

Actualisatie van de Corporate Governance Code

Lelijk in de luijer, mooi in de sluier?

Hoewel er ook wel degelijk positieve geluiden zijn over de geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code, zwelt de kritiek daarop aan. Volgens sommigen fungeert de Code in toenemende mate als een voorgeborchte van het recht en speelt daarmee een rol in de verdergaande juridisering van het debat rond Corporate Governance. Anderen stellen dat de rapportagemethodiek te wensen overlaat, dat de *soft law* status van de Code te vrijblijvend is en dat er te weinig aandacht wordt geschonken aan grote maatschappelijke veranderingen.

Dit roept de vraag op of de Code nog relevant is. **Jeroen Veldman** schetst de geschiedenis en context van de Code, en beschouwt haar toekomst.



Jeroen Veldman is universitair hoogleraar Corporate Governance aan Nyenrode Business Universiteit, voorzitter van het Nyenrode Corporate Governance Instituut en Section Editor Corporate Governance bij het *Journal of Business Ethics*.

Onlangs werd bij het ministerie van Economische Zaken de actualisatie van de Nederlandse Corporate Governance Code (CGC) gepresenteerd. Naast de inhoudelijke discussie viel vooral op dat meerdere betrokken partijen aan de geactualiseerde Code refereerden als een niet al te fraaie baby, geboren na een zware bevalling. Ook werd gesteld dat ambitie ontbrak, dat het proces moeizaam was verlopen en dat vooral de kunst van de kleine stapjes was beoefend. Ook voor een dagvoorzitter was blijkbaar geen budget bij EZK. Hoewel er steun en waardering voor de geactualiseerde Code werd uitgesproken, werd toch vooral de hoop gebezigd dat deze baby 'lelijk in de luier, maar mooi in de sluijer' zou blijken te zijn.

Dit roept de vraag op of de Code nog relevant is. Van meerdere kanten zwelt de kritiek op de Code aan. Sommigen opperden dat de Code in toenemende mate fungeert als een voorgeborchte van het recht en daarmee een rol speelt in de verdergaande juridisering van het debat rond Corporate Governance (CG). Anderen stelden dat de rapportagemethodiek te wensen overlaat, dat de *soft law* status van de Code te vrijblijvend is en dat de Code te weinig aandacht schenkt aan grote maatschappelijke veranderingen.

Tegelijkertijd valt er ook veel positiefs te melden. De Code sluit goed aan bij de 'polderende' inslag

in Nederland en fungeert in de praktijk als een instrument dat steeds opnieuw succesvol en proactief nieuwe thema's heeft weten te introduceren in het CG debat. Dat is steeds op een tentatieve manier gebeurd, waardoor de institutionalisering van deze issues plaats kon vinden buiten het domein van *hard law* en met inspraak van stakeholders. Het feit dat de Nederlandse Code in internationaal opzicht vooroploopt met betrekking tot deze thema's, biedt een duidelijke meerwaarde in het licht van de omgang met aankomende EU-wetgeving.

Dit roept een aantal vragen op. Als de Code zich op het snijvlak van divergerende krachten bevindt en als de schragende partijen zich niet volledig inzetten om hem in stand te houden, is er dan nog wel een toekomst voor de Code? En als die toekomst er niet is, wat zou dat dan betekenen? Om deze vragen te kaderen en om een perspectief naar de toekomst te geven, schets ik eerst kort de geschiedenis en context, om daarna een aantal beschouwingen te geven ten aanzien van de toekomst van de Nederlandse Code.

Geschiedenis van de Code

De eerste CG Code werd in 1992 in de UK in het leven geroepen. Vanaf de late jaren tachtig ging het CG stelsel in de UK door een diep dal, waarbij de geloofwaardigheid van de accounting-professie en van corporate UK als geheel stevig ter discussie stond (Nordberg, 2020; Spira and Slinn, 2013). De maatschappelijke en politieke druk die hierdoor ontstond leidde tot het instellen van het Cadbury Committee, genoemd naar de voorzitter¹, Sir Adrian Cadbury. Deze commissie richtte zich op het verbeteren van de reputatie en legitimiteit van corporate UK door zelfregulering. Het idee was dat de gezamenlijke steun van *industry bodies*, *standard setters* en

regulators, de inzet op internationale *best practices* en versterkt toezicht door institutionele investeerders tezamen de praktijk van bestuur en toezicht zodanig zouden verbeteren en versterken dat de invoering van *hard law* kon worden voorkomen. Onder leiding van de Financial Reporting Council (FRC), de London Stock Exchange (LSE) en het Institute of Chartered Accountants in England and Wales en gesteund door veel andere instituten² werd een *principles-based* benadering (uitgaand van richtlijnen in plaats van regels) gekoppeld aan een *comply or explain* regime (er mag worden afgeweken van de richtlijnen, mits dat wordt uitgelegd). Deze aanpak, waarbij publieke en private partijen samen optreden om de beroepsnormen in de bestuurlijke en toezichthoudende sectoren te versterken door middel van zelfregulering, is nog steeds richtinggevend voor de UK Code en voor de vele internationale codes die ervan zijn afgeleid (Veldman en Willmott, 2016).

Ook in Nederland waren transparantie en verantwoording de kernwoorden van de veertig aanbevelingen voor goed ondernemingsbestuur, die in 1997 werden gepubliceerd door een commissie onder leiding van oud-Aegon topman Jaap Peters. De eerste Nederlandse Corporate Governance Code in 2003 volgde duidelijk het UK model door een *principles-based comply-or-explain-principle* in te voeren. Met name vanaf 2008 kreeg de Nederlandse Code steeds meer een eigen signatuur. Mede onder invloed van de Global Financial Crisis en in de context van de institutionele leer in het Nederlandse vennootschapsrecht is de Nederlandse Code de rol van langetermijnwaardcreatie (LTW) en van stakeholders steeds meer gaan benadrukken. In het verlengde daarvan verschenen ook thema's als diversiteit, duurzaamheid en cultuur prominenter op de agenda. De betrokkenheid van de belangrijkste partijen in het CG debat bij de ontwikkeling van de Code en de introductie van dit soort thema's heeft ertoe geleid dat de Hoge Raad (HR) en de Ondernemingskamer (OK) de

'Een belangrijke reden om discussies over juridisering met een korrel zout te nemen, is dat de Code niet zonder meer een progressief instrument is'

opvattingen die in de Code tot uitdrukking komen bij meerdere gelegenheden als richtinggevend voor het maatschappelijk debat over CG zijn gaan beschouwen. Het samenspel van zelfregulering, koppeling met de institutionele leer, borging van elementen uit het maatschappelijk debat en de inzet van de Code in jurisprudentie maken de inhoud, rol en werking van de Nederlandse Code uniek (Lokin en Veldman, 2016).

De toekomst van de Code

Gegeven de bijzondere rol van de Code in het Nederlandse institutionele stelsel is de toenemende discussie hierover van belang. Die discussie laat zich in drie thema's samenvatten. Om te beginnen is er doorgaande discussie over de verbreding van de Code. Waar de eerste versies van de Nederlandse CGC zich, in navolging van de UK, vooral richtten op financiële verslaggeving ten behoeve van financiële actoren, is de Nederlandse CGC met name vanaf 2008 sterk verbreed. Door toevoeging van thema's als LTW, stakeholders, D&I, cultuur en ESG is de Code, ooit begonnen met veertig aanbevelingen, nu uitgebreid naar 136 punten verdeeld over 25 principes.

De toevoeging van al die thema's is meteen ook aanleiding voor een meer politiek-inhoudelijke beschouwing, waarbij de vraag speelt of de Code wellicht te 'woke' is geworden.

Ten slotte is er discussie over de rol van de Code in de juridisering van het CG-debat. Omdat de HR en

de OK jurisprudentie vormgeven met verwijzing naar de opvattingen in de Code, leeft bij sommigen de opvatting dat de uitbreiding van de Code een risico met zich meebrengt van toenemende jurisdisering en mogelijk ook aansprakelijkheid. Iets algemener wordt wel gesteld dat veel *soft law* regulering uiteindelijk de opmaat heeft gevormd en de weg heeft bereid voor de ontwikkeling van *hard law* regulering (Cheffins en Reddy, 2022). De stelling is dan dat het oorspronkelijke principles-based en zelfregulerende karakter van de Code steeds meer een opmaat vormt naar rules-based hard law en dat zodoende de Code in de praktijk functioneert als een voorgeborchte van het (vennootschaps-)recht.

Te breed?

Het is correct dat de Code sinds haar eerste iteratie behoorlijk verbreed is. Daar kan tegenover gezet worden dat de belangrijkste verbreding van de Code zich heeft voorgedaan naar aanleiding van de Global Financial Crisis, waarna er een stevig debat op gang kwam over een al te eenzijdige nadruk op kortetermijnaandeelhoudersbelangen. De koppeling van dat debat met al vigerende opvattingen rond de institutionele leer in het Nederlandse vennootschapsrecht, leidde tot een duidelijke inzet op LTW en stakeholdersbelangen in de Code (Lokin en Veldman, 2019). Net zoals een crisis in 1989 de aanleiding vormde voor de eerste UK Code, was deze verbreding dus een gevolg van een duidelijke crisis in de praktijk van CG, die zocht naar een afdoende oplossing.

Wat hier zichtbaar wordt is dat de verbreding van de Code direct samenhangt met terugkerende legitimiteitscrises. Als de relevantie en legitimiteit van de Code gelegen zijn in de wens van samenwerkende relevante partijen om de praktijk van CG van legitimiteit te voorzien middels een principles-based soft law instrument, dan is het begrijpelijk dat die Code dient als instrument om een doorlopende discussie over wat 'goede' CG is mogelijk te maken tussen de bestuurs- en toezichtspraktijk, maatschappe-

lijke partijen en wet- en regelgevers. Precies om die reden heeft de Code als centrale taak om de *maatschappelijke* vraag rondom de legitimiteit van vennootschappen en CG steeds opnieuw te sonderen en te zien of het debat hier omheen aanleiding geeft tot discussie over concrete thema's. In een Nederlandse context wordt dat nog versterkt door de institutionele leer, die de vennootschap en de met haar verbonden onderneming centraal stelt en uitdrukkelijk positioneert als een samenspel van belangen en belanghebbenden. Vanuit beide perspectieven is een doorgaand maatschappelijk en ethisch debat over thema's die als relevant gelden voor 'good' governance, en over thema's die samenhangen met de legitimiteit van vennootschappen en waarbij de praktijk van CG niet een afleiding is, maar juist de bestaansvoorwaarde van de Code.

Te woke? Juridisering?

Hetzelfde kan gesteld worden ten aanzien van de angst voor jurisdisering. De Code is de aangewezen plaats waar het debat over 'goede' CG plaatsvindt en waar in samenspraak met alle betrokken partijen tentatief en incrementeel nieuwe oplossingsrichtingen uitgeprobeerd worden. Juist als 'voorgeborchte van het recht' maakt zij het mogelijk om te experimenteren met de omgang met maatschappelijke discussies. Afhankelijk van hoe zo'n experiment uitpakt, kunnen thema's weer verdwijnen of juist 'promoveren' naar andere institutionele kaders. Als het eigen is aan de Code om uitdrukking te geven aan thema's die een rol kunnen gaan spelen in jurisprudentie, standaarden en/of wetgevingscontext, dan is de vraag dus niet zozeer of de Code zelf leidt tot verdergaande jurisdisering, maar of deze, door het agenderen van specifieke thema's, leidt tot een versnelling van het proces van jurisdisering. Die vraag kan om twee redenen negatief beantwoord worden.

Een belangrijke reden om discussies over jurisdisering met een korrel zout te nemen, is dat de Code niet zonder meer een progressief

instrument is. Met EZK, financiën en justitie en veiligheid als voornaamste mandaterende instanties is de relatie tot de kern van het economisch bestel geborgd, alsmede de centrale rol van aandeelhouders in het ondernemingsrecht. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat de Code zich eenduidig richt op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en doordat de selectie van het begrip ‘stakeholders’ en de wijze waarop zij zich verhouden tot ondernemingsbestuur en/of toezicht niet inhoudelijk is vastgelegd (Lokin en Veldman, 2019).

Ook in de handhaving gaat van de Code weinig dreiging uit. De Monitoring Commissie klaagt al jaren over het ontbreken van een afdoende inzet op inhoudelijke benadering en kwalitatieve uitleg, maar de systematiek waarbij iedere vorm van verantwoording wordt gezien als ‘naleving’ blijft bestaan. Hierdoor ligt het nalevingspercentage van de Code bij ieder onderzoek op een Noord-Koreaanse X procent. Ook worden, zoals gemeld bij de presentatie van deze actualisatie, brieven van de Commissie aan vennootschappen die niet voldoen aan de Code simpelweg niet beantwoord. De impliciete dreiging dat gebrek aan rapportage en reflectie kan leiden tot repercussies van de mandaterende en/of schragende partijen, of tot een algehele herbezinning op zelfregulering, is nergens ter wereld ooit waargemaakt. Dit leidt keer op keer tot een rituele dans, waarbij monitoringcommissies overal ter wereld zich bij iedere evaluatie beklagen over het gebrek aan inzet en reflexiviteit bij vennootschappen en steeds opnieuw dreigen dat hard law het alternatief is, zonder dat die vennootschappen daar ooit consequenties van ervaren (Veldman en Willmott, 2016).

De andere impliciete dreiging bij de totstandkoming van Codes wereldwijd is steeds geweest dat non-response zou leiden tot een duidelijke reactie vanuit de (institutionele) aandeelhouders, die per slot van rekening een direct belang

hebben bij de kwaliteit van de naleving van best practices ten aanzien van corporate governance. Maar (institutionele) beleggers blijken in de praktijk weinig tot niets te doen aan de monitoring van de bepalingen in de Code en een stevige reactie op non-compliance blijft doorgaans uit (Veldman en Willmott, 2016).

In het licht van de conservatieve inslag van de werking van de Code en de vragen rondom handhaving is het, zeker als we de maatschappelijke ontwikkelingen bezien, daarom wellicht niet de vraag of de Code te woke is, maar eerder of de ontwikkeling van het debat niet veel te langzaam gaat. Een issue als LTW werd pas serieus ter hand genomen na zeer grote economische en maatschappelijke druk, volgend op de crisis van 2008. Diversiteit en Inclusie (D&I) werd pas echt opgepakt nadat er een verplicht quotum werd ingevoerd. Ook een issue als klimaatverandering, dat al sinds de publicatie van het rapport van de Club van Rome – dat is nu vijftig jaar geleden – op de maatschappelijke agenda staat, lijkt pas met de invoering van de CSRD als verplichte rapportagestandaard een serieus agenda-onderwerp te worden in de CG-praktijk.

Als maatschappelijke issues niet op tijd op vrijwillige basis hun weg vinden naar de bestuurs- en toezichtspraktijk in ondernemingen, dan valt te verwachten dat maatschappelijke stakeholders naar andere wegen gaan zoeken om zulke issues op de agenda te zetten en de regie naar zich toe te trekken. Met name *Grand Challenges* als klimaatverandering en sociale

‘Het is wellicht niet de vraag of de Code te woke is, maar eerder of de ontwikkeling van het debat niet veel te langzaam gaat’

ongelijkheid leiden tot een snelgroeiend debat over de maatschappelijke rol van de onderneming. Rechtszaken zoals die van Urgenda tegen de Nederlandse staat; de rechtszaak van Milieudefensie tegen Shell en de brief aan dertig ondernemingen die daarop volgde; de brief van 25 Nederlandse hoogleraren Ondernemingsrecht om een maatschappelijke zorgplicht in te voeren; de *Loi Pacte* in Frankrijk en de verregaande uitbreiding van Europese wet- en regelgeving rond zowel verslaggeving als due diligence, laten zien dat het maatschappelijk debat rondom CG sterker aan het worden is en dat hierin in toenemende mate naar hard law gekeken wordt door maatschappelijke actoren.

Het lijkt daarom minder de vraag te zijn of de Code te breed of te woke is en meer of de Code wel voldoende toegerust is om op tijd een plaats te bieden aan de versnelling van het maatschappelijk debat op de beheerste en bedachtzame wijze waarop dat tot nu toe gebeurd is.

Conclusies

De discussie rond de Code lijkt vooral een gebrek aan begrip weer te geven over haar rol en waarde. In plaats van ‘wokeness’ en ‘juridisering’, lijkt de Code als ‘voorgeborchte van het recht’ precies de rol te vervullen die haar toekomt.

Ook is de Code bijzonder goed ingebed in het Nederlandse bestuurslandschap. De Code krijgt vorm door een doorgaand gesprek tussen belanghebbende organisaties; zet in op belangenafwegingen tussen stakeholders; gaat uit van een systeem van checks en balances binnen de organisatie en biedt de mogelijkheid om nieuwe maatschappelijke opvattingen ten aanzien van goed bestuur te testen, alvorens deze verder te codificeren. Een dergelijke inclusieve en flexibele aanpak sluit goed aan bij het Nederlandse idee van ‘polderen’ en bij wat we hier verstaan onder verantwoord bestuur en bij de institutionele leer in het vennootschapsrecht.

Ten slotte functioneert de Code op een bijzondere en proactieve wijze. In Nederland heeft de wijze waarop de code is ontwikkeld ervoor gezorgd dat begrippen als LTW, stakeholders, D&I, cultuur en ESG (Environmental, Social and Governance) op een beheerste en bedachtzame manier onderdeel zijn geworden van het debat rond corporate governance. Niet alleen heeft zij daarmee bijgedragen aan het vergroten van de legitimiteit van de CG-praktijk in moeilijke tijden, maar het debat over deze begrippen ook tijdig geënta-meerd. Zeker gezien de druk van grand challenges, de toenemende beweging naar hard law en de snelheid waarmee (Europese) rechtspraak en wet- en regelgeving wordt ingevoerd (Veldman, 2022) mag het positief genoemd worden dat de Code tijdig heeft bijgedragen aan het voeren van een debat over de rol van deze thema’s in de praktijk van bestuur en toezicht.

Om deze redenen zouden de schragende partijen best nog eens mogen reflecteren op de elegante wijze waarop de Code in Nederland functioneert. Een Code die zelfregulering mogelijk maakt, de legitimiteit van de bestuurlijke en toezichthoudende praktijk steeds opnieuw heeft behouden en die relevante thema’s tijdig op de agenda heeft weten te zetten en daarin internationaal vooroploopt, mag best met enig respect behandeld worden. Daarom zouden zowel de mandaterende als de schragende partijen zich ook mogen bezinnen op hun houding ten aanzien van de Code en ten aanzien van hun eigen rol in het proces waarmee die Code tot stand komt.

De mandaterende partijen mogen zich specifiek nog eens beraden op de rol van de Code. Als de Code *qualitate qua* te beschouwen valt als een instrument dat bedoeld is om het debat tussen betrokken partijen over vigerende maatschappelijke discussies rond de rol van ondernemingen mogelijk te maken, dan mag er meer ruimte geschapen worden om dat debat een plaats te geven. Dat kan bijvoorbeeld door meer partijen te

'De discussie rond de Code lijkt vooral een gebrek aan begrip weer te geven over haar rol en waarde'

betrekken bij de Commissie of door expliciet maatschappelijke discussies vorm te geven bij de herzieningen en actualisaties van de Code.

Daarnaast mogen de mandaterende partijen nog eens kijken naar de terugkerende kritiek op de conservatieve inslag van de Code, de steeds terugkerende discussie over de kwaliteit van rapportage door de vennootschappen en de klaarblijkelijke onwil om tot een andere rapportagesystematiek over te gaan. Zeker in combinatie met de versterking van de maatschappelijke discussie rondom CG leidt het uitblijven van reacties op deze issues al snel tot meer druk richting de inzet van hard law bij maatschappelijke partijen. Vanuit die optiek mag er gekeken worden of tussentijdse sondering van of veto's door schragende partijen tijdens de actualisatie en/of herziening van de Code nog wenselijk zijn. Ook moet er aandacht komen voor de rapportagesystematiek. Doordat alle vormen van *explain*, hoe algemeen ook, in de cijfers voor *comply* worden meegenomen, geven de nalevingsrapportages structureel een veel te rooskleurig beeld van de mate waarin vennootschappen de letter en de geest van de Code naleven. Het *comply* or *explain*-principe moet daarom plaatsmaken voor een *comply* AND *explain*-principe, waarbij zowel de 'comply' als de 'explain'-categorie inhoudelijk worden onderzocht en de uitkomsten publiekelijk gedeeld worden. Zo'n systeem laat duidelijker zien waar een onderneming staat en maakt maatschappelijke monitoring van de kwaliteit van de *explain*-categorie mogelijk, waardoor een 'afvinkmentaliteit' wordt tegengegaan.

Of deze actualisatie van de Code mooier in de sluier dan in de luier zal zijn, valt nog te bezien. Wat wel vaststaat, is dat een stiefmoederlijke benadering door de schragende partijen ertoe kan leiden dat we de baby met het badwater weggooien. 

Referenties

- Cheffins, B. R., & Reddy, B. V. (2022). Thirty years and done – time to abolish the UK Corporate Governance Code. *Journal of Corporate Law Studies*, 1–40. <https://doi.org/10.1080/14735970.2022.2140496>
- Lokin, M., Lokin, Manuel, Veldman, Jeroen e. a., & Veldman, J. (2019). The Potential of the Dutch Corporate Governance Model for Sustainable Governance and Long Term Stakeholder Value. *Erasmus Law Review*, 4, 50–60. <https://doi.org/10.5553/ELR.000178>
- Nordberg, D. (2020). *The Cadbury Code and Recurrent Crisis: A Model for Corporate Governance?* (Front matter). Cham: Palgrave Macmillan.
- Spira, L. F., & Slinn, J. (2013). *The Cadbury Committee: A History*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Veldman, J., & Willmott, H. C. (2016). The cultural grammar of governance: The UK Code of Corporate Governance, reflexivity, and the limits of 'soft' regulation. *Human Relations*, 69(3), 581–603. <https://doi.org/10.1177/0018726715593160>
- Veldman, Jeroen, Corporate Governance and Sustainability (June 29, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4149609> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4149609>

Voetnoten

1. Het is nooit duidelijk geworden wie de commissie en haar voorzitter feitelijk hebben gekozen en benoemd (Spira and Slinn, 2013).
2. Waaronder het Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS), Department of Trade and Industry (DTI), Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), BDO, Financial Reporting Council (FRC), Prudential Group, PRONED, Bank of England (BoE) en het Institute of Directors (IoD) (Spira and Slinn, 2013: 44–45; 52–53; 69).