

De Monitoringcommissie Corporate Governance Code adviseert actualisering van de code. Dit is het moment om de informatievoorziening naar de aandeelhouders toe beter in te vullen. Zo dient de kwaliteit van uitleg bij afwijkingen van de code te verbeteren. Efficiënte verificatie van toepassing en naleving van de bepalingen uit de code is hiervoor een noodzakelijke voorwaarde. Het introduceren van 'naming' bij de monitoring van de code is een veelbelovende manier om dit in te vullen. Een alternatief is om beursgenoteerde bedrijven te verplichten hun corporate governance beleid expliciet en gestructureerd volgens de code uiteen te zetten.

RAPPORTEREN OP NAAM

MEER AANDACHT VOOR INFORMATIEVOORZIENING BIJ ACTUALISERING CODE¹

Bert Hof en Marco Kerste

De corporate governance van beursgenoteerde bedrijven is onverminderd actueel, met name door een reeks schandalen bij grote bedrijven. Opvallend is dat er twee ontwikkelingen plaatsvinden, die op het eerste gezicht maar moeilijk met elkaar lijken te rijmen. Aan de ene kant geven recente berichten in de media de indruk van regelmatige misstanden op het gebied van bestuur en toezicht. Aan de andere kant laten de rapporten van de monitoringcommissie corporate governance code al enkele jaren zien dat beursgenoteerde bedrijven aan de meeste bepalingen van de code voldoen. Over het meest recente boekjaar 2013 wordt, net als in voorgaande jaren, geconcludeerd dat de naleving hoog is, enkele uitzonderingen daargelaten (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015a). De vraag is wat men hier uit kan concluderen. Werkt de corporate governance code niet? Zijn juist de bepalingen uit de code die minder goed worden nageleefd de oorzaak van falen op het gebied van corporate governance in de praktijk? Feit is dat er

weinig harde bewijzen zijn over de precieze invloed van de code op het ondernemingsbestuur en op de mate waarin misstanden optreden.

Naleving en misstanden

Ook de monitoringcommissie corporate governance code constateert enerzijds dat de naleving van de code nog steeds hoog is, anderzijds dat er sprake is van misstanden en crises bij ondernemingen. De commissie ziet daarbij een rol voor de code om meer nadruk te leggen op vooruitblikkende risicobeheersing en cultuur als drijvende kracht voor goed ondernemingsbestuur (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015b). Hoewel dit nuttige aanvullingen zijn met een terechte blik op de toekomst, is het daarnaast de vraag of er niet meer te halen is uit de code.

Het doel van de corporate governance code is om via normstelling deugdelijk ondernemingsbestuur te bevorderen en om de transparantie over dat onderne-



mingsbestuur te vergroten. Dat laatste komt neer op het bevorderen van de informatievoorziening voor met name (potentiële) aandeelhouders, die daardoor betere beslissingen kunnen nemen. Onze stelling is dat de informatievoorziening richting aandeelhouders tot op heden te weinig aandacht heeft gehad, waardoor de mogelijkheden die de code biedt om via informatievoorziening goed ondernemingsbestuur te bevorderen, niet optimaal zijn benut. Het is daarom tijd om deze informatievoorziening te verbeteren. Dat kan via de code zelf, of via de monitoring daarvan.

Informatiewaarde voor aandeelhouders

De code kent een aantal beperkingen ten aanzien van de informatiewaarde, waar relatief makkelijk verbetering in is aan te brengen. De eerste twee beperkingen die we noemen, hebben met elkaar te maken en relateren aan de mogelijkheid tot impliciete toepassing van bepalingen (Hof en Kerste et al., 2012; Hof, Kerste en De Jong, 2013). Een onderneming hoeft niet expliciet aan te geven of een bepaling wordt toegepast. Als een onderneming niet aangeeft dat er niet wordt toegepast, zal worden aangenomen dat een bepaling wel wordt toegepast. Als toepassing altijd de realiteit is, en iedereen is daar honderd procent zeker van, dan vervalt dit probleem, maar in de praktijk introduceert deze mogelijkheid een onzekerheid voor aandeelhouders die willen weten of bepalingen worden toegepast. Het simpelweg verplicht stellen om expliciet aan te geven of bepalingen wel of niet worden toegepast, zou al meer waardevolle informatie voor de aandeelhouders opleveren. Overigens heeft de monitoringscommissie dit probleem in haar meest recente onderzoek op een andere manier onderwerpen (zie onder), maar het ligt in de rede dit te expliciteren in de code om de continuïteit hiervan te borgen.

Zelfs als ondernemingen dienen aan te geven of bepalingen worden toegepast, kan onzekerheid resteren. Een geloofwaardige code, en toepassing daarvan, vraagt immers om verifieerbaarheid. Van veel bepalingen in de code is echter niet of nauwelijks feitelijk vast te stellen of deze wel of niet worden toegepast. Dit komt veelal door de aard van een bepaling. Zo stelt bepaling II.3.3: “Een bestuurder neemt niet deel aan de discussie

en de besluitvorming over een onderwerp of transactie waarbij de bestuurder een tegenstrijdig belang heeft” (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2012a). Als een onderneming zou aangeven dat deze bepaling wordt toegepast, is dit niet te verifiëren door aandeelhouders. In deze gevallen is het de vraag of de informatieve werking kan worden vergroot door de bepaling anders te formuleren. Dit zal minder makkelijk zijn voor bepalingen die meer gericht zijn op normstelling dan op informatievoorziening richting aandeelhouders.

Kwaliteit van uitleg

Een derde beperking is gelegen in de kwaliteit van uitleg van afwijkingen van de code. De code schrijft voor dat als een onderneming een bepaling niet toepast, dit met ‘uitleg’ gepaard dient te gaan – maar zonder te definiëren waaraan die uitleg moet voldoen. Als de kwaliteit van die uitleg tekortschiet, is er wederom een beperking in de informatievoorziening. Bij uitleg van niet-toepassing van een bepaling kan een onderneming bijvoorbeeld toelichten wat dan wel het beleid is, zonder verdere motivering daarvan. Ook kan een onderneming een motivering van niet-toepassing geven, zonder dat wordt toegelicht wat dan wel het beleid is. Zowel het beleid als de motivering kunnen meer of minder uitgebreid worden uiteengezet. Zo leidt het ‘pas toe of leg uit’-karakter van de code (*comply or explain*), dat in potentie nuttig is om bedrijven voldoende ruimte voor eigen beleid te geven, tot zoveel interpretatieruimte over ‘uitleg’ dat de informatievoorziening mogelijk in gevaar komt.

Meer in het algemeen kunnen tussen ondernemingen die aan alle bepalingen van de code voldoen nog steeds substantiële verschillen in het ondernemingsbestuur bestaan. Dit is nog duidelijker als ondernemingen bepalingen niet toepassen of niet naleven: de mate van afwijking wordt niet vastgesteld of gemonitord. Vanuit de aandeelhouder geredeneerd is het juist van belang om te weten wat (dan wel) het beleid van een onderneming is. De code (en de wijze van rapporteren over toepassing en naleving) sluiten daar momenteel niet goed genoeg bij aan.

Pas als de code bedrijven explicieter verplicht te rapporteren over het al dan niet toepassen van bepalingen,

over de reden van niet-toepassen en over het alternatieve beleid als een bepaling niet wordt toegepast, ontstaat transparantie over de omgang met de code en over het daadwerkelijke corporate governance beleid van beursgenoteerde bedrijven.

Monitoring als bron van informatie

Los van een aanscherping van de code via informatievoorziening door bedrijven, ligt er nog een mogelijkheid tot verbetering van de informatievoorziening van de code, namelijk via de monitoring. Monitoring kan (potentiële) aandeelhouders helpen om de kwaliteit van corporate governance van bedrijven te toetsen aan de hand van de bepalingen in de code. Zoals hierboven gesteld kan het zeker voor kleinere aandeelhouders complex en tijdrovend uitpakken om de corporate governance van individuele bedrijven te beoordelen. Monitoringsrapportages betreffen vooralsnog echter geaggregeerde cijfers met betrekking tot toepassing en uitleg van de codebepalingen, dat wil zeggen geaggregeerd over de ondernemingen. Daarnaast kiest de monitoringcommissie in het meest recente monitoringsonderzoek voor het eerst voor een rapportage gebaseerd op self-assessment, waarbij uiteindelijk circa driekwart van de vennootschappen heeft deelgenomen (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015b; Renes et al., 2014). De rapportage dekt dus niet alle beursgenoteerde bedrijven. Doordat daarnaast op geaggregeerd niveau wordt gerapporteerd, worden niet de volle mogelijkheden van monitoring benut om aandeelhouders te faciliteren bij het toetsen van de corporate governance van individuele bedrijven.

In een interview met Jaap van Manen, de huidige voorzitter van commissie (Van Zanten, 2015), blijkt dat de commissie het noemen van de bedrijven die aan de self-assessment hebben meegedaan als een vorm van *namings* ziet. Strikt genomen zou dit dan *famings* zijn, aangenomen dat het deelnemen aan de self-assessment als positief wordt gezien, maar veel belangrijker is dat het (wel of niet) meedoen aan de self-assessment maar zeer beperkt informatie biedt over het ondernemingsbestuur. Rapporteren op individueel bedrijfsniveau ('rapporteren op naam', oftewel *namings*) zou daadwer-

kelijk leiden tot meer en gemakkelijker toegankelijke informatie voor de aandeelhouders. De monitoringcommissie heeft al eerder gesteld dat het mandaat in beginsel voldoende basis biedt om tot het rapporteren op naam over te kunnen gaan (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2012b).

Uitspraken over naleving

Een stap vooruit in het meest recente monitoringsonderzoek ten opzichte van de jaren ervoor is dat de naleving van vrijwel alle bepalingen is onderzocht (in plaats van slechts een deel) en dat de ondervraagde ondernemingen uitspraken doen over de mate van naleving (in plaats van dat er ruimte is voor impliciete toepassing) (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015b). Dit laatste roept de vraag op of ondernemingen niet sowieso verplicht dienen te worden om uitspraken te doen over de mate van toepassing en naleving in hun jaarverslag of elders. Er is met andere woorden een afruil tussen de informatie die een onderneming volgens een code verplicht is te geven en de informatie die door monitoring van ondernemingen wordt verkregen. Mogelijk is informatievoorziening via monitoring in de vorm van *namings* efficiënter, omdat iedere belanghebbende dan op één plek de relevante informatie vindt voor alle ondernemingen (per onderneming), in plaats van dat deze informatie bij de betreffende ondernemingen moet worden opgezocht.

De juiste informatie voor aandeelhouders en andere belanghebbenden ontstaat derhalve door ofwel ondernemingen te verplichten de relevante informatie met betrekking tot het ondernemingsbestuur te verstrekken, ofwel deze informatie middels monitoring te verzamelen en op basis van *namings* te rapporteren. Dit vraagstuk raakt daarmee ook aan het doel van de monitoring. Als iedere onderneming al op een makkelijk toegankelijke wijze informatie over het ondernemingsbestuur verstrekt, kan monitoring zich beperken tot (steekproefsgewijze) *checks* en/of het geven van een geaggregeerd beeld.

Aandachtspunten bij *namings*

Als gegevens met betrekking tot toepassing en naleving per individueel bedrijf worden weergegeven in moni-

toringsrapporten, wordt de vaststelling van met name niet-naleving van groter belang. In dat geval dient helder te zijn wanneer uitleg voldoende gemotiveerd is en wanneer niet. Om verkeerde interpretaties te voorkomen en het risico op onterechte reputatieschade te beperken, dienen de monitoring-gegevens correct te zijn. Dit kan worden bevorderd door 'hoor en wederhoor' toe te passen, bijvoorbeeld door contact tussen de monitoringcommissie en de ondernemingen.

Voorwaarde voor het overgaan op *namings* in de monitoringsrapportages is dat aandeelhouders ook daadwerkelijk waarde hechten aan gemakkelijk toegankelijke informatie met betrekking tot naleving en toepassing van bepalingen uit de corporate governance code. Hoewel dit aannemelijk lijkt, is aanvullend onderzoek op zijn plaats. Idealiter wordt daarbij in bredere zin vastgesteld waar de behoefte van aandeelhouders op het vlak van informatievoorziening ligt: zij zijn immers (mede-)afnemer van deze informatie. Hierbij speelt ook de voorkeur voor informatie in de monitoringsrapporten 'versus' informatieverstekking door de ondernemingen zelf een rol. Overigens wijst de monitoringcommissie erop dat ook de naleving van de code door de aandeelhouders en institutionele beleggers aandacht behoeft (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2015b).

Tot slot

Het is niet gezegd dat een verbeterde informatievoorziening alle excessen van ondeugdelijk ondernemingsbestuur zal voorkomen. De code is en blijft een hulpmiddel. Maar voor een goede werking van dat hulpmiddel moet de informatievoorziening wel echt op orde zijn. We pleiten er daarom voor om alle beursgenoteerde bedrijven te monitoren en daarbij serieus te overwegen om ofwel het rapporteren op naam in te voeren, ofwel alle beursgenoteerde bedrijven te verplichten hun corporate governance beleid expliciet en gestructureerd volgens de code uiteen te zetten. In het eerste geval zal ook de mogelijkheid tot impliciete naleving dienen te worden beperkt en zullen er voorwaarden dienen te worden gesteld aan de uitleg bij niet-toepassing.

Bronnen:

- ★ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2015a), *Rapport Monitoring Boekjaar 2013*, <http://commissiecorporategovernance.nl/?page=2522>.
- ★ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2015b), persbericht: *De naleving van Corporate Governance code is onverminderd hoog*, 29 januari 2015.
- ★ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012a), *De Nederlandse Corporate governance code*.
- ★ Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012b), persbericht 13 december 2012.
- ★ Hof, B., Kerste, M. et al. (2012), *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring*, SEO Economisch Onderzoek, SEO-rapport 2012-92, in opdracht van het ministerie van Economische Zaken.
- ★ Hof, B., M. Kerste en A. de Jong (2013), *De Nederlandse corporate governance code en monitoring: meer of minder overheid?*. In: Lückerath-Rovers, M., B. Bier, H. van Ees en M. Kaptein (eds.), *Jaarboek Corporate Governance 2013-2014*, Deventer: Kluwer.
- ★ Renes, R. et al. (2014), *Corporate Governance in Nederland. Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het boekjaar 2013*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen.
- ★ Van Zanten, M. (2015), *'De code moet weer gaan leven in de bestuurskamer'*, interview met Jaap van Manen, Nationaal Register, 11-02-2015, <http://www.nationaalregister.nl/kennisbank/de-code-moet-weer-gaan-leven-de-bestuurskamer#.VPCXVOHCtqM>

Noot

1. Dit artikel is deels gebaseerd op een artikel dat is gepubliceerd op Me Judice (Bert Hof, Marco Kerste, "Maak bekend hoe bedrijf scoort op corporate governance code", Me Judice, 5 januari 2015).

Over de auteurs

Bert Hof is senior onderzoeker bij SEO Economisch Onderzoek.

Marco Kerste is Hoofd Financiële Markten en Finance bij SEO Economisch Onderzoek.

