

De Code voorbij?

De Corporate Governance Code heeft in Nederland haar langste tijd wel gehad. Een almaar uitdijend stelsel van regels, vaak zonder toegevoegde waarde, maken naleving tot een steeds duurder aangelegenheid. Van open principes gaat men steeds meer naar normerende regels waarvan betwijfeld kan worden of dit nu daadwerkelijk best practices zijn. Van ‘pas toe of leg uit’ zijn we beland in een regelgevend korset van ‘pas toe of pas toe’.

Ruud Pruijm zet uiteen waarom de vrijheid om van de Code af te wijken zodanig wordt beknot door het risico van strijdigheid met de wet, dat de keuzevrijheid van ondernemingen tot maatwerk ernstig wordt belemmerd.



Ruud Pruijm is emeritus
hoogleraar aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam

De Nederlandse Corporate Governance Code (de Code) richt zich op de governance van beursgenoteerde vennootschappen en geeft een richtsnoer voor effectieve samenwerking en bestuur.' Dit stelt de Monitoringcommissie zelf in haar preambule bij de in 2016 gepresenteerde herziene versie. Sinds de eerste versie van de Code uit 2003 zijn er principes en best practice bepalingen geformuleerd die de verhoudingen en verantwoordelijkheden reguleren tussen bestuur, de raad van commissarissen en de aandeelhouders. In navolging van de Engelse governancecode kan van de Code worden afgeweken als men deze gemotiveerd uitlegt in het jaarverslag. Navolging en uitleg van afwijking ervan worden goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders. In 2004 heeft de Code een wettelijke grondslag in artikel 2:391 lid 5 BW door de verplichte melding van naleving van de Code in het bestuursverslag. Bijna twintig jaar verder is het goed om eens na te denken over de toekomst van de Code. Moeten we op deze voet doorgaan of is het beter de Code af te schaffen? Moeten we niet erkennen dat er een aantal tekortkomingen zijn die afschaffing kunnen rechtvaardigen?

Drie tekortkomingen

Ten eerste is de Code materieel irrelevant aan het worden. Een aantal bepalingen zijn ook elders te vinden. Anderen zijn niet meer dan betekenisloze platitudes die wijd erkende ideeën bevestigen.

Ten tweede dijt de Code steeds verder uit en krijgt deze steeds meer een voorschrijvend en normerend karakter. Afwijken en uitleggen wordt moeilijk gemaakt en is daarmee een negatief beoordeelde situatie. Dat maakt dat de nalevingskosten voor ondernemingen waarvoor de voorschriften van de Code slecht voldoen, steeds hoger worden.

Ten derde richt de Code zich steeds meer op de belangen van de stakeholders. Dat verhoudt zich slecht met de aard van de Code die daarvoor niet geschikt is. Naleving van de Code wordt bekrachtigd door goedkeuring van de aandeelhouders, evenals de afwijkingen. Het is maar de vraag hoever aandeelhouders willen gaan in het rekening houden met de belangen van stakeholders als dit ten koste gaat van hun dividend.

1. Code is materieel vaak irrelevant

Te vaak staat er in de Code een duplicatie van vereisten die ook al wettelijk vastliggen (zoals de instelling van een audit commissie, de bepalingen over *executive pay* of de motivering beroep zwaarwichtig belang).

Voor wat betreft de auditcommissie ligt er een wettelijk besluit op basis van een Europese richtlijn.

Voor wat betreft *executive pay* bevatten BW 2:135a en b uitgebreide vereisten over het bezoldigingsbeleid en het bezoldigingsverslag.

Artikel 2:107 tweede lid BW bepaalt dat aan de algemene vergadering alle verlangde inlichtin-

gen moeten worden gegeven, tenzij een zwaarwichtig belang zich daartegen verzet. Wat heeft het voor zin om in de Code op te nemen dat een beroep hierop gemotiveerd moet worden (BP 4.2.1)?

Daarbij treft men ook regelmatig betekenisloze platitudes aan die breed geaccepteerde ideeën bevestigen.

Voorbeelden van dergelijke ‘open deuren’ zijn:

- elke commissaris dient geschikt te zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen;
- de raad van commissarissen draagt zorg voor een gedegen plan voor de opvolging van bestuurders en commissarissen;
- de voorzitter van de raad van commissarissen heeft regelmatig overleg met de voorzitter van het bestuur;
- bestuur en raad van commissarissen dragen zorg voor een evenwichtige en effectieve besluitvorming.

Het klopt allemaal wel, maar moeten zulke voor de hand liggende zaken geregeld worden in een Code?

2. De kosten om aan de Code te voldoen worden steeds hoger

Steeds meer regels

De eerste versie van de Code (Cadbury Code uit 1992) bedroeg 750 woorden, tegenwoordig zitten we op vijf keer dat aantal aan *guidance* om aan te voldoen.

De huidige Code is veel uitgebreider dan de Corporate Governance Code 2018 uit het Verenigd Koninkrijk met 20 principes en 41 *best practices*. Alleen al het aantal *best practices* is meer dan drie keer zo groot als in de Engelse tegenhanger (132) en bij elke revisie worden er meer *best practices* toegevoegd. Daarmee raken we wel ver weg van het oorspronkelijke idee van een op principes gebaseerd systeem. De KPN had in het compliance-overzicht 2015 alleen al 25 pagina's

‘Moeten we niet erkennen dat er een aantal tekortkomingen zijn die afschaffing van de Code kunnen rechtvaardigen?’

nodig om uit te leggen in welke mate zij wel of niet voldoet aan de code. In 2022 was dat uitgedijd naar 32 pagina's.

Dit werkt niet alleen een *ticking the box* benadering in de hand maar geeft ondernemingen steeds minder ruimte tot eigen invulling.

Ook de bedenker van de eerste Code had hierbij al bezwaren. ‘De Code bevat bepalingen die uitleggen hoe een principe in de praktijk moet worden gebracht,’ zegt Tabaksblat in *Het Financieele Dagblad* van 28 mei 2009. ‘Veel daarvan snapt iedereen inmiddels wel. Dan hebben ze geen functie meer.’

Als voorbeeld noemt hij de beperking van het aantal commissariaten voor één persoon. De Code noemt een maximum van vijf. Zo'n gedetailleerde regelgeving is niet meer nodig, aldus Tabaksblat.

Van aanbevelingen naar normerende best practices

We zijn sinds de commissie Peters van aanbevelingen naar een systeem van principes en *best practices* gegaan. De vraag kan gesteld worden op welke wijze de Commissie nu komt tot de door haar voorgestelde principes en *best-practices*. *Best Practice* is een begrip dat afkomstig is uit de bedrijfskundige literatuur en is volgens Wikipedia: ‘Een techniek, werkmethode of activiteit die zich als effectiever heeft bewezen dan enige andere techniek, methode et cetera. De gedachte is dat met de juiste werkmethode een project uitgevoerd kan worden met minder problemen, minder onvoorziene complicaties en betere eindresultaten.’

Anders geformuleerd: het is een techniek of methodologie die, door ervaring en onderzoek, heeft bewezen tot het gewenste resultaat te leiden.

Het is maar de vraag of alle door de Commissie voorgestelde best practices zijn *bewezen* in de praktijk en de wetenschap.

Een paar voorbeelden:

- de zittingsduur van commissarissen wordt beperkt tot maximaal acht jaar (met de mogelijkheid tot verlenging van twee keer twee jaar als...). Deze bepaling lijkt rechtstreeks overgenomen uit de Engelse Corporate Governance Code maar is daarmee nog geen best practice. Zoals prof. dr. Mijntje Lückerrath-Rovers betoogt is er geen wetenschappelijk onderzoek gedaan naar een optimale effectieve zittingsduur (Lückerrath, 2016);
- de Commissie bepleit een brede in-control verklaring voor alle reële en materiële bedrijfsrisico's en vraagt in het bestuursverslag met duidelijke onderbouwing te verklaren 'dat de interne risicobeheersings- en controlemaatregelen in het boekjaar naar behoren hebben gewerkt, Best Practice 1.4.2 onder i. Geen van de buitenlandse codes vraagt hiernaar en het lijkt me ook een nogal verstrekkende verklaring die een zeer intensieve verificatie vraagt. Ook dit is overigens weer een onbewezen best practice;
- de Commissie stelt dat er in de raad van commissarissen een deskundige op het gebied van technische innovatie en nieuwe business modellen dient te zitten. Dat lijkt een aardig idee, maar is in feite een onbewezen best practice en kan best aan de ondernemingen zelf worden overgelaten;
- de introductie van de verplichte publicatie van de beloningsverhouding van de top van de onderneming met andere werknemers. Een Amerikaans bedenkfel (pay ratio vanuit de Dodd-Frank wetgeving) dat niet stoelt op enig wetenschappelijk onderzoek.

Het is in dit licht overigens opvallend dat de Engelse Code uitgaat van *good practice* die in de

Code wordt beschreven in de vorm van *provisions* (ofwel bepalingen). Dit lijkt een verschil in nuance, maar is het niet. Het geeft aan dat men wat minder stellig is in de normstelling dan de in ons land gehanteerde norm als zogenaamde best practice.

Van 'comply or explain' naar 'comply or comply'

Daar komt nog bij dat de ruimte om af te wijken (comply or explain) steeds minder wordt, omdat men steeds meer verwacht dat aan de Code wordt voldaan.

Eenzijds komt dit doordat zich in de jurisprudentie een tendens ontwikkeld heeft die de codebepalingen in toenemende mate gelijkstelt aan de eisen van redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 en 2:9 BW.

Anderzijds doordat de monitoringcommissie steeds verder gaat in het beperken van de mogelijkheden van comply or explain door strengere eisen aan de uitleg van afwijkingen.

Van soft law naar hard law

In een interessant artikel over het drijfzand van de open norm wordt uiteengezet dat de Hoge Raad en de Ondernemingskamer zich steeds meer wenden tot de Code bij de invulling van open normen (de Roo, 2015). Daarbij komt nog dat ook steeds zwaardere eisen worden gesteld aan de uitleg. Zo stelt de Ondernemingskamer dat weliswaar van een best practice bepaling kan worden afgeweken maar alleen *indien daarvoor voldoende zwaarwichtige redenen zijn. Volgens de Roo betekent dit dat men uitgaat van een vorm van standaardderogatie* waarbij afwijking van de best practices uit de Code slechts in uitzonderingsgevallen toelaatbaar is. Anders geformuleerd zegt de Roo: '(...) afwijking is mogelijk maar komt in strijd met artikel 2:8 en 2:9 BW. Door de hantering van de Code als onderdeel van het wettelijke kader waarbinnen vennootschappen opereren wordt de omgang met de codebepalingen voor beursvennootschappen een *compliance-aan gelegenheid*'.

Hierdoor wordt de vrijheid om af te wijken zodanig beknot dat men beter kan spreken van pas toe of pas toe, in plaats van pas toe of leg uit.

Strengere eisen aan de uitleg

In de nieuwe Code wordt een sterk accent gelegd op een betere kwaliteit van de uitleg bij afwijking van de principes en best practices. Dat is ongetwijfeld gebeurd naar aanleiding van de Europese aanbeveling (2014/208EU). Die stelt dat vennootschappen voor elke afwijking van de Code:

- a) moeten uitleggen op welke wijze de onderneming is afgeweken van een aanbeveling;
- b) de redenen moeten opgeven voor de afwijking;
- c) moeten beschrijven hoe de beslissing om van de aanbeveling af te wijken, binnen de onderneming tot stand is gekomen;
- d) wanneer de afwijking in de tijd beperkt is, moeten aangeven wanneer de onderneming voornemens is een specifieke aanbeveling na te leven;
- e) in voorkomend geval, de maatregel moeten beschrijven die is genomen als alternatief voor het naleven van de aanbeveling en moeten uiteenzetten hoe die maatregel de onderliggende doelstelling van de specifieke aanbeveling of van de code als geheel bereikt, of moeten verduidelijken hoe hij bijdraagt tot een goede corporate governance van de onderneming.

Dit komt er in feite op neer dat in beginsel alle bepalingen van de Code moeten worden gevolgd, tenzij er hele goede redenen zijn om dat niet te doen. De nieuwe Code volgt op pagina 11 deze formulering nauwlettend, met als uitzondering dat onderdeel c niet wordt genoemd. Ook is de zinsnede vervallen uit de concept Code waarin werd gesteld dat ‘afwijkingen gerechtvaardigd kunnen zijn en niet per definitie als inbreuk op de Code dienen te worden beschouwd.’ In plaats daarvan staat er dat ‘afwijkingen gerechtvaardigd kunnen zijn’.

Ik kan dan ook niet anders concluderen dan dat in Europa en nu ook in Nederland een ontwikkeling gaande is waarbij afwijkingen eigenlijk bijna niet zijn toegestaan. De Code wordt dan meer

verplichtend dan normgevend en ik betwijfel of dat een goede zaak is.

Zoals ik in mijn weblog zeg:

‘Ik heb me al vaker tegen deze benadering verzet omdat deze de ruimte voor eigen invulling van een principe te veel beperkt en de best practice als enige norm aanvaardt. Wat mij betreft is het aan de aandeelhouders om met bestuur en commissarissen in dialoog te gaan over de eigen invulling van een best practice. Gaan de aandeelhouders akkoord met de afwijking en de uitleg, dan is wat mij betreft aan de Code voldaan. Dat de Commissie dat anders ziet en zelfstandig de kwaliteit van de uitleg wil toetsen om vast te stellen of de Code wordt nageleefd, is volgens mij een onjuiste uitleg van het “pas toe of leg uit” principe. Ik wijs er daarbij op dat men met de herziene Code wel vaker in een situatie zal komen waarin afwijking van best practices zal voorkomen. Door de bewuste keuze van deze commissie voor veel voorschrijvende en gedetailleerde regels zal niet elke onderneming in staat zijn deze na te leven en kiezen voor een eigen uitwerking van een principe. Bedenk daarbij dat het vooral kleinere lokale beursfondsen zullen zijn die last zullen krijgen van een almaar toenemend regelcorset dat vooral ontworpen lijkt te zijn voor grote (internationale) ondernemingen’ (2016).

3. Code steeds meer gericht op belangen stakeholders

De Code heeft zich steeds meer ontwikkeld naar een stakeholderdenken waarvoor deze geen goede plek is. Dit oordeel laat onverlet dat het aandacht besteden aan stakeholders een goede zaak is. De Code is echter een nogal onbevredigend mechanisme om stakeholders te beschermen. De Code heeft een feedbacklus waar de aandeelhouders kunnen ingrijpen als zij van mening zijn dat verklaringen voor het afwijken van de Code onbevredigend zijn. Het is maar de vraag hoever aandeelhouders willen gaan in het

bevorderen van de belangen van de stakeholders, als uiteindelijk de maximalisatie van de winst voor hen de hoogste prioriteit heeft.

Voorbij de Code?

Een einde maken aan een op een gedragscode gebaseerde corporate governance betekent niet het volledig afschaffen van een verplichting tot behoorlijk ondernemingsbestuur. Ik opteer voor een oplossing waarbij de positieve effecten van de Code in grote mate kunnen worden behouden door te blijven werken met de kernelementen van behoorlijk ondernemingsbestuur. Er wordt evenmin gepleit voor volledige deregulering. In plaats daarvan zou men kunnen kiezen om de belangrijke onderdelen van de Code te vertalen naar rapportage voorschriften voor beursgenoteerde ondernemingen.

Behoud van normen voor corporate governance

Er zal altijd behoefte zijn aan normen voor corporate governance in lijn met die van de aanbevelingen van de Code, zonder dat er een best practice Code bestaat.

Ik neem Amerika als voorbeeld. De Amerikanen kennen geen door de wetgever ondersteunde corporate governance code en pas toe of leg uit regels zijn zeldzaam. Toch kent men invloedrijke best practice normen, zoals die door stemadviesbureaus als Glass Lewis of ISS (Institutional Shareholder Services). Daarbij worden er ook governance principes vastgesteld door organisaties als National Association of Corporate Directors, de Business Roundtable en CII

'De Code wordt meer verplichtend dan normgevend en ik betwijfel of dat een goede zaak is'

(Council of Institutional Investors). Voor Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen betekent dit een stevige aandrang om op vrijwillige basis hun corporate governance structuur op orde te brengen. Overigens zijn de stemadviesbureaus ook buiten Amerika werkzaam en beoordelen zij de inrichting van de governance van veel beursgenoteerde ondernemingen.

Daarbij zijn er over de hele wereld veel instituten of instanties die governance best practices voor ondernemingen opstellen. Denk bijvoorbeeld aan de OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), het CFA Institute of de Europese Unie.

Voor het tijdperk na de Code is het van belang dat niet veel ondernemingen afwijken van de reeds ingevoerde principes en best practices. Aangezien naleving van de Code al jarenlang erg groot is (bijna 95 procent volgens de Monitoringcommissie) zou radicale afschaffing het vertrouwen van investeerders doen afnemen en een negatieve impact op de beurskoers hebben. Daar komt nog bij dat de stemadviesbureaus eveneens negatief zouden adviseren bij al te grote afwijkingen van wat zij als de norm van behoorlijk ondernemingsbestuur beschouwen.

Afschaffing van de Code zal het eenvoudiger maken voor ondernemingen om af te wijken van normen die voor hen een negatief effect hebben en te opteren voor een meer maatwerk gerichte aanpak. Tegelijkertijd zal men een aantal belangrijke principes ongetwijfeld handhaven, zoals scheiding van de CEO rol en die van voorzitter en een meerderheid van commissarissen of niet uitvoerende leden in de board en bestuurlijke commissies zoals de auditcommissie en de benoemingscommissie.

Publicatie

Ik denk dat het beter is als beursgenoteerde ondernemingen verplicht worden inzage te geven in de manier waarop zij corporate governance maatregelen hebben geïmplementeerd die van bijzonder belang zijn voor

'We moeten veel meer de kant op van de Combined Code die vooral bestaat uit principes en bijna geen best practices bevat'

beleggers. Dat betekent dat ondernemingen nog steeds te maken hebben met kosten voor het op orde krijgen van hun corporate governance, maar dan zonder de afvinklijstjesverplichting van een groot aantal gedwongen principes en best practices. Dat biedt ondernemingen de ruimte voor een eigen op maat gemaakte regeling. Men zou kunnen opteren voor wijzigingen in het burgerlijk wetboek, maar dat impliceert een langdurig en traag traject en dat zal niet graag geaccepteerd worden door ondernemingen omdat daarmee het grote voordeel van de Code, snelle bijstelling, teniet wordt gedaan. Eerder zou men kunnen denken aan een rol voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als toezichthouder op het gedrag van partijen op de financiële markten. Men zou de wettelijke verplichting op kunnen nemen dat ondernemingen in het jaarverslag moeten rapporteren over de voor aandeelhouders belangrijke governance regelingen. De AFM zou hierop kunnen toezien.

Of toch maar niet?

Het is moeilijk voorstelbaar dat Nederland als enige land ter wereld zou beslissen om zijn gedragscode af te schaffen. Naast afschaffing van de Code is er ook een alternatieve oplossing. De Code moet blijven, is dan ook mijn conclusie, maar dan wel in een andere en geactualiseerde versie.

Ik bedoel met een andere versie dat we veel meer de kant op moeten van de Combined Code die vooral bestaat uit principes en bijna geen best

practices bevat. De Engelse gedragscode gaat ervan uit dat de ondernemingen zelf zorg dienen te dragen voor de vertaling van de principes naar de praktijk. Dat lijkt ook mij de beste benadering want het is nu juist de veelheid van best practices in onze Nederlandse Code die leidt tot een strikt keurslijf van regels en afvinkgedrag. Minder regels en regulering en meer principes en maatwerk per onderneming is hier de weg die moet worden gegaan.

Apologie

Het lijkt voor een emeritus professor corporate governance wel vloeken in de kerk als je stelt dat de Code moet worden afgeschaft. Het lijkt mij echter een goede zaak als we ons af en toe eens heel kritisch afvragen of we nog wel op de goede weg zijn. Ik geloof bovendien in open normen, in plaats van een steeds maar groeiende gedetailleerde brei van regelgeving. 

Literatuur

Cheffins, B. en Reddy, R. 'Thirty Years and Done - Time to Abolish the UK Corporate Governance Code.' European Corporate governance Institute – Law Working Paper No. 654/2022. Verkrijgbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4132617>

Lückerath-Rovers, M. 'Maximering zittingsduur raakt 1 op de 5 commissarissen', Mejudice.nl, 22 maart 2016.

Pruijm, R., 'Teleurstellende nieuwe Nederlandse gedragscode', weblog www.professorpruijm.com 11 december 2016.

Roo, K. de, 'De Corporate governance Code en het drijfzand van de open norm', *Ars Aequi*, april 2015, p. 257-265.