag) is art. 392 lid 1: “Bij algemene maatregel van bestuur kunnen nadere voorschriften worden gesteld omtrent de inhoud van het jaarverslag. Deze voorschriften kunnen in het bijzonder betrekking hebben op naleving van een in de algemene maatregel van bestuur aan te wijzen gedragscode en op de inhoud, de openbaarmaking en het accountantsonderzoek van een verklaring inzake corporate governance.” In de AMvB van 23 december 2004 wordt de Nederlandse corporate governance als gedragscode aangewezen (lid 3 en 4): “Als gedragscode bedoeld in artikel 391 lid 4 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek wordt aangewezen de Nederlandse corporate governance code zoals gepubliceerd in Staatscourant nr. 250 d.d. 27 december 2004. De naamloze vennootschap doet in het jaarverslag mededeling over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de in artikel 2 aangewezen gedragscode die zijn gericht tot het bestuur of de raad van commissarissen van de vennootschap. Indien de vennootschap die principes of best practice bepalingen niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar na te leven, doet zij daarvan in het jaarverslag gemotiveerd opgave.”

tekortkomingen naar aanleiding van de vraag of het jaarverslag met de jaarrekening verenigbaar is én – onder andere – of in het jaarverslag mededeling is gedaan over toepassing van de principes en best practice bepalingen van de corporate governance code en of gemotiveerd opgave is gedaan in geval van niet-toepassing. De relevante AMvB stelt in de toelichting: “*De accountant gaat na of het jaarverslag een passage als voorgeschreven op grond van artikel 2:391 lid 4 bevat. Hij behoeft zich geen oordeel te vormen over de wijze waarop het bestuur met vraagstukken van corporate governance omgaat of over de door het bestuur gegeven uitleg. Hij stelt wel vast of die uitleg in overeenstemming is met de gegevens in de jaarrekening.*”

In de interviews bleek er discussie te zijn over de (gewenste) rol van de accountant met betrekking tot de mededeling en motivatie over corporate governance in het jaarverslag. 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. Momenteel wordt de accountant volgens het BW benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders. De corporate governance code stelt dat de rvc een voordracht doet, waarbij de auditcommissie en de rvb advies mogen uitbrengen aan de rvc. Overigens is 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 rol van de toezichthouder**

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 governancebeleid van ondernemingen. Zou een toezichthouder als de AFM dit wél gaan doen, dan betekent dit dat de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder om het ondernemingsbestuur en de rapportage daarover te beoordelen zich naar zo'n toezichthouder verplaatst. In elk vraagstuk over supervisie en sancties met betrekking tot corporate governance dient de essentiële vraag te worden gesteld of het doel is aandeelhouders te ondersteunen of te stimuleren in hun controlerende rol, of om die controlerende rol ten dele bij de aandeelhouder weg te halen.

### **De rol van de beurs<sup>232</sup>**

In één van de onderzochte landen van Hoofdstuk 4, Ierland, heeft de beurs de autoriteit om de beursnotatie uit te stellen of te verwijderen indien de code niet wordt nageleefd. In Ierland heeft de beurs – de ISE – een belangrijke rol gespeeld bij de totstandkoming van de code. In Nederland was de beurs (Euronext Amsterdam) betrokken bij de opstelling en aanpassing van de code (zie Hoofdstuk 2). Wat gold voor de toezichthouder, geldt ook hier: een essentiële vraag is of het doel is aandeelhouders te ondersteunen of te stimuleren in hun controlerende rol, of om die controlerende rol ten dele bij de aandeelhouder weg te halen en bij de beurs neer te leggen.

---

<sup>232</sup> Brancheorganisaties zijn een ander voorbeeld van private organisaties die de mogelijkheid zouden kunnen hebben sancties op te leggen.

## Boetes

Introductie van een boetesysteem vereist verscheidene keuzes, met name: welk gremium de mogelijkheid krijgt boetes op te leggen, in welke gevallen boetes worden opgelegd en hoe hoog die boetes zijn. Het ligt voor de hand boetes te koppelen aan niet-naleving; dus niet-toepassen zonder uitleg. Dit vereist duidelijkheid over welke uitleg acceptabel is, en welke niet. Aangezien dit niet van tevoren volledig en precies kan worden vastgelegd, dient per geval een beoordeling te volgen. Ook hierbij is een essentiële vraag of het doel is aandeelhouders te ondersteunen of te stimuleren in hun controlerende rol, of om die controlerende rol ten dele bij de aandeelhouder weg te halen en bij een instantie die boetes uitdeelt neer te leggen.

Van de in Hoofdstuk 4 onderzochte landen met een code kunnen er in het VK en Italië boetes worden uitgedeeld specifiek met betrekking tot corporate governance. In beide gevallen gaat het om de aanwezigheid van mededeling over corporate governance in het jaarverslag.

## Wetten

De code heeft al een wettelijke basis: de verankering. Een verdergaand wetgevingsalternatief zou gebaseerd zijn op het in wetten vastleggen van principes en best practice bepalingen uit de code. Dit maakt van zelfregulering pure overheidsregulering. In de interviews bleek hiervoor in de breedte geen groot enthousiasme te bestaan, met name omdat wetten minder flexibel zijn dan een code met uitlegmogelijkheid. Het zou betekenen dat het uitgangspunt van ‘comply or explain’ wordt losgelaten, omdat een dergelijke flexibiliteit moeilijk in wetgeving kan worden vastgelegd. Een verdergaand wetgevingsalternatief vraagt daarom om een fundamentele discussie over deze pijler van de huidige corporate governance code, een discussie die geen onderdeel uitmaakt van dit onderzoek.

## 7.2 Naming, shaming en faming

### 7.2.1 Uitwerking

De monitoringcommissie rapporteert momenteel op geaggregeerd niveau, niet op het niveau van individuele ondernemingen. Volgens het monitoringsrapport 2011 (“derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code”) spreekt de commissie een beperkt aantal individuele ondernemingen aan op verbeterpunten in de naleving. *Naming* wordt gedefinieerd als het publiceren van gegevens over naleving en toepassing van principes en best practice bepalingen van de code, op het niveau van individuele ondernemingen. *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.

De begrippen naleving, toepassing en uitleg zijn nauw verbonden met naming, faming en shaming. Pas toe of leg uit betekent dat *naleving* centraal staat, en dat shaming of faming enkel aan naleving kan worden opgehangen. Aangezien niet-toepassing van bepalingen uit de code met gemotiveerde uitleg is toegestaan, is de interpretatie van ‘geldige’ uitleg cruciaal bij naming en zeker bij shaming en faming. Bij (neutrale) naming kan in beginsel zowel naleving, toepassing, niet-toepassing met uitleg en niet-toepassing zonder uitleg worden vermeld.

Naming die het meest aansluit bij het bestaande systeem gaat uit van de huidige meting van naleving en toepassing door de monitoringcommissie. Feitelijk wordt nu al 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. Naming kan daar óók 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, en bij shaming en faming waar de nadruk op ligt. Vanuit de aandeelhouder geredeneerd is het misschien belangrijker om te weten wat het beleid is, dan om te weten of in het jaarverslag dat beleid voldoende wordt gemotiveerd. Als het belang van de code is dat ondernemingen zich aan de geest ervan houden, 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.

Een verschil tussen naming enerzijds en faming/shaming anderzijds is dat het eerste meer gericht is op informatievoorziening en het tweede meer op het geven van een signaal. Bij naming ligt het voor de hand om alle beursgenoteerde nv's mee te nemen. Bij faming en shaming kunnen specifiek de 'slechtste' en 'beste' ondernemingen worden genoemd, en kan per jaar een bepaald thema aan bod komen.

### 7.2.2 Mogelijke effecten

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

De effecten lopen via de informatievoorziening van naming of faming/shaming, 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, faming of shaming uitgaat, waar zich dat in uit (informatievoorziening, ondernemingsbestuur) en wat de waarde dáárvan is.



*Naming* vergroot de informatievoorziening aan (potentiële) aandeelhouders. Het leidt in beginsel tot beperkte extra kosten om gegevens die al voorhanden zijn in verband met de monitoring te publiceren<sup>233</sup>. Hoe gedetailleerde 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?

Ook *shaming en faming* vergroten de informatievoorziening aan (potentiële) aandeelhouders. Hierbij hoeven niet alle gegevens elk jaar te worden gepubliceerd. In die zin kunnen de kosten van publicatie (nog) beperkter blijven dan bij naming. Tegelijkertijd neemt de informatievoorziening dan wel af. Zeker bij shaming kunnen de kosten voor ondernemingen toenemen, namelijk bij de ondernemingen die op de lijst staan om te worden *geshamed*: die zullen geneigd zijn de gegevens extra te controleren en/of in discussie te gaan over de interpretatie.

### 7.2.3 Optreden van effecten

#### Interviews

Uit de interviews kwam naar voren dat de meningen over naming verdeeld zijn. Verder zou naming vooral voor (kleine) beleggers waardevol kunnen zijn. Een individuele aandeelhouder zal immers minder geneigd zijn te investeren in informatie dan een grootaandeelhouder. Faming kan als voordeel hebben dat de nadruk niet al te zeer op minimumeisen komt te liggen, maar op voorbeelden die verdergaan dan wat de code voorschrijft. Daarbij kan het verstandig zijn de faming te richten op principes in plaats van op de hele code. Anders doet het risico zich mogelijk voor dat een bedrijf in het zonnetje wordt gezet en bijvoorbeeld het jaar daarna een ‘misstap’ begaat, waardoor de geloofwaardigheid van faming onder druk komt te staan. Naming en shaming kan slechts dan plaatsvinden als er sprake is van hoor en wederhoor (middels contact tussen de commissie en een onderneming). Verder zouden er verschillende categorieën kunnen worden gehanteerd: naast toepassing en niet-naleving bijvoorbeeld “goede uitleg” versus “ontoereikende uitleg”.

#### Landenvergelijking

Wat de in Hoofdstuk 4 onderzochte landen met een code betreft: géén van die landen publiceert systematisch per onderneming de naleving. Er is daarmee geen voorbeeld van naming. In Italië kunnen ondernemingen boetes krijgen als de mededeling over corporate governance tekortschiet; in dat geval wordt dit in twee landelijke kranten gepubliceerd. Dit kan als shaming worden gezien.

#### Portugal

In Portugal – een land dat niet in de landenvergelijking is meegenomen – 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<sup>234</sup>. In het rapport van 2011 over boekjaar 2009 bevat hoofdstuk I regelmatig referenties aan individuele ondernemingen. In

<sup>233</sup> Ook de kosten voor ondernemingen kunnen toenemen vanwege de controle op de naming, al blijkt uit de enquête geen grote verandering.

<sup>234</sup> [www.cmvm.pt/EN/Estudos/Documents/Final.Corporate.Governance.Report.2011.pdf](http://www.cmvm.pt/EN/Estudos/Documents/Final.Corporate.Governance.Report.2011.pdf).

hoofdstuk II volgt een analyse van gemiddelde naleving en naleving per onderdeel van de *CMVM Recommendations on Corporate Governance*, in de vorm van tabellen met alle ondernemingen individueel 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.

De schrijvers van dit rapport is geen onderzoek bekend dat het effect van deze vorm van naming met shaming/faming inschat.

### Enquête

In de enquête is aan beursgenoteerde ondernemingen de hypothetische situatie van naming voorgelegd (hypothetisch alternatief 4). Zie Tabel 7.1 en Tabel 7.2.

**Tabel 7.1** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27.

**Tabel 7.2** 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
<b>Ja</b>	0	0%
<b>Nee</b>	24	89%
<b>Weet niet</b>	2	7%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. 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; mogelijk als gevolg van sociaalwenselijke beantwoording door de respondenten. Enkele ondernemingen geven aan uitvoeriger te zullen rapporteren en extra controles te zullen verwachten. Faming en shaming zijn niet apart voorgelegd aan de ondernemingen.

### Literatuur: Naming

In het literatuuronderzoek is geen specifieke informatie gevonden over de waarde van extra informatie voor aandeelhouders of over de mogelijke veranderingen in rapportage en ondernemingsbestuur van ondernemingen. De literatuur richt zich meer op shaming in relatie tot overtredingen. Overigens is de scheiding tussen naming enerzijds en shaming/faming anderzijds niet erg strikt: naming kan informatie bevatten waar een ander medium shaming of faming mee kan uitvoeren<sup>235</sup>. De algemene literatuur duidt op een rol van naming bij het toegankelijk maken van informatie als marktpartijen belang kunnen hebben tot het verhullen daarvan<sup>236</sup>. Literatuur met betrekking tot corporate governance en marktfalen voegt daar het freeriderprobleem van aandeelhouders aan toe (Hoofdstuk 2, subparagraaf 2.3.1). 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<sup>237</sup>. Informatie over toepassing, uitleg en niet-naleving van individuele bedrijven zou in principe uit openbare bronnen moet kunnen worden gehaald. Dit gaat evenwel gepaard met de nodige tijd en moeite<sup>238</sup>. In de praktijk zijn er daarom drempels voor aandeelhouders om het corporate governance beleid van de ondernemingen waarin zij beleggen of overwegen te beleggen te toetsen.

<sup>235</sup> Skeel, Jr. (2001).

<sup>236</sup> Keuzenkamp, Theeuwes & De Nooij (2003).

<sup>237</sup> Het is strikt genomen correcter om te spreken van (potentiële) aandeelhouders, die een keuze kunnen maken uit beleggen in verschillende ondernemingen, of op een andere wijze hun geld investeren.

<sup>238</sup> Een aandeelhouder (certificaathouder in dit geval) zou bijvoorbeeld de administratievoorwaarden bij het administratiekantoor moeten opvragen om bepaling IV.2.1 van de code te verifiëren. Die bepaling luidt: "Het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van de certificaathouders en opereert onafhankelijk van de vennootschap die de certificaten heeft uitgegeven. De administratievoorwaarden bepalen in welke gevallen en onder welke voorwaarden certificaathouders het administratiekantoor kunnen verzoeken een vergadering van certificaathouders bijeen te roepen." De code geeft geen richtlijnen over openbaarmaking van de voorwaarden.

### Literatuur: Shaming

In de algemene literatuur over shaming wordt het als mogelijke oplossing gezien voor informatieproblemen<sup>239</sup>. Dit betreft dan zaken die niet meteen ‘zichtbaar’ zijn. Informatie over het corporate governancebeleid van een onderneming valt op zich in deze categorie. Een (positief) ‘bij-effect’ van shaming kan zijn dat burgers, consumenten en aandeelhouders zich meer bewust worden van hun eigen voorkeuren (‘normbesef’). Nadelen kunnen er evenwel ook zijn. Ondernemingen kunnen onterecht *geshamed* worden. De negatieve effecten daarvan worden beperkt door bestaande regelgeving (juridische aanklaging in geval van smaad). En ook de *shamer* heeft een reputatie te verliezen. Daarnaast kunnen de effecten van shaming (te) groot uitvallen, bijvoorbeeld indien aandeelhouders *en masse* zouden weglopen bij een onderneming in geval van een kleine ‘overtreding’.

Bij shaming zou er in ieder geval rekening mee moeten worden gehouden dat niet alle elementen van – in dit geval – corporate governance alleen door de onderneming (de rvb) worden bepaald, maar bijvoorbeeld ook door de aandeelhouders. Shaming werkt in het algemeen het beste indien dit ondersteund wordt door juridisch deugdelijke argumenten, wat in geval van corporate governance weer het aandachtspunt van het waarden van uitleg oproept, en als reputatie belangrijk is (in dit geval bij aandeelhouders en consumenten). Bij de vormgeving en uitvoering is het zaak willekeur en rechtsongelijkheid te vermijden.

Specifiekere literatuur gaat vaak in op de rol van shaming bij overtredingen. Formeel gezien is niet-naleving van codebepalingen onwettelijk, maar er is in de (juridische) praktijk wel een verschil tussen bijvoorbeeld niet-uitleggen waarom een nv zich niet aan de maximumtermijn van commissarissen houdt (een codebepaling), versus het vervalsen van financiële informatie (iets dat buiten de code separaat in wetten is geregeld). *Dyck, Volchkova & Zingales (2008)* vinden twee relaties van shaming: lobbygedrag van hedgefondsen leidt tot meer media-aandacht voor corporate governance-overtredingen, en die media-aandacht leidt er weer toe dat de corporate governance verbetert. Deze effecten treden op vanwege de reputatie van bedrijven én omdat toezichthouders actie ondernemen. Dat laatste zal in de Nederlandse corporate governance-situatie niet gelden, als er geen sprake is van wettelijke overtredingen anders dan die van niet-naleving, en het is de vraag of de analyse – die op Rusland 1999-2002 betrekking heeft – ook voor Nederland geldt. *Karpoff et al. (2006)* laten zien dat het reputatie-effect van boetes (veel) groter kan zijn dan de boete zelf. Het betreft hier het vervalsen van financiële informatie. *Miller (2006)* laat zien dat de media een rol vervullen als waakhond (weer met betrekking tot het vervalsen van financiële informatie) door zelf onderzoek te doen én door het onderzoek van anderen te publiceren. Dat laatste gebeurt dan wel selectief. *Van Erp (2008)* onderscheidt vier kenmerken waaronder reputatie-effecten optreden: bij informatie-asymmetrie en transactiekosten, bij een belang van reputatie voor toekomstige prestaties, indien informatie verspreid wordt over belanghebbenden en indien er een morele dimensie speelt. De vraag is in hoeverre corporate governancevraagstukken hierbij aansluiten; dit is een empirische kwestie. De analyse van *Van Erp (2011)* over de Nederlandse financiële markten besteedt andermaal aandacht aan de morele dimensie, die bij het normgevend kader van de code uiteraard een rol speelt.

---

<sup>239</sup> Keuzenkamp, Theeuwes & De Nooij (2003).

Bovenstaande laat zien dat er reputatie-effecten van shaming kunnen zijn, en dat deze ook met betrekking tot bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code zouden kunnen optreden. Specifieke literatuur dáároveň is in dit literatuuronderzoek evenwel niet gevonden, zodat een definitief antwoord op de vraag wat de netto effecten van shaming zijn niet gegeven kan worden.

### **Faming: de transparantiebenchmark<sup>240</sup>**

De Transparantiebenchmark 2011 is een publicatie van het ministerie van EZ i.s.m. NBA en scoort (in het boekjaar 2010) de 469 grootste bedrijven van Nederland op de mate van transparantie in de maatschappelijke verslaglegging<sup>241</sup>. *Faming* vindt plaats door uitreiking van een prijs voor de beste verslaglegging. Omdat alle deelnemende bedrijven worden gescoord en op volgorde van score worden gepresenteerd, is er tevens sprake van *naming* en van *shaming*<sup>242</sup>. De nadruk op transparantie (informatie over het gevolgde beleid, in plaats van het gevolgde beleid zelf) maakt het enigszins vergelijkbaar met naleving van de corporate governance code, waarbij gemotiveerd kan worden afgeweken van best practice bepalingen. Naming, *faming* en shaming betreffen hier dus de informatievoorziening (rondom maatschappelijk verantwoord ondernemen, MVO), wat betekent dat er effecten zouden kunnen zijn op die informatievoorziening, en indirect ook op het maatschappelijk verantwoord ondernemen zelf. Een verschil met de monitoring van de naleving en toepassing van de corporate governance code is dat bij de transparantiebenchmark eerst de bedrijven zelf een oordeel over hun verslaglegging geven, dat daarna wordt gecontroleerd door een team van onderzoekers. Bij de monitoring stellen onderzoekers meteen de mate van naleving en toepassing vast.

In het literatuuronderzoek zijn geen studies aangetroffen die effecten van de transparantiebenchmark of soortgelijke initiatieven vaststellen. De literatuur gaat vaker over het effect van *verplichtingen* omtrent verslaglegging over MVO op de informatievoorziening over MVO.

## **7.3 Interpretatie**

De maatschappelijke wenselijkheid van het introduceren van naming hangt 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.

De kosten van het introduceren van naming hoeven niet hoog te zijn, maar vereisen wel een duidelijke interpretatie van 'uitleg' en hoor en wederhoor met ondernemingen. Een mogelijk risico is dat met naming ook (onbedoeld) shaming (bijvoorbeeld via de publicatie door andere media) wordt binnengehaald. Shaming is meer gericht op een reputatie-effect. Hoe groter het

<sup>240</sup> In de wetenschappelijke literatuur lijkt *faming* nauwelijks onderzocht.

<sup>241</sup> [www.transparantiebenchmark.nl/](http://www.transparantiebenchmark.nl/). De benchmark bestaat (in verschillende vormen) sinds 2004.

<sup>242</sup> Shaming vindt ook plaats via het noemen van bedrijven zonder publiek toegankelijk (Nederlands) verslag in een bijlage. Een lijst met bedrijven met 'nulscores' in 2010 is bovendien naar de Tweede Kamer gestuurd ([www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/formulieren/2012/09/20/lijst-uitgesplitst-nulscores.html](http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/formulieren/2012/09/20/lijst-uitgesplitst-nulscores.html)).

reputatie-effect, hoe groter de effectiviteit van shaming, maar shaming brengt ook risico's met zich mee: de effecten kunnen groter zijn dan hoort bij de 'overtreding', en de raad van bestuur is niet de enige die het corporate governancebeleid van de onderneming beïnvloedt. Bij shaming geldt nog meer dan bij naming dat een ondubbelzinnige en gedeelde interpretatie van 'uitleg' een vereiste is<sup>243</sup>. Ook faming is gericht op een reputatie-effect. Faming lijkt met minder risico gepaard te gaan dan shaming. Een mogelijk aandachtspunt is dat faming op basis van een totaalscore op naleving van de corporate governance code waarschijnlijk niet het hele verhaal vertelt over transparantie en kwaliteit van ondernemingsbestuur.

Naming biedt *kansen* in termen van toegankelijke informatie (direct) en mogelijke effecten op corporate governance informatie in jaarverslagen en op ondernemingsbestuur (indirect). Het gaat gepaard met meer inspanning en dus kosten ten opzichte van de huidige situatie (interpretatie van uitleg, hoor en wederhoor). Er is een risico op (onterechte) shaming. *Shaming* en *faming* leiden op zichzelf tot minder extra informatie ten opzichte van naming, maar hebben een meer direct reputatie-effect. Bij shaming is het risico op disproportionele effecten het meest aanwezig. Een nadere kwantificering van bovenstaande afwegingen bleek binnen de *scope* van dit onderzoek niet mogelijk.

Om de waarde van deze instrumenten – naming, shaming en faming specifiek gericht op naleving en toepassing van de corporate governance code – concreter in te schatten zou wellicht nader onderzoek kunnen worden gedaan onder de doelgroep: (potentiële) aandeelhouders en andere belanghebbenden. Als de waarde dan significant lijkt, zou kunnen 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.

---

<sup>243</sup> In de interviews kwam naar voren dat ondernemingen soms bang zijn dat uitleggen negatief wordt opgevat.

## 8 Een gebalanceerd systeem?

De ondertitel van dit rapport luidt: “Een gebalanceerd systeem?” Hoofdstuk 3 liet zien dat in het algemeen naleving en toepassing van de Nederlandse corporate governance code op een hoog niveau liggen. Hoofdstuk 4 maakte duidelijk dat er verschillende systemen zijn om de regulering, monitoring en sanctionering van corporate governance vorm te geven. Hoofdstukken 5, 6 en 7 hebben aan de hand van hypothetische veranderingen in het Nederlandse systeem de effecten daarvan onderzocht. In het kader van dit onderzoek zijn enquêtes onder ondernemingen uitgezet en interviews afgenomen. Wat zijn de belangrijkste conclusies? En waarover bestaat minder duidelijkheid?

### **Monitoring: behouden**

Op basis van dit onderzoek wordt geen reden gezien om het afschaffen van door de overheid gefinancierde en begeleide monitoring van naleving en toepassing van de corporate governance code als maatschappelijk wenselijk te beoordelen. Dat naleving en toepassing op dit moment op een hoog niveau liggen, geeft geen garanties voor de toekomst. Daarnaast zijn er ook nu nog 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 onvoldoende legitimatie tot het stopzetten van monitoring.

### **Wettelijke verankering: behouden**

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 voor ondernemingen. Dit leidt mogelijk tot voordelen omdat ondernemingen meer eigen keuzes kunnen maken over welke informatie over ondernemingsbestuur in het jaarverslag terechtkomt (‘maatwerk’). Maatwerk *kan* ertoe leiden dat ondernemingen meer gemotiveerd zijn om relevante informatie over ondernemingsbestuur te vermelden. Er zijn evenwel ook nadelen te verwachten. Eén code werkt structurerend. Met meerdere codes naast elkaar, of het ontbreken van een structuur die de huidige code kent, wordt beoordeling van corporate governance informatie en van corporate governance beleid er niet makkelijker op. Monitoring van corporate governance op geaggregeerd niveau wordt waarschijnlijk lastiger en minder volledig. Tegenover meer vrijheid in de verslaglegging staat het risico op minder uitgebreide informatie over corporate governance en op een lagere toepassing van best practice bepalingen die worden gezien als onderdeel van deugdelijk ondernemingsbestuur.

Het afschaffen van de wettelijke verankering lijkt een tamelijk arbitraire oplossing voor *mogelijke* tekortkomingen van de huidige code. Dit vergroot het risico dat afschaffing een signaal afgeeft dat corporate governance minder serieus hoeft te worden genomen. Beter lijkt het daarom om gericht onderzoek te doen naar een eventuele behoefte aan maatwerk bij ondernemingen en de

mate waarin hier met ‘comply or explain’ niet voldoende aan tegemoet wordt gekomen, naar mogelijke verbetering van de informatievoorziening richting aandeelhouders en naar het vóórkomen van afvinkgedrag, de oorzaken ervan en de remedies daarvoor.

### **Naming, shaming en faming: meer onderzoek waard**

Het publiceren van informatie op individueel bedrijfsniveau – zoals dat nu al plaatsvindt bij de *Transparantiebenchmark* met betrekking tot maatschappelijk verantwoord ondernemen en in Portugal met betrekking tot toepassing van corporate governance aanbevelingen – leidt tot meer informatie over corporate governance voor met name (potentiële) aandeelhouders. Zulke publicatie vereist wel meer inspanning van de monitoringcommissie en van ondernemingen. De vaststelling van geldige uitleg krijgt meer gewicht en er zal (meer) hoor en wederhoor plaatsvinden. Ondernemingen worden misschien gestimuleerd om codebepalingen (nog) meer te gaan naleven. *Shaming* – het nadrukkelijk naar voren brengen van minder goed nalevende ondernemingen – geeft minder extra informatie dan *naming* en via risico op reputatieschade zowel een grotere impuls tot meer naleving als een risico op disproportionele effecten voor ondernemingen ten opzichte van de ‘overtreding’. *Faming* geeft ook minder extra informatie dan *naming*, heeft minder risico op disproportionele reputatieschade dan *shaming*, maar geeft tevens een minder grote impuls tot meer naleving.

Om te beoordelen of naming, shaming of faming de voorkeur verdient boven de huidige situatie, en zo ja in welke vorm, is meer onderzoek nodig naar het effect op de informatievoorziening, de waarde van informatie en het beheersen van risico’s van het toedienen van boven-proportionele reputatieschade.

### **Code en monitoring: transparantie en normstelling**

De Nederlandse corporate governance code en de monitoring ervan dienen twee doelen: het bevorderen van *transparantie* over het gevoerde beleid met betrekking tot corporate governance door beursgenoteerde ondernemingen; en het stellen van *normen* aan wat deugdelijk ondernemingsbestuur is. Het principe van het toepassen van codebepalingen of het uitleggen waarom bepalingen niet worden toegepast – *comply or explain*, pas toe of leg uit – behelst hetzelfde onderscheid. Bij *toepassing* van de codebepalingen wordt aan de normen van de code voldaan. Bij *uitleg* wordt informatie gegeven over afwijking van de codebepalingen.

Een grijs gebied in dit systeem is dat laatste: de mogelijkheid tot uitleg. Hoewel de mogelijkheid tot afwijking van codebepalingen welhaast vanzelfsprekend een wenselijke flexibiliteit in ondernemingsbestuur met zich meebrengt, is onduidelijk wat precies de functie is van uitleg. Uitleg kan een manier zijn om te laten zien dat misschien niet aan een bepaling is voldaan, maar dan toch wel aan de *norm* die daarachter ligt – de ‘geest’ van de code. Uitleg kan ook een manier zijn om puur *informatie* te geven over welk ondernemingsbestuur dan wél wordt gevolgd, en waarom, in plaats van de codebepalingen.

Dit onderscheid speelt op verschillende manieren een rol. De vaststelling van ‘geldige’ uitleg bepaalt of er sprake is van naleving of niet. Dat komt dan uiteraard terug in geaggregeerde cijfers in de monitoring. De interpretatie van geldige uitleg beïnvloedt de informatievoorziening en misschien zelfs het ondernemingsbestuur van beursgenoteerde nv’s. De keuze tussen – of



misschien: het evenwicht tussen – uitleg als *normbevestiging* of als *informatiebron* raakt aan een essentiële vraag of de code is 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. Bij een mogelijke introductie van naming, shaming of faming komt dit vraagstuk noodzakelijkerwijs op de voorgrond.

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.



## Literatuur

- A Guide To Sarbanes-Oxley (2006), The Sarbanes-Oxley Act. Via [www.soxlaw.com](http://www.soxlaw.com) op 26 juli, 2012.
- Abma en Olaerts (2011), *De effectiviteit van de comply or explain-regel in Nederland*, TvO 2011-5.
- Arcot, S. R., & Brunoy, V. G. (2006), *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*.
- Association Française des Entreprises Privées, & Mouvement des entreprises de France (2003), *The Corporate Governance of Listed Corporations*.
- Association Française des Entreprises Privées, & Mouvement des entreprises de France (2010), *Corporate governance code of listed corporations*.
- Associazione fra le società Italiane per azioni (2004), *Handbook on Corporate Governance Reports*.
- Associazione fra le società Italiane per azioni (2012a), *Comply or explain: Preserving Governance Flexibility with Quality Explanations*, Brussels.
- Associazione fra le società Italiane per azioni (2012b), *Corporate Governance in Italy: Compliance with the CG Code and Related Party Transactions (Year 2011)*.
- Autorité des marchés financiers (2010a), *AMF 2010 report on corporate governance and executive compensation*.
- Autorité des marchés financiers (2010b), New release: *AMF publishes its 2010 report on corporate governance and executive compensation*, Parijs.
- Autorité des marchés financiers (2012, 6 augustus 2012), *What we do*. Via [www.amf-france.org/affiche\\_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id\\_Tab=0](http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0) op 6 augustus 2012.
- Bainbridge, S. M., & W. D. Warren (2012), *Corporate Lawyers as Gatekeepers*, Oxford University Press.
- Bebchuk, L. A., A. Cohen, C.C.Y. Wang, *Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns*, Harvard Discussion Paper No. 667, Forthcoming in Journal of Financial Economics.
- Berlin Center of Corporate Governance (2012a), *Aktuelles*. Via [www.bccg.tu-berlin.de/main/aktuelles.htm](http://www.bccg.tu-berlin.de/main/aktuelles.htm) op 2 augustus 2012.
- Berlin Center of Corporate Governance. (2012b), *Corporate Governance Report 2012: Kodexregime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis*, Berlin.
- Bianchi, M., Ciavarella, A., Novembre, V., & R. Signoretti. (2010), *Comply or explain? Investor protection through Corporate Governance Codes*.

- BIS Department for business innovation & skills (2012), *Consultation on revised remuneration reporting regulations*.
- Bohinc, R. (2011). One or two-tier corporate governance systems in some EU and non EU countries. *Megatrend Review*, 8 (1) 2011: pp. 57-76.
- Bos, de & Quadackers (2007), *Kosten en Baten van de Nederlandse Corporate Governance Code*, MCA: juni 2007, nummer 4.
- Camfferman, K. (2008), *De AFM en de interpretatie van IFRS*, O&F.
- Claessens, S., B. Yurtoglu, 2012, *Corporate Governance and development – an update*, Global corporate governance forum, Focus 10.
- CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) (2011), *Annual Report on the Corporate Governance of Listed Companies in Portugal*.
- Coates, J.C. (2007), The goals and promise of the Darbanes-Oxley Act. *The journal of economic perspective*, vol 21, no. 1.
- Coffee J. C. Jr. (2004), What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990s. *Cornell Law Review*.
- Comitato per la Corporate Governance (2011), *Corporate governance code*.
- Commission of the German corporate governance code (2012), *German corporate governance code*. Via [www.corporate-governance-code.de/index-e.html](http://www.corporate-governance-code.de/index-e.html) op 1 augustus, 2012.
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (2012), *Consob - What it is and what it does*. Via [www.consob.it/mainen/consob/what/what.html?symbblink=/mainen/consob/what/index.html](http://www.consob.it/mainen/consob/what/what.html?symbblink=/mainen/consob/what/index.html) op 25 juli 2012.
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), (na 2007), *Supervisory authority for the investors' protection*.
- Consolidated Law on Finance (2012), No.58 of 24 february 1998 Cong. Rec.
- Demsetz, H. (1983), *The structure of ownership and the theory of the firm*, Journal of Law and Economics, vol. 26, no. 2, pp. 375-390.
- Duhamel, FASTERLING en Refait-Alexandre (2012), *Seeking legitimacy through complying with corporate governance codes. An analysis of 'comply or explain' disclosures by companies in the French SBF 120*.
- Dyck, Volchkova én Zingales (2008), *The Corporate Role of the Media: Evidence from Russia*, The Journal of Finance, Vol. LXII, No. 3, June 2008.
- Elst, van der, De Jong e.a. (2007), *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen*.

- Enriques, L., P. Volpin (2007), *Corporate governance reforms in continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, volume 21, nr. 1, pp. 117-140.
- Erp, van (2008), *Reputational sanctions in private and public regulation*, Erasmus Law Review Volume 01 Issue 05.
- Erp, van (2011), *Naming without shaming: The publication of sanctions in the Dutch financial market*, Regulation & Governance (2011) 5, 287–308.
- Europees Parlement en de Raad (2006), Richtlijn 2006/46/EG. 14 juni 2006.
- European Corporate Governance Forum (2009), *Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes* [Electronic Version]. EUCGF Statement. Via [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder_en.pdf).
- European Corporate Governance Institute (2002, 12 juni 2002), *The German Corporate Governance Code (The Cromme Code)*. Via [www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=44](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=44) op 25 juli 2012.
- European Corporate Governance Institute (2010, 16 september 2010), *German Corporate Governance Code as amended on 26 May 2010*. Via [www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=308](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=308) op 25 juli 2012.
- European Corporate Governance Institute (2011), *Corporate Governance Codes and Principles - Italy*. Via [www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=351](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=351) op 23 juli 2012.
- Financial Reporting Council (2005), *Annual report 2004/2005*.
- Financial Reporting Council (2010a), *The UK Corporate Governance Code*.
- Financial Reporting Council (2010b), *The UK Stewardship code*.
- Financial Reporting Council (2012a), *UK Corporate Governance Code 2012*. Via [www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx).
- Financial Reporting Council (2012b), *UK Stewardship Code 2012*. Via [www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx).
- Financial Service Authority (2012), *Who are we?* Via [www.fsa.gov.uk/about/who](http://www.fsa.gov.uk/about/who) op 6 augustus 2012.
- Furubotn, E.G., Pejovich, S. (1972), *Property rights and economic theory: a survey of recent literature*, Journal of Economic Literature, vol. 10, no. 4, pp. 1137-1162.
- Galle, J. G. C. M. (2012), *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: Legal and empirical research*, Kluwer.
- Government Commission German Corporate Governance Code (2012a), *2012 Corporate Governance Report*, Berlin.

- Government Commission German Corporate Governance Code (2012b). *German Corporate Governance Code*.
- Grant Thornton (2011), *Corporate governance review 2011*.
- Hansmann, H. (1988), *Ownership of the firm*, Journal of Law, Economics, and Organization, vol. 4, no. 2, pp. 267-304.
- Hart (1995), *Corporate governance: some theory and implications*, The economic journal, vol. 105, nr 430, pp. 678-689.
- Hooghiemstra & Van Ees (2011), *Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code*, Regulation & Governance (2011) 5, 480–498.
- I. X. Zhang (2007), Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics* 2007(44), 74–115.
- Irish Stock Exchange (2010), *The Irish corporate governance annex*.
- Irish Stock Exchange (2012), *Irish Corporate Governance Requirements*. Via [www.ise.ie/ISE\\_Regulation/Consultation-Papers/Historic\\_Consultation\\_Papers/Corporate\\_Governance\\_Annex/](http://www.ise.ie/ISE_Regulation/Consultation-Papers/Historic_Consultation_Papers/Corporate_Governance_Annex/) op 6 augustus 2012.
- IT Governance (2012), *Corporate governance in the US*. Via [www.itgovernanceusa.com/corporate-governance.aspx](http://www.itgovernanceusa.com/corporate-governance.aspx) op 24 juli 2012.
- Jackson, G. (2010), *Understanding corporate governance in the United States*.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360.
- Jones, I. W., & M. G. Pollitt (2001), *Who influences debates in business ethics? An investigation into the development of corporate governance in the UK since 1990*, University of Cambridge Working Paper No. 221.
- Jong, A. d., DeJong, D. V., Mertens, G., & Wasley, C. E (2005), The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands, *Journal of corporate finance* 2005 (11), 473-503.
- Karpoff, J.M., D. Scott Lee en Gerald S. Martin (2006), The Cost to Firms of Cooking the Books.
- Keuzenkamp, Theeuwes & De Nooij (2003), *Aan de schandpaal: de economische betekenis van 'naming and shaming'*, SEO-rapport 717.
- Klein, B., Crawford, R., Alchian, A. (1978), *Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process*, Journal of Law and Economics 21, pp. 297-326.

- Larcker, D.F., G. Ormazabal, D.J. Taylor (2010), *The Regulation of Corporate Governance*.
- Lekvall, P. (2009), The Swedish Corporate Governance Model, chapter 6.14. In *The Handbook of International Corporate Governance*, Institute of Directors.
- Love, I. (2010), *Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't*, World Bank Research Observer, volume 26, issue 1, pp. 42-70.
- Miller, G.M. (2006), *The Press as a Watchdog for Accounting Fraud*, Journal of Accounting Research Vol. 44 No. 5, December 2006.
- Ministerie van EZ i.s.m. NBA, *Transparantiebenchmark 2011*.
- Mitnick (2012), *Origin of the Theory of Agency: An Account by One of the Theory's Originators*.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (1999), *Kabinetsreactie op eenmalige monitoring, 2012*, via [www.commissiecorporategovernance.nl/Kabinetsreactie](http://www.commissiecorporategovernance.nl/Kabinetsreactie).
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2004), *Taakopdracht*. Via [www.commissiecorporategovernance.nl/Taakopdracht](http://www.commissiecorporategovernance.nl/Taakopdracht) op 1 augustus 2012.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006), *Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2006, Den Haag.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008a), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008b), *Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2008, Den Haag.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2010), *Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2010, Den Haag.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2011), *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2011, Den Haag.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012a), *De Nederlandse Corporate governance code*. Via [www.commissiecorporategovernance.nl/corporate-governance-code](http://www.commissiecorporategovernance.nl/corporate-governance-code) op 22 juli 2012. [http://commissiecorporategovernance.nl/Corporate\\_Governance\\_Code](http://commissiecorporategovernance.nl/Corporate_Governance_Code)
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012b), *De monitor Commissie*. Via [www.commissiecorporategovernance.nl/de-monitoring-commissie](http://www.commissiecorporategovernance.nl/de-monitoring-commissie) op 26 juli 2012.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012c), *Eerste commissie corporate governance: commissie Peters*. Via [www.commissiecorporategovernance.nl/commissie-peters](http://www.commissiecorporategovernance.nl/commissie-peters) op 26 juli 2012.
- Morck, R., D. Wolfenzon, B. Yeung (2005), *Corporate governance, economic entrenchment and growth*, Journal of Economic Literature, Vol. XLIII (September 2005), pp. 655–720.

- Office of the director of corporate enforcement (2012), *Corporate governance*. Via [www.odce.ie/en/company\\_law/company\\_pages.aspx?article=794a757a-62cd-4df5-98df-b5a416ac415e](http://www.odce.ie/en/company_law/company_pages.aspx?article=794a757a-62cd-4df5-98df-b5a416ac415e) op 6 augustus 2012.
- Public Company Accounting Oversight Board (2005), *Sarbanes-Oxley and the Post-Enron Environment: Auditor Oversight*. Via [http://pcaobus.org/News/Speech/Pages/08022005\\_GoelzerSOXAuditorOversight.aspx](http://pcaobus.org/News/Speech/Pages/08022005_GoelzerSOXAuditorOversight.aspx) op 26 juli 2012.
- Public Company Accounting Oversight Board (2011), *Annual report 2011*.
- Putterman, L. (1993), *Ownership and the nature of the firm*, Journal of comparative economics 17, pp. 243-263.
- RiskMetrics (2009), *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. 23 september 2009.
- RUG (2005), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2004, alsmede naar de verklaring van verschillen tussen beursgenoteerde vennootschappen*, november 2005.
- RUG (2006), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2005 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2004*, december 2006.
- RUG (2007), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2006 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2005*, december 2007.
- RUG (2008), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2007 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2006 en voorgaande jaren*, september 2008.
- RUG (2009), *Een analyse van de uitleg voor afwijkingen van best practice bepalingen van de Nederlandse corporate governance code over boekjaar 2008*, november 2009.
- RUG (2010), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de wijze van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de code 2008 door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in het boekjaar 2009 evenals de redengeving voor eventuele afwijkingen*, december 2010.
- RUG (2011a), *Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de wijze van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de code 2008 door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in het boekjaar 2010 evenals de redengeving voor eventuele afwijkingen*, november 2010.
- RUG (2011b), *Corporate governance in Nederland: De wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practices van de Nederlandse corporate governance code door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in het boekjaar 2010, alsmede de redengeving van eventuele afwijkingen*, 4 november 2011.



- SEC (2012), *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*. Via [www.sec.gov/about/whatwedo.shtml](http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml).
- Skeel, Jr. (2001), *Shaming in Corporate Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, No. 6 (June, 2001), pp. 1811-1868.
- Swedish corporate governance board (2010), *The Swedish Corporate Governance Code*.
- Swedish corporate governance board (2011), *Annual report 2011*.
- Swedish corporate governance board (2012a), *A brief history of corporate governance*. Via [www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/history](http://www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/history)
- Swedish corporate governance board (2012b), *Comply or explain*. Via [www.corporategovernanceboard.se/the-code/comply-or-explain](http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/comply-or-explain).
- Swedish corporate governance board (2012c), *The Swedish Corporate Governance Board*. Via [www.corporategovernanceboard.se/about-the-board](http://www.corporategovernanceboard.se/about-the-board).
- The Italian Companies and Stock Exchange Commission (Consob) (na 2007), *Supervisory authority for the investors' protection*.
- VEB (2009), *Kredietcrisis helpt naleving code-Tabaksblad*, Effect 26, 26 december 2009.

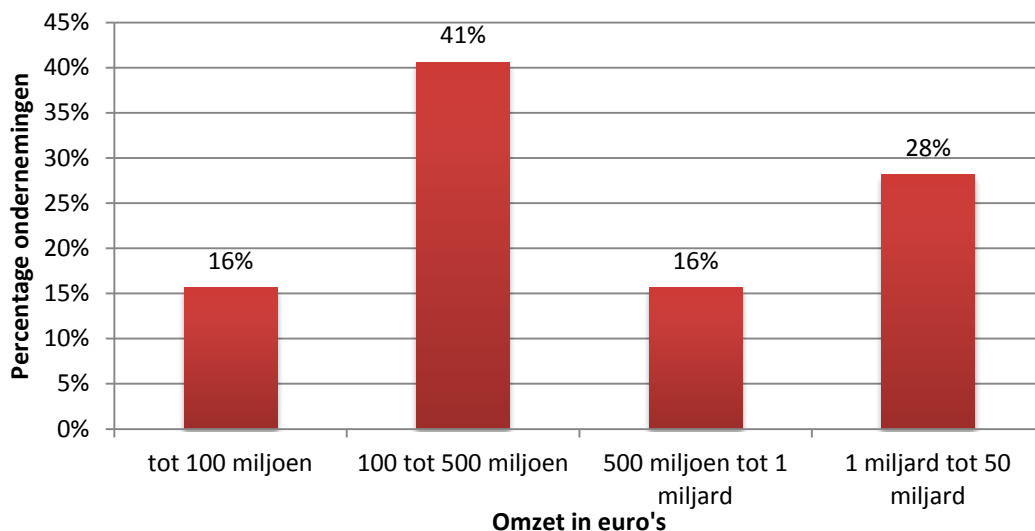


## Bijlage A Resultaten webenquête beursgenoteerde nv's

### Respons en algemene kenmerken

Er zijn 103 beursgenoteerde ondernemingen aangeschreven. Van vijf ondernemingen is vernomen dat zij ofwel niet meer beursgenoteerd zijn, ofwel zich niet meer aan de Nederlandse corporate governance code hoeven te houden. Het netto aangeschreven panel bedraagt daarom 98 ondernemingen. 36 ondernemingen zijn begonnen met het invullen van de online vragenlijst. Hiervan hebben 25 ondernemingen de vragenlijst voltooid. De netto respons bedraagt 26 procent. Figuur 8.1 geeft de verdeling van de jaaromzet van de respondenten aan.

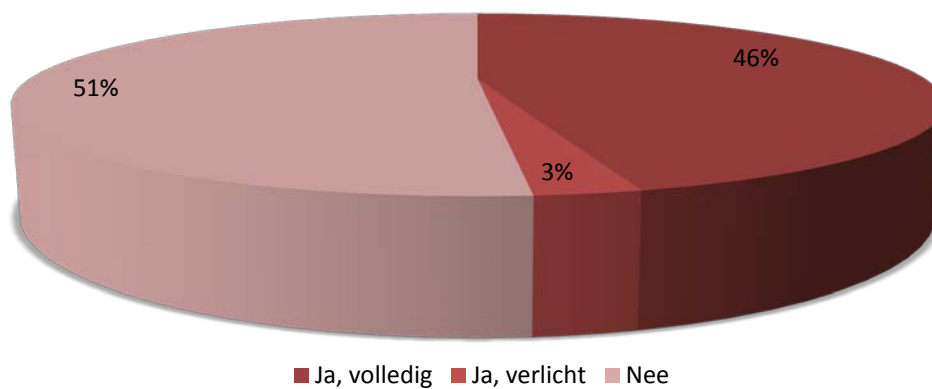
**Figuur 8.1** Bijna de helft van de responderende nv's had in 2010 een Nederlandse jaaromzet van tussen de € 100 en 500 miljoen



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=32. Vraag: Wat was de Nederlandse *jaaromzet* in het boekjaar 2010 in miljoenen euro's van uw Nederlandse beursgenoteerde nv?

Figuur 8.2 laat zien dat de respondenten ongeveer gelijk verdeeld zijn over structuurregime versus geen structuurregime.

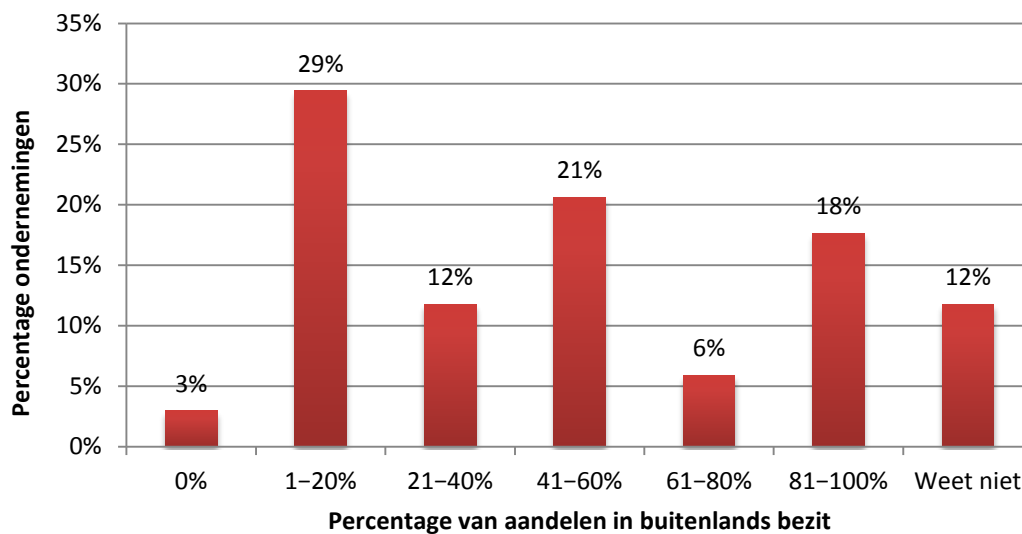
**Figuur 8.2** Van de respondenten viel in 2010 ongeveer de helft wel en de helft niet onder het structuurregime



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=35. Vraag: Viel uw nv in het boekjaar 2010 onder het structuurregime?

Figuur 8.3 geeft de verdeling van de ondernemingen naar aandeel buitenlands aandelenbezit.

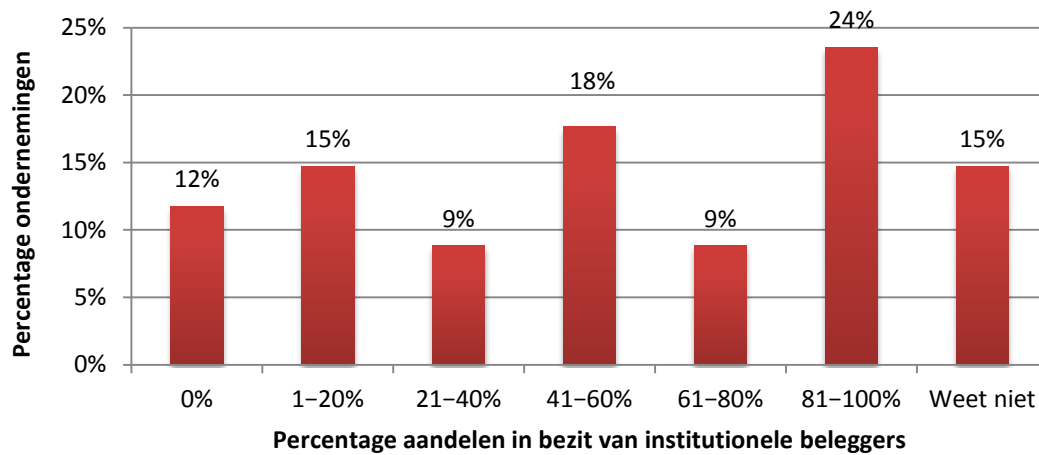
**Figuur 8.3** Responderende ondernemingen en buitenlands aandelenbezit



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=34. Vraag: Kunt u een schatting geven van het percentage aandelen in het bezit van buitenlandse aandeelhouders op 31-12-2010?

Figuur 8.4 geeft de verdeling van de ondernemingen naar aandeel institutioneel aandelenbezit.

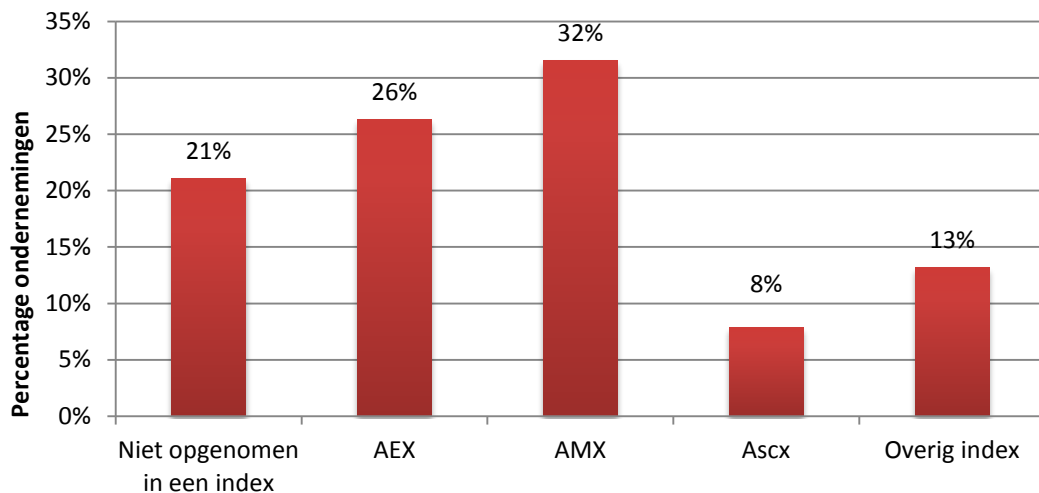
**Figuur 8.4** Voor bijna een kwart van de respondenten is 80-100% van de aandelen in bezit van institutionele beleggers



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=34. Vraag: Kunt u een schatting geven van het percentage institutioneel aandelenbezit op 31-12-2010?

Figuur 8.5 geeft de verdeling van de ondernemingen naar beursindex.

**Figuur 8.5** Een derde van de respondenten was in 2010 opgenomen in de AMX index



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=34. Meerkeuzevraag, er zijn vier NV's die twee antwoorden hebben gegeven. Vraag: Was uw nv in het boekjaar 2010 opgenomen in een beursindex?

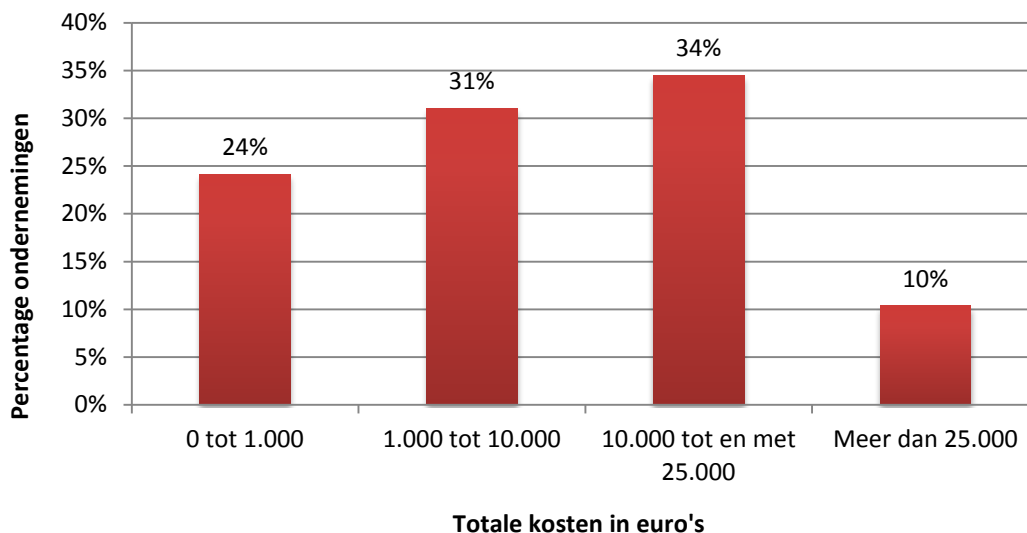
## Kosten van rapportage in het jaarverslag

De jaarlijks terugkerende kosten die het gevolg zijn van de verplichting in het jaarverslag mededeling te doen over corporate governance zijn in de enquête gevraagd als totaal en in drie elkaar uitsluitende categorieën. Niet bij iedere respondent zijn alle categorieën ingevuld en het totaal is niet altijd gelijk aan de som der delen. Hiervoor is als volgt gecorrigeerd.

- 1) Respondenten hebben zowel het totaal als alle drie categorieën ingevuld, en het totaal is gelijk aan de som der delen. Geen correctie nodig.
- 2) Respondenten hebben wel het totaal ingevuld, maar geen of niet alle categorieën. In dat geval wordt het totaal gehanteerd en vindt op de wél ingevulde categorieën de volgende correctie plaats:
  - a. indien één van de wel ingevulde categorieën al boven het totaal uitkomt: alle waarnemingen van deze respondent worden geschrapt bij de drie categorieën, maar niet bij het totaal.
  - b. indien de som van de wel ingevulde categorieën boven het totaal uitkomt: alle waarnemingen van deze respondent worden geschrapt bij de drie categorieën, maar niet bij het totaal.
  - c. indien niet a of b, geen correctie nodig.
- 3) Respondenten hebben niet het totaal ingevuld, maar wel (sommige of alle) categorieën. In dat geval wordt het totaal berekend als de som der (wel ingevulde) categorieën.
- 4) Respondenten hebben zowel het totaal als alle drie categorieën ingevuld, maar het ingevulde totaal is kleiner dan de som van de ingevulde drie categorieën. In dat geval wordt het totaal gehanteerd en worden alle waarnemingen van deze respondent bij de drie categorieën geschrapt.
- 5) Respondenten hebben zowel het totaal als alle drie categorieën ingevuld, maar het ingevulde totaal is groter dan de som van de ingevulde drie categorieën. In dat geval worden de drie categorieën gehanteerd en wordt het totaal herberekend als de som van de ingevulde categorieën.

Figuur 8.6 laat zien hoeveel totale kosten ondernemingen jaarlijks zeggen te ervaren.

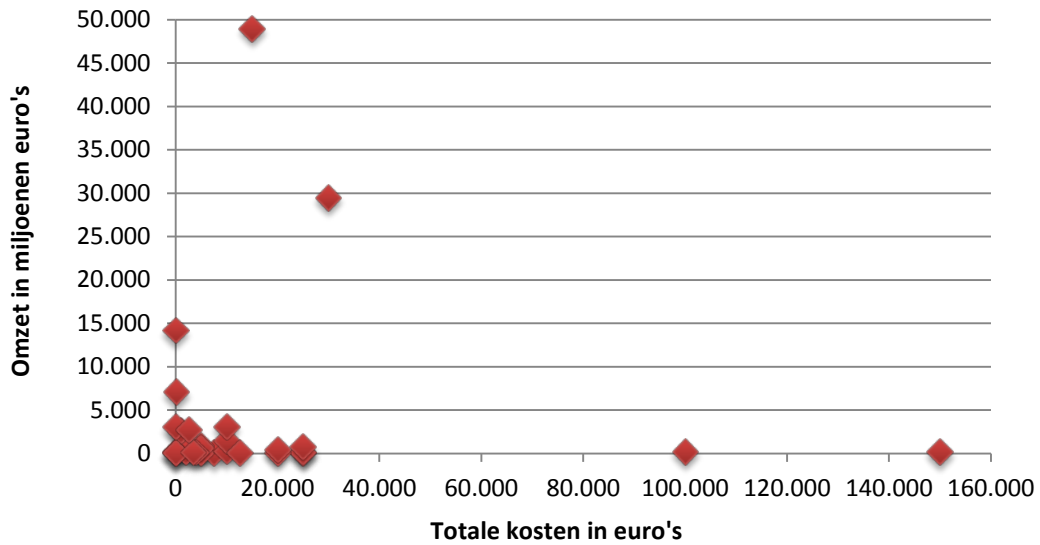
**Figuur 8.6** Bijna 35% van de responderende ondernemingen heeft jaarlijks tussen de € 10.000 en € 25.000 kosten als gevolg van de mededeling in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29. Vraag: Hoe hoog schat u de door uw nv in (het boekjaar) 2010 gemaakte totale, jaarlijks terugkerende kosten in euro's in die het gevolg zijn van de verplichting een mededeling te doen in het jaarverslag over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de corporate governance code? Gemiddelde = € 16.840, minimum = € 0, maximum = € 150.000.

Gemiddeld zijn de kosten gelijk aan 0,0096 procent van de omzet met een maximum van 0,08 procent.<sup>244</sup> De totale kosten ten behoeve van de mededeling in het jaarverslag nemen derhalve een klein deel van de omzet van de ondernemingen in. Figuur 8.7 en Figuur 8.8 kijken naar een verband tussen omzet en totale kosten. Figuur 8.7 doet dat voor alle respondenten; Figuur 8.8 behandelt vier respondenten als 'outliers' en kijkt opnieuw naar het verband. Een relatie wordt niet waargenomen.

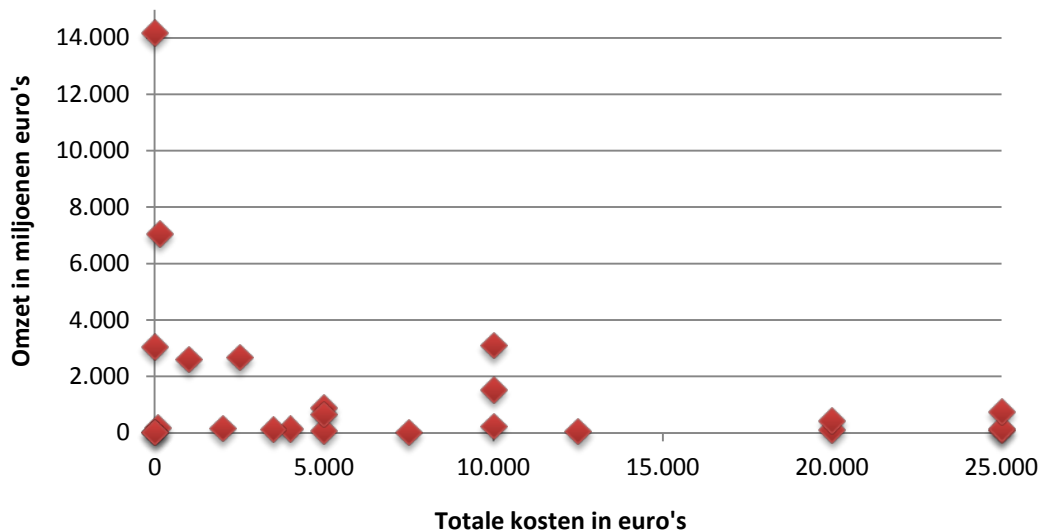
**Figuur 8.7** Er lijkt geen relatie te zijn tussen de omzet en de totale kosten die een onderneming ervaart als gevolg van de mededeling in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29. Respondenten die wel de omzet hebben doorgegeven maar geen totale kosten zijn niet meegenomen.

<sup>244</sup> Gebaseerd op 28 respondenten.

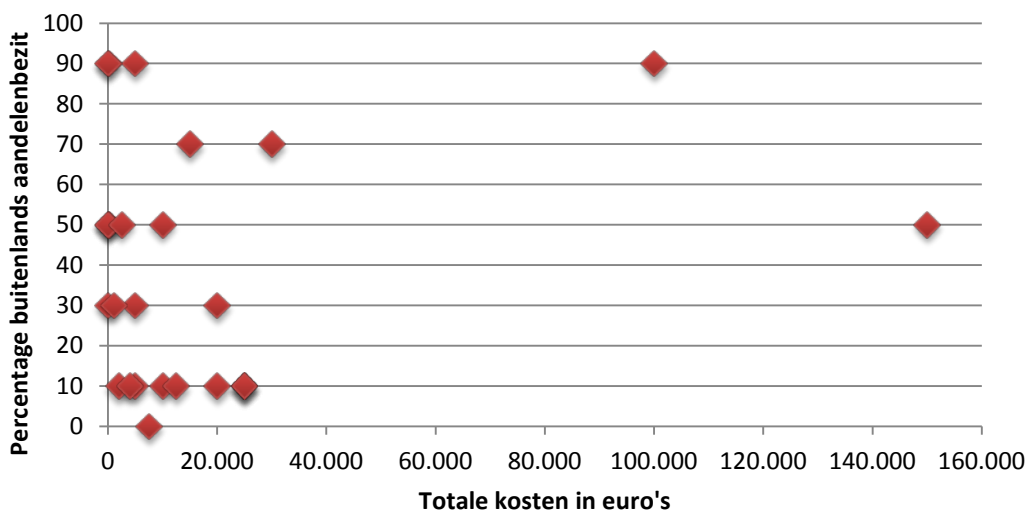
Figuur 8.8 Er lijkt geen relatie te zijn tussen de omzet en de totale kosten die een onderneming ervaart als gevolg van de mededeling in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=25. Zelfde als Figuur 8.7, maar dan zonder vier 'outliers'.

Figuur 8.9, Figuur 8.10, Figuur 8.11 en Figuur 8.12 onderzoeken het verband tussen de totale kosten die een onderneming ervaart als gevolg van de mededeling in het jaarverslag en resp. het buitenlands aandelenbezit, het institutioneel aandelenbezit, het structuurregime en de beursindex. Zeker als rekening wordt gehouden met de invloed van 'outliers' lijkt van overtuigende, sterke verbanden geen sprake.

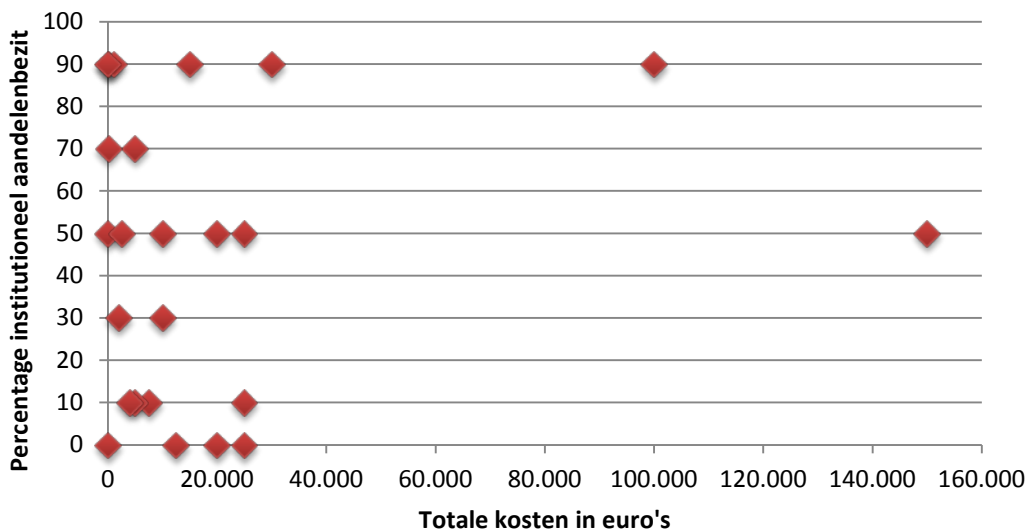
Figuur 8.9 Het percentage van de aandelen in het bezit van buitenlandse beleggers en de totale kosten t.b.v. de mededeling in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=26. Voor het percentage aandelenbezit is het midden van de antwoordcategorieën genomen. Respondenten die wel het percentage buitenlands aandelenbezit hebben doorgegeven maar geen totale kosten zijn niet meegenomen. Ook respondenten die het percentage niet wisten, zijn niet meegenomen.

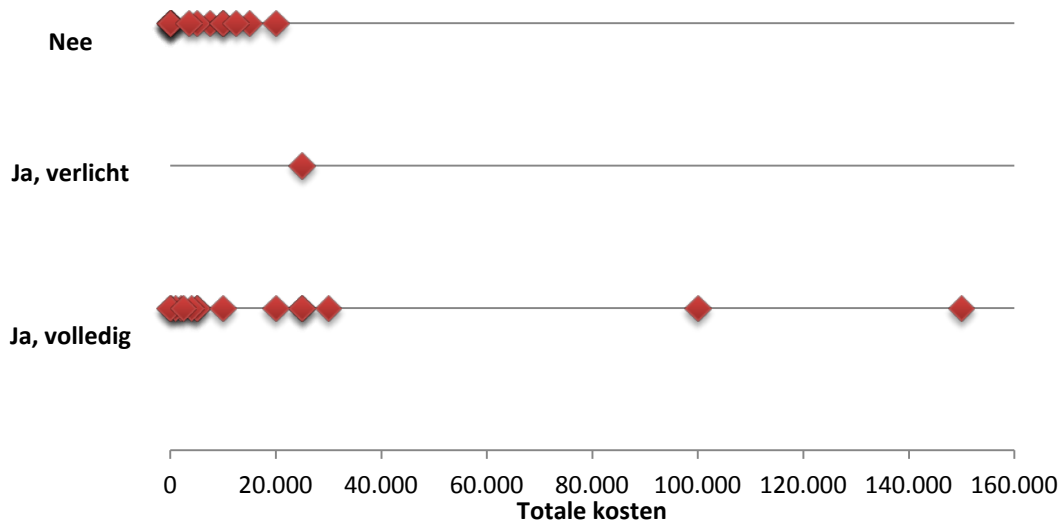


**Figuur 8.10** Het percentage aandelen dat in bezit is van institutionele beleggers en de totale kosten t.b.v. de mededeling in het jaarverslag



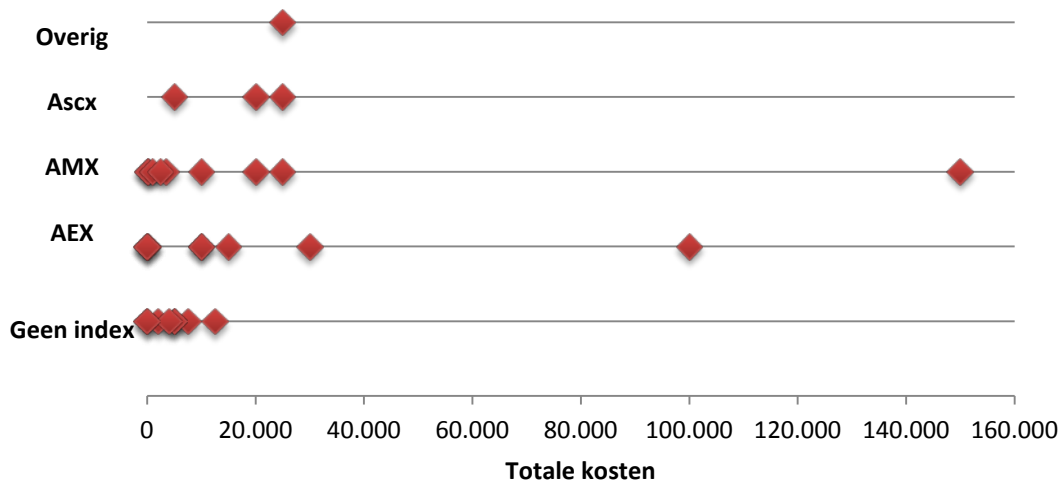
Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=24. Voor het percentage aandelenbezit is het midden van de antwoordcategorieën genomen. Respondenten die wel het percentage institutioneel aandelenbezit hebben doorgegeven maar geen totale kosten, zijn niet meegenomen. Ook respondenten die het percentage niet wisten zijn niet meegenomen.

**Figuur 8.11** Structuurregime en de totale kosten t.b.v. de mededeling in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29. Respondenten die wel het structuurregime hebben doorgegeven maar geen totale kosten, zijn niet meegenomen.

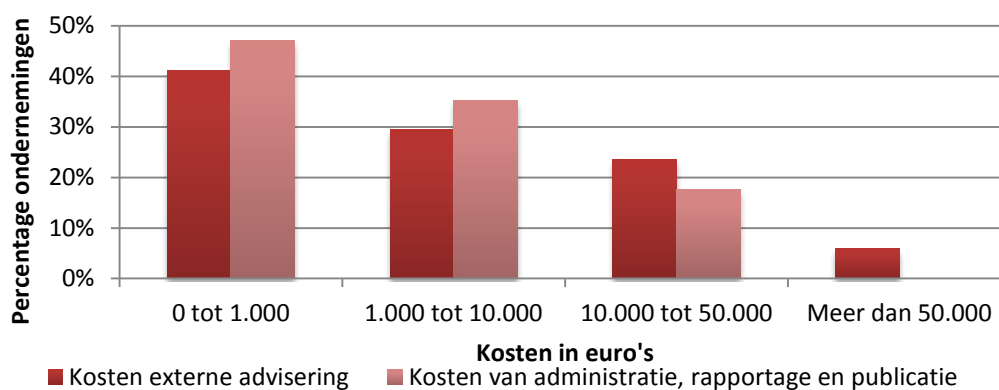
**Figuur 8.12 Beursindex en de kosten t.b.v. de mededeling in het jaarverslag**



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29. Respondenten die wel de index hebben doorgegeven maar geen totale kosten, zijn niet meegenomen. Voor respondenten die naast de AEX, AMX of de Ascx ook Overig hebben geantwoord, is alleen één van de eerste drie indices meegenomen.

Figuur 8.13 geeft de kosten specifiek gemaakt voor externe advisering en voor administratie, rapportage en publicatie (de derde kostencategorie is overige kosten). De opmerkingen die hierbij zijn gemaakt zijn dat het onderhouden van het systeem minder kost dan de inrichting (bij invoering van de code) zolang er geen majeure wijzigingen optreden; dat een deel van de kosten mogelijk ook zou zijn gemaakt zonder verplichte vermelding; en dat de extra kosten moeilijk in te schatten zijn (gebaseerd op aantal uren dat medewerkers besteden aan onder meer rapportering).

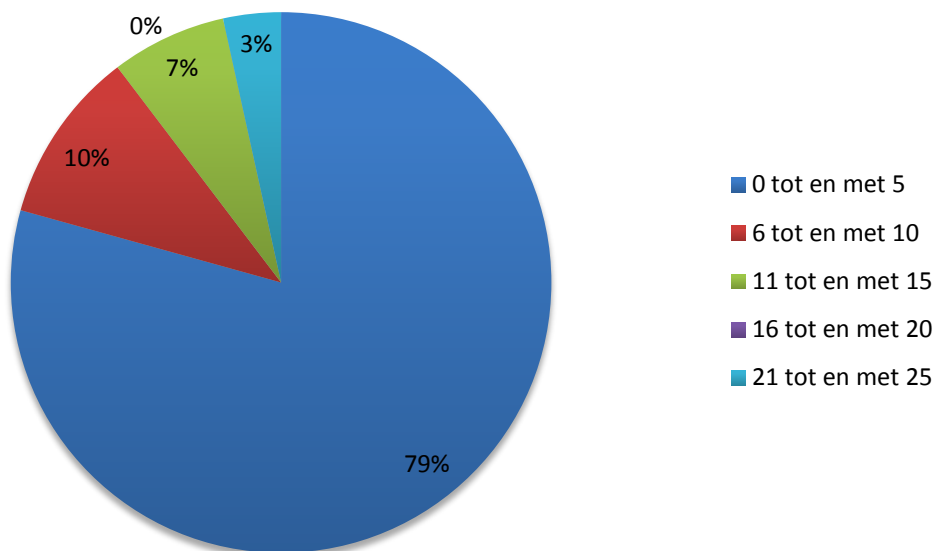
**Figuur 8.13 Ongeveer driekwart van de responderende ondernemingen heeft in 2010 maximaal € 10.000 aan kosten gemaakt voor externe advisering t.b.v. de mededeling in het jaarverslag en maximaal € 10.000 voor administratie, rapportage en publicatie**



Bron: SEO Economisch Onderzoek. Vraag 1 (n=17): Hoe hoog schat u de door uw nv in (het boekjaar) 2010 gemaakte kosten in euro's in die zijn gemaakt ten behoeve van de verplichting een mededeling te doen in het jaarverslag over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de corporate governance code, voor zover het de kosten van *externe advisering* betreft? Gemiddelde kosten = € 8.707; minimum = € 0; maximum = € 60.000. Vraag 2 (n=17): Hoe hoog schat u de door uw nv in (het boekjaar) 2010 gemaakte kosten in euro's in die zijn gemaakt ten behoeve van de verplichting een mededeling te doen in het jaarverslag over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de corporate governance code, voor zover het de kosten van *administratie, rapportage en publicatie* betreft? Gemiddelde kosten = € 3.150; minimum = € 0; maximum = € 10.000.

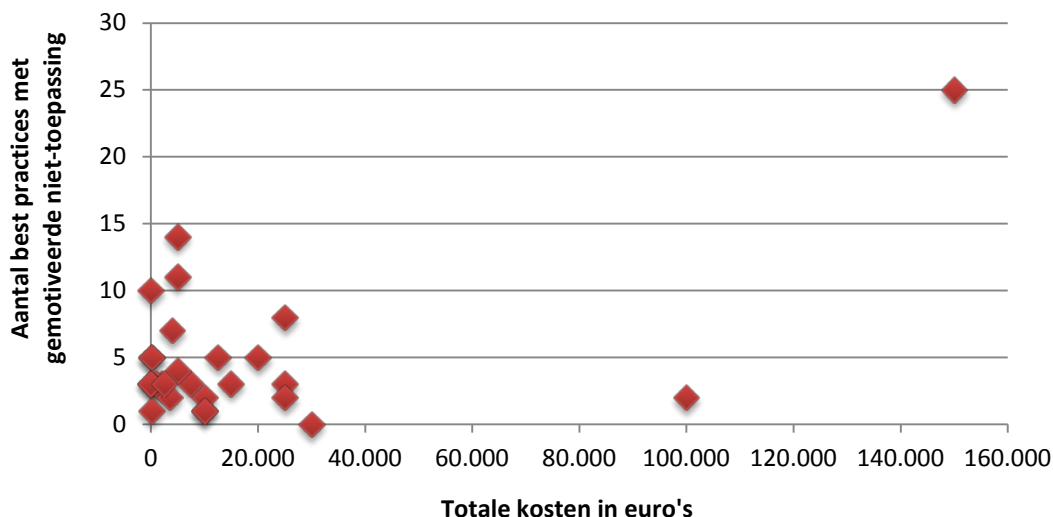
Tot slot van de kosten als gevolg van verplichte mededeling is gekeken naar het aantal best practice bepalingen waarover gemotiveerd opgave van niet-toepassing is gedaan (“uitleg”). Figuur 8.14 laat zien dat het merendeel van de ondernemingen zegt voor een beperkt aantal bepalingen zo'n opgave te doen. In Figuur 8.15 wordt geen verband gevonden tussen uitleg en de totale kosten als gevolg van verplichte mededeling.

**Figuur 8.14** Bijna 80% van de responderende ondernemingen heeft in 2010 voor maximaal vijf best practices gemotiveerd opgave van niet-toepassing gedaan



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29. Vraag: De corporate governance code bevat 22 principes en 129 bijbehorende best practice bepalingen. Over hoeveel best practice bepalingen heeft uw nv in (het boekjaar) 2010 gemotiveerd opgave van niet-toepassing gedaan? Gemiddelde = 4,8; minimum = 0; maximum = 25.

**Figuur 8.15** Gemotiveerd niet toepassen van best practices en totale kosten als gevolg van verplichte mededeling



Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Alleen respondenten meegenomen die beide vragen hebben beantwoord.

## Hypothetische wijzigingen in de regulering van corporate governance

In deze module zijn enkele hypothetische wijzigingen aan de respondenten voorgelegd. Telkens is gevraagd naar het effect hiervan op de rapportage in het jaarverslag, op de toepassing van best practice bepalingen, naar andere effecten en naar het effect op de relatie tussen bestuur, rvc, aandeelhouders en andere belanghebbenden. Dit betreft zowel gesloten als open vragen.

### Hypothetische situatie 1 : monitoringcommissie

De volgende situatie is voorgelegd: *“Stel, de huidige monitoringcommissie wordt beëindigd en wordt niet vervangen door een gelijkwaardig (privaat) alternatief. Onderzoek naar de naleving van principes en de best practice bepalingen van de corporate governance code wordt niet meer uitgevoerd en wordt dus ook niet meer gepubliceerd. De corporate governance code en de verplichting tot mededeling in het jaarverslag blijven evenwel op dezelfde wijze bestaan.”*

De reden dat in deze situatie geen gelijkwaardig vervangend initiatief is verondersteld, is om erachter te komen wat het effect is als de monitoring komt te vervallen, in plaats van als de monitoring door een andere partij wordt gedaan. Dit geeft naar verwachting grotere effecten en in die zin een ‘maximum’.

Tabel 8.1 en Tabel 8.2 laten zien dat het merendeel aangeeft noch de rapportage, noch de toepassing van best practice bepalingen te wijzigen<sup>245</sup>.

**Tabel 8.1** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=32.

<sup>245</sup> De beantwoording van de vraag over het effect op de relatie tussen bestuur, rvc, aandeelhouders en andere belanghebbenden ligt in het verlengde hiervan en is hier niet weergegeven/samengevat.

**Tabel 8.2** 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
<b>Ja</b>	2	6%
<b>Nee</b>	26	84%
<b>Weet niet</b>	3	10%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%
<b>Totaal</b>	31	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31.

Bij 'ja' en 'nee' als antwoord worden open vervolgvragen gesteld. Een analyse daarvan laat zien dat de ongewijzigde rapportage het gevolg is van de onveranderde verplichting tot mededeling en van het belang van naleving voor de organisatie zelf en vanwege de transparantie die dat met zich meebrengt. Minder vaak genoemd worden de belangen van aandeelhouders en beleggers, iets dat deels overlapt met de transparantie. Bij de ongewijzigde toepassing van bepalingen wordt verwezen naar de redenen voor ongewijzigde rapportage; de wettelijke verplichting bestaat nog steeds, men houdt rekening met *stakeholders* en ziet geen aanleiding het beleid aan te passen.

Tabel 8.3 laat zien dat hoewel een kleine meerderheid zegt geen andere effecten te ervaren, toch ongeveer één vijfde andere effecten ziet. Genoemd worden dat de jaarlijkse controle op de naleving niet meer hoeft plaats te vinden (in het kader van de monitoring), dat een *benchmark* dan ontbreekt en dat andere partijen zich wellicht meer gaan richten op de naleving van de code.

**Tabel 8.3** Vraag: Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	6	19%
<b>Nee</b>	18	58%
<b>Weet niet</b>	6	19%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	3%
<b>Totaal</b>	31	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31. Vraag: Vragen 1 en 2 gingen over de mogelijke implicaties van het beëindigen van de huidige monitoringcommissie voor de rapportage in het jaarverslag en voor de toepassing van best practice bepalingen van de corporate governance code. Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

Bij bovenstaand hypothetisch alternatief speelt mogelijk sociaalwenselijke beantwoording een rol. Voor een inschatting en interpretatie hiervan wordt verwezen naar Hoofdstuk 5 (subparagraaf 5.2.2). Het feit dat in de andere hypothetische alternatieven (zie hierna) wel degelijk andere antwoorden worden gegeven, duidt erop dat de invloed van eventuele sociaalwenselijke beantwoording niet zó groot is dat er geen conclusies kunnen worden getrokken.

## Hypothetische situatie 2: verplichting tot mededeling

De volgende situatie is voorgelegd: “*Stel, niet alleen de huidige monitoringcommissie wordt beëindigd, maar ook de wettelijke verplichting tot mededeling in het jaarverslag vervalt. Onderzoek naar de naleving van principes en de best practice bepalingen van de corporate governance code wordt niet meer uitgevoerd en wordt dus ook niet meer gepubliceerd. Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn bovendien niet langer verplicht om in hun jaarverslag aan te geven of zij de principes en best practice bepalingen van de code toepassen, en zo niet, waarom niet. De corporate governance code zelf wordt in deze hypothetische situatie evenwel voortgezet, bijvoorbeeld op initiatief van marktpartijen.*”

Deze hypothetische situatie is voorgelegd om het effect van de wettelijke verplichting te kunnen inschatten. De code blijft bij veronderstelling bestaan om juist het genoemde effect te kunnen isoleren. Wel dient hierbij te worden opgemerkt dat vanwege EU-richtlijnen er altijd een verplichting tot mededeling blijft bestaan (zie Hoofdstuk 2 en 4). Deze hoeft evenwel niet aan de code te zijn verbonden. In die zin laat deze hypothetische verandering ‘maximale effecten’ zien.

Tabel 8.4 en Tabel 8.5 laten een ander beeld zien dan bij de eerste hypothetische situatie: de modale respondent denkt de rapportage te zullen wijzigen en slechts een kleine meerderheid weet nu nog te melden dat de toepassing van bepalingen uit de code niet wijzigt.

**Tabel 8.4** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31.

**Tabel 8.5** 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
<b>Ja</b>	4	13%
<b>Nee</b>	18	58%
<b>Weet niet</b>	9	29%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%
<b>Totaal</b>	31	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=31.

Uit de antwoorden op de open vragen blijkt dat de belangrijkste verandering bij de rapportage een *verkorting* daarvan zal zijn. Ook wordt dan gemeld dat het vermelden van veranderingen (op de website) zinvoller is dan het jaarlijks geven van dezelfde informatie. De redenen voor kortere rapportages lopen uiteen: genoemd worden een besparing van kosten en tijd, maar ook dat de

rapportage dan meer aansluit bij wat de onderneming wil ('maatwerk'). Een enkele keer wordt genoemd dat de onderneming transparantie op alle vlakken niet als een voordeel ziet. Gevraagd naar het effect op de kosten van rapportage in het jaarverslag (van een gewijzigde rapportage), geven de meeste respondenten aan een beperkte daling te verwachten; enkelen geven aan geen verschil te zullen ervaren en enkelen dat de daling substantiëler zal zijn.

Wat de toepassing van best practice bepalingen betreft geeft een meerderheid nog steeds aan geen wijziging te verwachten (Tabel 8.5). De redenen komen overeen met wat eerder is gesteld: het belang van een goede governance voor de onderneming zelf, en vanwege de aandeelhouders/*stakeholders*.

Net als bij de eerste hypothetische situatie geeft ruim van de helft van de respondenten aan geen andere effecten te zien (niet weergegeven). Dit geldt ook voor de relatie tussen bestuur en rvc, aandeelhouders en andere belanghebbenden (niet weergegeven). Aangegeven wordt bijvoorbeeld dat de code ondersteunend mag zijn geweest voor die relatie, maar daar niet afhankelijk van is, maar ook dat de houding van aandeelhouders wellicht verandert zonder wettelijke verankering, of dat de informatievoorziening verbetert.

Ook bij deze hypothetische situatie kan sprake zijn van 'gekleurde' resultaten door sociaalwenselijke beantwoording. Het feit dat vooral bij de rapportage wel degelijk sprake is van aangegeven effecten betekent dat eventuele sociaalwenselijke beantwoording niet zó groot is dat er geen conclusies kunnen worden getrokken.

### **Hypothetische situatie 3: de code zelf**

De volgende situatie is voorgelegd: *“Stel, niet alleen de huidige monitoringcommissie wordt beëindigd en de verplichting tot mededeling in het jaarverslag vervalt, maar ook de Nederlandse corporate governance code zoals die nu bestaat wordt verlaten. De code met principes en best practice bepalingen wordt niet langer door overheid of private partijen levend gehouden, er zijn formeel gezien dan geen principes of best practice bepalingen meer waarover mededeling zou moeten worden gedaan of die als normstelling zouden gelden en daarover wordt – dus – ook niet meer door een commissie gepubliceerd.”*

Deze situatie gaat een stap verder dan de vorige en gaat gepaard met dezelfde opmerking over EU-richtlijnen met betrekking tot mededeling in het jaarverslag over corporate governance, een verplichting die overigens niet noodzakelijkerwijs aan een code is opgehangen. De situatie is voorgelegd om gevoel te krijgen voor het effect van de code.

Tabel 8.6 laat een drastische wijziging zien in de beantwoording ten opzichte van dezelfde vraag bij de voorgaande twee hypothetische veranderingen: tweederde van de respondenten geeft aan de rapportage in het jaarverslag te wijzigen, waar dat bij de vorige twee situaties nog geen 5 procent resp. ongeveer 40 procent was. Slechts 10 procent geeft aan de rapportage niet te zullen wijzigen.

**Tabel 8.6** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	19	66%
<b>Nee</b>	3	10%
<b>Weet niet</b>	5	17%
<b>Wil niet antwoorden</b>	2	7%
<b>Totaal</b>	29	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=29.

Op de vraag wat er dan verandert aan de rapportage is het vaakst gegeven antwoord dat er korter over corporate governance zal worden gerapporteerd. Ook wordt aangegeven dat de rapportage over corporate governance meer maatwerk zal zijn, naar de geest van de code, zonder verwijzingen naar een code. In sommige gevallen wordt aangegeven dat er niet meer zal worden gerapporteerd. Tijd en kosten spelen een rol bij de beslissing tot kortere rapportages, al wordt wel het vaakst gesteld dat de kostenbesparing beperkt zal zijn.

Tabel 8.7 en Tabel 8.8 geven aan dat ook beleidswijzigingen en andere effecten méér worden waargenomen dan bij de eerste twee hypothetische veranderingen: nu door rond een kwart, terwijl ongeveer de helft van de respondenten geen verandering aangeeft.

**Tabel 8.7** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om het beleid te wijzigen zoals momenteel vervat in de principes en best practice bepalingen?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	7	25%
<b>Nee</b>	14	50%
<b>Weet niet</b>	6	21%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	28	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=28. Vraag: In deze hypothetische situatie bestaat de corporate governance code niet meer en kan er formeel gezien niet meer worden gesproken van de principes en best practice bepalingen van die code. Met de huidige principes en best practice bepalingen van de code in het achterhoofd: zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om het beleid te wijzigen zoals momenteel vervat in de principes en best practice bepalingen?



**Tabel 8.8** Vraag: Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	7	26%
<b>Nee</b>	13	48%
<b>Weet niet</b>	6	22%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Vraag: Vragen 1 en 2 gingen over de mogelijke implicaties van het verdwijnen van de Nederlandse corporate governance code voor de rapportage in het jaarverslag en voor de toepassing van de huidige best practice bepalingen. Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

De helft die geen aanleiding ziet het governancebeleid te wijzigen, geeft het vaakst aan dat de reden daarvoor is dat het beleid bij de onderneming past.

De percentages voor eventuele consequenties voor de relatie tussen bestuur en rvc, aandeelhouders en andere belanghebbenden komen overeen met die in de voorgaande twee tabellen. Meer discussie wordt als mogelijke consequentie genoemd, en dat is dan niet positief bedoeld.

Ook bij dit hypothetische alternatief kan sociaalwenselijke beantwoording een rol spelen. Wederom wordt ervan uitgegaan dat door de effecten die worden geschetst, vooral bij rapportage maar ook bij beleid, de invloed van eventuele sociaalwenselijke beantwoording niet zó groot is dat er geen conclusies kunnen worden getrokken.

#### Hypothetische situatie 4: 'naming'

De volgende situatie is voorgelegd: *“Stel, vanuit de huidige situatie, dus mét corporate governance code, wettelijke verankering en monitoringcommissie, wordt vanaf nu jaarlijks per individuele nv, dat wil zeggen voor alle Nederlandse beursgenoteerde nv's dus ook de uwe, per best practice gepubliceerd of:*

- *deze best practice volgens het jaarverslag wordt toegepast; of dat*
- *deze niet wordt toegepast, maar dat er wel wordt toegelicht waarom niet; of dat*
- *deze zonder nadere toelichting niet wordt toegepast.”*

Deze situatie zou als 'naming' kunnen worden geclassificeerd. Voor de antwoorden op alle vragen geldt dat de respondenten in merendeel géén wijziging hiervan zien; zie Tabel 8.9, Tabel 8.10, Tabel 8.11 en Tabel 8.12.

**Tabel 8.9** Vraag: Zou deze hypothetische wijziging voor uw nv aanleiding zijn om de rapportage in het jaarverslag te wijzigen?

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

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27.

**Tabel 8.10** 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
<b>Ja</b>	0	0%
<b>Nee</b>	24	89%
<b>Weet niet</b>	2	7%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27.

**Tabel 8.11** Vraag: Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	3	11%
<b>Nee</b>	17	63%
<b>Weet niet</b>	6	22%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Vraag: Vragen 1 en 2 gingen over de mogelijke implicaties van publicatie van naleving op het niveau van individuele bedrijven voor de rapportage in het jaarverslag en voor de toepassing van de best practice bepalingen van de corporate governance code. Voorziet u naast deze kanalen andere positieve of negatieve effecten, inclusief extra kosten of juist besparingen, voor uw nv als gevolg van deze hypothetische wijziging?

**Tabel 8.12** Vraag: Zou de hypothetische wijziging naar uw inschatting consequenties hebben voor de relatie tussen bestuur, rvc en aandeelhouders en andere belanghebbenden?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	1	4%
<b>Nee</b>	19	70%
<b>Weet niet</b>	6	22%
<b>Wil niet antwoorden</b>	1	4%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27.

Bij de rapportage wordt als reden van geen-wijziging aangegeven dat de gegevens waarop de monitoring is gebaseerd publiekelijk beschikbaar zijn en dat publicatie in het jaarverslag niet afhangt van een 'extra' publicatie. Wel wordt er bij de respondenten die wel een wijziging verwachten aangegeven dat dit samenhangt met extra controles en uitvoeriger publicatie door de onderneming zelf (hetgeen extra tijd en geld kost).

Bij dit hypothetische alternatief achten wij de invloed van mogelijke sociaal-wenselijke antwoorden het grootst, al is niet in te schatten hoe 'gekleurd' dat de antwoorden maakt.

## Efficiëntie en effectiviteit van het huidige systeem

Dit deel van de enquête gaat over de invloed van het Nederlandse systeem op transparantie en ondernemingsbestuur, en over de efficiënte vormgeving daarvan. Het behandelt de code, de wettelijke verankering en de monitoring.

*De code*

Tabel 8.13 laat zien dat driekwart van de respondenten aangeeft dat de code effectief en efficiënt is.

**Tabel 8.13** Vraag: Bent u van mening dat de code effectief en efficiënt is in het bevorderen van transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur?

	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	20	74%
<b>Nee</b>	3	11%
<b>Weet niet</b>	4	15%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%
<b>Totaal</b>	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Vraag: De huidige corporate governance code bevat 22 principes en 129 bijbehorende best practice bepalingen. 1. Bent u van mening dat de code effectief en efficiënt is in het bevorderen van transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur?

*De wettelijke verankering*

Tabel 8.14 laat zien dat de meeste respondenten aangeven dat de wettelijke verplichting transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur bevordert, en geen alternatief zien dat efficiënter of effectiever zou zijn.

**Tabel 8.14**

	Vraag 1		Vraag 2	
	Absoluut	Percentage	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	22	81%	2	7%
<b>Nee</b>	4	15%	15	56%
<b>Weet niet</b>	1	4%	10	37%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%	0	0%
<b>Totaal</b>	27	100%	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Vraag 1: Bent u van mening dat deze verplichting tot mededeling de transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur bevordert? Vraag 2: Zou naar uw mening een andere vorm van wettelijke verankering of een andere wijze van mededeling in het jaarverslag efficiënter of effectiever zijn in het bevorderen van transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur?

*Monitoring*

Uit Tabel 8.15 blijkt dat bijna de helft van de respondenten de huidige wijze van publiceren door de monitoringcommissie als effectief resp. efficiënt ervaart en dat ongeveer een kwart zegt dat niet te doen.

**Tabel 8.15**

	Vraag 1		Vraag 2	
	Absoluut	Percentage	Absoluut	Percentage
<b>Ja</b>	13	48%	13	48%
<b>Nee</b>	7	26%	7	26%
<b>Weet niet</b>	7	26%	7	26%
<b>Wil niet antwoorden</b>	0	0%	0	0%
<b>Totaal</b>	27	100%	27	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. n=27. Vraag 1: Bent u van mening dat de huidige wijze van publiceren over de best practice bepalingen effectief is in het bevorderen van transparantie en deugdelijk ondernemingsbestuur? Vraag 2: Bent u van mening dat de huidige wijze van publiceren over de best practice bepalingen op een efficiënte manier is vormgegeven? Hoewel de aantallen en percentages voor de twee vragen gelijk zijn, hebben niet alle respondenten bij beide vragen hetzelfde geantwoord.

Het kwart dat aangeeft de huidige publicatie niet als effectief te zien, doet dat om uiteenlopende redenen: te technische rapportage, teveel op details gericht, teveel afvinking, voegt weinig toe, wijzigt qua interpretatie van jaar tot jaar en ontbeert naming&shaming. Het kwart dat aangeeft de huidige publicatie niet als efficiënt te zien, noemt het vaakst een beknoptere publicatie als verbetermogelijkheid, maar een enkeling geeft ook aan dat er juist meer toelichting bij kan.

Bij de beantwoording van de vragen over effectiviteit en efficiëntie van de code en de wettelijke verankering wordt vermoed dat er sprake is van sociaalwenselijke beantwoording. Het percentage respondenten dat stelt dat de code of wettelijke verankering effectiever of efficiënter is ligt laag, namelijk tussen de 7 procent en de 15 procent. Bij hypothetisch alternatief 2, het vervallen van de wettelijke verankering, gaf evenwel 39 procent aan de rapportage te zullen wijzigen. Hoewel niet onmogelijk en al helemaal niet te bewijzen, is het toch moeilijk om voor te stellen dat respondenten in grote meerderheid geen verbetermogelijkheden zien, terwijl ze wel de rapportage zouden wijzigen indien daar ruimte voor wordt geboden.

## Tot slot

De inhoudelijke, open slotvraag luidt: *“Alles overziend: heeft u suggesties voor een kostenefficiëntere of effectievere bevordering van transparantie en goed ondernemingsbestuur in Nederland, anders dan de huidige opzet via corporate governance code, wettelijke verankering en monitoringcommissie?”*

Ongeveer evenveel respondenten hebben hier “nee” ingevuld als “ja”. De suggesties lopen vervolgens uiteen: er zou een eenvoudige checklist kunnen komen, er zou geen sprake moeten zijn van afvinking, naming&shaming kan worden geïntroduceerd, de monitoringcommissie dubbelt met andere partijen (VEB, Eumedion, accountant), de monitoringcommissie zou minder vaak kunnen rapporteren, de code kan meer op hoofdlijnen, voorkom dubbeling met wetgeving of andere codes door middel van herziening, en geef meer aandacht voor verslaglegging vanuit de rvc en voor informatie m.b.t. mogelijke risico's/scenario's.

De afsluitende vraag over de enquête kent als vaakst gegeven antwoord dat kosten-/besparingsschattingen lastig zijn te maken.



## Bijlage B Geïnterviewde partijen

<b>Gesprekspartner</b>	<b>Werkzaam bij</b>
Francois Carstens	MESA en verbonden aan Nederlandse vereniging van Commissarissen en Directeuren (NCD)
Harm-Jan de Kluiver	Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO)
Prof. dr. Phillip Wallage	KPMG
Mr. drs. Niels Lemmers	Vereniging van Effectenbezitters (VEB)
David Tomic	Vereniging van Effectenbezitters (VEB)
Rients Abma	Eumedion
Wouter Kuijpers	Eumedion
Cees Vermaas	NYSE Euronext
Duco Wildeboer	NYSE Euronext
Erik Breen	Robeco
Carola van Lampoer	Robeco
Gerben Everts	AFM
Peter Veenis	AFM



# seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 . 1018 WB Amsterdam . T (+31) 20 525 16 30 . F (+31) 20 525 16 86 . [www.seo.nl](http://www.seo.nl)