Formele versus materiële naleving van de Code Tabaksblad

Arnoud W.A. Boot en Philip Wallage

SAMENVATTING Bij de monitoring van de Code Tabaksblad (de Code) staat de formele naleving van de Code sterk op de voorgrond. De materiële naleving ervan komt nauwelijks aan de orde. Dit is voor een groot deel inherent aan het gekozen instrumentarium (code en monitoring).

Wij bespreken onder andere de rollen van een aantal belangrijke 'gatekeepers' en doen een aantal suggesties om te komen tot een grotere nadruk op de materiële naleving. Zo kiezen wij voor een integriteitsstrategie in plaats van voor een regelstrategie.

Ook constateren wij dat de positie van de Code en impliciet van de Monitoring-commissie, aan betekenis afneemt doordat haar domein – de beursgenoteerde ondernemingen – onderhevig wordt aan de opkomst van private equity, en mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen. Deze machtsverschuiving is van dien aard dat het machtsverevenwicht verder is doorgeslagen naar de aandeelhouder dan de commissie-Tabaksblad voor ogen stond. De machtsverschuiving is zelfs zodanig dat volgens ons de Code in zekere zin alleen nog maar van marginale betekenis is.

1 Inleiding

De commissie-Frijns, die gerapporteerd heeft over de naleving van de Code komt tot een positief oordeel over de mate waarin ondernemingen de Code hebben opgevolgd. In zijn bijdrage (samen met W. Poesiat) aan

Prof. dr. Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, en directeur van het interfacultaire Amsterdam Center for Law & Economics. Tevens is hij directeur van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF), en adviseur en commissaris bij verschillende bedrijven en instellingen. Prof. dr. Ph. Wallage RA is hoogleraar Accountantscontrole aan de Universiteit van Amsterdam en partner bij KPMG.

dit themanummer van het MAB over corporate governance stelt Frijns: "De directe toepassing van de code is bij beursgenoteerde ondernemingen hoog." Deze constatering komt grotendeels voort uit een van de deelstudies die in opdracht van de commissie-Frijns is uitgezet, namelijk de deelstudie van Akkermans *et al.* (2006), ook weergegeven in dit themanummer. Een van de meest interessante opmerkingen van Akkermans *et al.* is echter dat de mate van eenduidigheid in de bewoordingen van de naleving duiden op een "symbolische omgang met de (...) code", ofwel, de code wordt wel formeel nageleefd maar materieel misschien niet... Het is dan ook niet verrassend dat niet iedereen positief heeft gereageerd (De Vries en Tomic, 2005).

In dit openingsartikel hebben wij een belangrijke keuze gemaakt. Hoewel wij de neiging hadden om de verschillende bijdragen te gaan samenvatten en te commentariëren, doen wij dit niet (althans niet primair). In plaats daarvan stellen wij het vraagstuk van formele versus materiële naleving van de Code centraal. Deze keuze is niet toevallig. Volgens ons is de fixatie op de Code een belangrijke belemmering voor het beter kunnen begrijpen van de toekomstige ontwikkelingen betreffende de plaats van ondernemingen in de maatschappij, en met name de machtsverdeling in ondernemingsland. Corporate governance gaat volgens ons primair over macht. Wie heeft de macht? Wie heeft invloed op de macht en wie controleert de macht? Dit suggereert een hele brede aanvliegroute, en dat is juist. Maar de Code Tabaksblad staat centraal in dit themanummer, dus ook wij nemen de Code wel degelijk als ingang. Een belangrijke constatering is dat het gedrag van de onderneming, en dus het machtsvraagstuk, tot uitdrukking komt in de materiële naleving van de Code; de formele naleving is hieraan secundair. De materiële naleving verwijst dus naar waar het echt om gaat: het machtsvraagstuk in ondernemingsland.

De moderne praktijk van corporate governance dicht aan aandeelhouders een belangrijke rol toe bij het ter

verantwoording roepen van het bestuur en de commissarissen van een onderneming. Dit zou men in principe ook kunnen verwachten bij (het toetsen van) de naleving van de Code. Als het gaat om het toetsen van de naleving spelen ook organen en instituties zoals de Raad van Commissarissen (RvC), de accountant belast met de jaarrekeningcontrole, de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Ondernemingskamer (OK) een rol. Daarnaast zijn er nog andere 'gatekeepers' (Coffee, 2002; Senate Committee, 2004), zoals credit rating agencies, analisten en niet te vergeten de media.

De commissie-Tabaksblad heeft in de preambule gesteld dat de naleving niet geheel vrij moet worden gelaten, zodat inmiddels, volgens lid 5 van artikel 2:391BW, beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag moeten aangeven of en zo ja, waarom en in hoeverre zij afwijken van de bestpracticebepalingen (pas toe of leg uit). Men vond dat er gewaakt moest worden voor een te vrijblijvende omgang met de Code. Dit lot was de code uit 1997 van de commissie-Peters beschoren (Timmerman, 2002). Onder meer deze ervaring heeft geleid tot de instelling van de Monitoring-commissie (de commissie-Frijns) ter bewaking van de code-Tabaksblad.

In het jargon van Coffee (2002) kan de Monitoring-commissie worden gezien als een 'gatekeeper'. Zij is in het leven geroepen als een extern orgaan om de naleving van de Code op ondernemingsniveau in de gaten te houden. In zekere zin is het bestaansrecht van de Monitoring-commissie gelegen in het gebrekkige vertrouwen in de checks & balances op ondernemingsniveau. Schijnbaar kan de monitoring niet worden overgelaten aan 'de markt'. Hetzelfde kan overigens worden gezegd over het bestaansrecht van de Code zelf: schijnbaar was er een gebrek aan vertrouwen in de mogelijkheden om voldoende checks & balances in te bouwen op ondernemingsniveau zonder deze interventie van hoger hand.

Tegelijkertijd spelen echter andere belangrijke ontwikkelingen. Wij denken hierbij met name aan de opkomst van private equity en de activering van grootaandeelhouders in het algemeen. Deze machtsverschuiving is van dien aard dat het machtsverwicht dat Tabaksblad voor ogen stond verder is doorgeslagen naar de aandeelhouder. De machtsverschuiving is zelfs zodanig dat volgens ons de Code in zekere zin alleen nog maar van marginale betekenis is. Deze laatste opmerkingen zijn ook bedoeld als een belangrijke nuancering bij de fixatie op de Code. Er spelen vele krachten in ondernemingsland, met name in de financiële markten, die een directe weer-

slag hebben op beursgenoteerde ondernemingen. En dit zijn precies de ondernemingen waarop de Code van toepassing is. De materiële werking, naleving en bestaansrecht van de Code moet worden gezien vanuit dit bredere krachtenveld. De profilering van agressieve, en veelal tijdelijke grootaandeelhouders is in dit bredere krachtenveld van grote betekenis. Deze private equity investors zijn erin geslaagd in het huidige speelveld veel macht naar zich toe te trekken. Wij sluiten het artikel af met enige opmerkingen hierover.

In deze bijdrage gaan wij allereerst in op de naleving van de Code Tabaksblad, en met name de effectiviteit van de monitoring zelf. Onder de naleving verstaan wij de mate waarin invulling wordt gegeven aan de principes betreffende de kwaliteit van het bestuur, toezicht en het afleggen van verantwoording, zoals neergelegd in de Code. De volgende vraagstukken komen in de komende paragrafen aan de orde: in paragraaf 2 gaan wij in op de betekenis van het naleven van de Code. Hierbij maken wij het al aangekondigde belangrijke onderscheid tussen materiële en formele naleving. In paragraaf 3 staat de wijze van beoordeling van de naleving van de Code centraal. Wij gaan hierbij in op de werkwijze van de Monitoring-commissie, en met name hoe haar monitoring zich verhoudt tot de materiële naleving. Vervolgens gaat paragraaf 4 over de andere 'gatekeepers'. Zoals eerder aangegeven spelen verschillende partijen een rol bij het in de gaten houden van de formele en materiële naleving van de Code. De Monitoring-commissie is slechts een van de 'gatekeepers'. Welke rol spelen de verschillende gatekeepers? En hoe verhoudt hun rol zich tot de materiële naleving? Ten slotte sluit paragraaf 5 het artikel af met enkele ideeën over de gewenste monitoring en het belang van de Code in de toekomst. Hier zullen wij ook benadrukken dat de tot ontwikkeling gekomen markt voor private equity, en de activering van grootaandeelhouders in het algemeen, in zekere zin een rivaliserende ontwikkeling is, die de code mogelijk sterk aan belang doet inboeten.

2 De betekenis van het naleven van de Code

De in de Code opgenomen 'principes' moeten worden opgevolgd. Niet opvolgen impliceert het niet naleven van de Code. 'Best Practice Bepalingen' (BPB's) zijn suggesties of aanbevelingen die uit de principes voortvloeien; een onderneming mag ervoor kiezen op een andere wijze invulling te geven aan het principe dat aan een BPB ten grondslag ligt. Het naleven van de Code bestaat vervolgens uit het toepassen van de

BPB's of uit het uitleggen waarom deze niet zijn toegepast, waarbij moet worden aangegeven wat hiervan de reden is en op welke (alternatieve) wijze invulling is gegeven aan een principe.

De naleving kan worden onderscheiden in een formele naleving en een materiële naleving. Onder formele naleving verstaan wij het 'naar de letter' voldoen aan de principes zoals door de Code opgelegd, inclusief het rapporteren daarover, met name als van een BPB wordt afgeweken. Onder materiële naleving verstaan wij de werkelijke invulling door het bestuur, het toezicht en het afleggen van verantwoording in overeenstemming met de bedoelingen ("de geest") van de Code. De materiële invalshoek tracht dus de vraag te beantwoorden of daadwerkelijk invulling (substantie) is gegeven aan de principes. De gerapporteerde studies in dit themanummer van het MAB beperken zich in het algemeen tot de formele naleving, en niet de materiële naleving. Een van de weinige uitzonderingen hierop is de analyse van de rol van aandeelhouders in De Jong, Mertens en Roosenboom (2006), waarin zij kijken naar de wijze waarop aandeelhouders stemmen op AvA's. Hiermee wordt getracht te achterhalen of aandeelhouders daadwerkelijk invloed kunnen uitoefenen (of dat er louter sprake is van voorgekookte beslissingen), en dus of er invulling wordt gegeven aan het principe dat aandeelhouders op een serieuze wijze betrokken moeten worden bij het reilen en zeilen van de onderneming, zeker waar het majeure beslissingen betreft. Dit raakt evident het machtsvraagstuk dat wij zien als centraal element in corporate governance.

De formele naleving kan worden vastgesteld aan de hand van de uitspraken van de vennootschap over de mate waarin de BPB's zijn toegepast en zo niet, waarom zij mogelijk van een BPB afwijkt (Code Tabaksblad, 2003, BPB I.1). Indicaties van de formele naleving zijn te vinden in het jaarverslag, de jaarrekening en de website, voor zover in de specifieke BPB expliciet een dergelijke uiteenzetting wordt vereist. Ook overige publieke uitingen van de organen van de vennootschap, zoals in prospecti, persberichten, interviews en tijdens een aandeelhoudersvergadering, kunnen inzicht verschaffen in de formele naleving van de Code. Het vaststellen van de materiële naleving kan daarentegen slechts plaatsvinden op basis van een beoordeling van de gedragingen van het bestuur en de commissarissen, inclusief de relevante besluitvormingsprocessen en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen. Het zal duidelijk zijn dat voor het vaststellen van de materiële naleving

veelal informatie nodig is die niet publiekelijk beschikbaar is en dat de oordeelsvorming over het al dan niet materieel naleven een sterk subjectief karakter draagt. Dit geldt in het bijzonder voor de in de Code opgenomen principes die gelden als grondbeginselen en daarom, in tegenstelling tot een aantal concrete BPB's, algemeen zijn geformuleerd. Zoals gezegd beperken de studies, die tot op heden zijn uitgevoerd, zich grosso modo tot het beoordelen van de formele naleving².

3 De wijze van beoordeling van de naleving van de Code

Zoals uit de in dit themanummer opgenomen studies blijkt, kan, indien de vennootschap de vereiste openheid betracht en de nodige bronnen beschikbaar zijn, op redelijk eenvoudige wijze de formele naleving worden beoordeeld. De bronnen die hierbij gehanteerd worden omvatten publieke gegevens van de vennootschappen waarop de Code van toepassing is. Voor een goede beoordeling betreffen deze bronnen in ieder geval (NCGS/NICG, 2004):

- het jaarverslag en de jaarrekening van de vennootschap over het betreffende boekjaar alsmede de accountantsverklaring bij de jaarrekening;
 - de website van de vennootschap;
 - het verslag van de Raad van Commissarissen;
 - de agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA);
 - 'aandeelhouderscirculaires';
 - de notulen van de (voorgaande) AvA.
- Ten behoeve van enige kwalitatieve observaties kunnen daarnaast de volgende bronnen geraadpleegd worden:
- de statuten van de vennootschap;
 - de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden (indien van toepassing);
 - het reglement van de Raad van Commissarissen;
 - de profielschets van de Raad van Commissarissen;
 - informatie uit persberichten, krantenartikelen en via andere media.

Deze bronnen kunnen door alle betrokkenen die zich een oordeel willen vormen over de formele naleving van de Code worden geraadpleegd.

Hoewel dit ten principale de formele naleving betreft en het dus weinig zegt over de materiële naleving, moet toch worden opgemerkt dat transparantie en duidelijkheid over de formele naleving in onze beleving zeker bijdraagt aan een betere corporate governance³. Wij zijn echter van mening dat er geen noodzakelijke relatie bestaat tussen formele en materiële naleving van de Code. Zo kan de Code formeel worden nage-

leefd, terwijl materieel wordt verzaakt. Ook kan het voorkomen dat de Code materieel (door marktkrachten gedwongen) wordt nageleefd, terwijl aan formele vereisten niet wordt voldaan, dat wil zeggen, handelen naar de geest, maar niet naar de letter van de Code.

Wij hebben eerder aangegeven dat er via de AvA en de verslaggeving daarover wel degelijk een indicatie kan worden verkregen over de materiële naleving van de Code (zie paragraaf 2). Aandeelhouders kunnen namelijk tijdens de aandeelhoudersvergadering nadere toelichting vragen om een oordeel over de naleving te vormen. De AvA kan de naleving (toepassing en uitleg) expliciet aan de orde stellen. Desgewenst kan het hoofdstuk in het jaarverslag over governancestructuur, beleid en de uitleg voor het al dan niet naleven, ter stemming worden gebracht⁴. Wordt goedkeuring onthouden, dan kunnen aandeelhouders gebruikmaken van de hen ter beschikking staande rechten (décharge onthouden, bezoldigingsbeleid wijzigen en in het uiterste geval de Raad van Bestuur en/of Raad van Commissarissen ontslaan). Ook kunnen juridische procedures worden gevoerd zoals het starten van een enquête of jaarrekeningprocedure (Code Tabaksblad, 2003, preambule). De rapportage over stemgedrag in de AvA en interacties tussen vergadering en bestuur, zoals opgenomen in de notulen, geven mogelijk enig houvast over de materiële naleving. Ten slotte kunnen betrokkenen (analisten, media, etc.) door directe contacten met de vennootschap kennis verkrijgen over de materiële naleving van de Code. Een belangrijke kanttekening hierbij is dan wel dat de wet- en regelgeving, die geldt ten aanzien van gelijke informatievoorziening aan alle aandeelhouders, niet mag worden overtreden.

Aan de Monitoring-commissie is ook een belangrijke rol toegedacht. De opgedragen taak aan de Monitoring-commissie omvat onder meer (Besluit 6, december 2004, artikel 3):

- het ten minste jaarlijks inventariseren op welke wijze en in welke mate de voorschriften van de gedragscode worden nageleefd;
- het zich op de hoogte stellen van internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance met het oog op convergentie van nationale codes;
- het signaleren van leemtes of onduidelijkheden in de Code.

Om haar taak uit te kunnen voeren heeft de Monitoring-commissie verschillende onderzoeken laten uitvoeren. De bijdrage van Akkermans *et al.* (2006) bekijkt concreet de naleving van de Code. Dit

onderzoek richt zich op de formele naleving van de Code, en brengt per geëvalueerde bestpracticebepaling (of onderdeel daarvan) in kaart voor welke van de onderstaande antwoordcategorieën is gekozen:

- de best practice bepaling wordt toegepast (antwoord is 'ja');
- de best practice bepaling wordt niet toegepast (antwoord is 'nee');
- de best practice bepaling is niet van toepassing (antwoord is 'n.v.t.');
- de benodigde informatie om naleving van de best practice bepaling vast te stellen is niet voorhanden.

In overeenstemming met de Nota van toelichting bij het besluit tot invoering van de Nederlandse corporate governance code (*Staatsblad* 2004, no. 747) geldt in het onderzoek het uitgangspunt dat het toepassen van bepalingen niet alleen het naleven daarvan impliceert, maar ook het geven van uitleg waarom een bepaling niet wordt nageleefd. In de Nota wordt bovendien opgemerkt dat de vennootschap niet van iedere bepaling afzonderlijk hoeft aan te geven dat zij deze naleeft. Dit betekent dat, tenzij expliciete informatie wordt gevonden die wijst op het tegendeel, de onderzochte vennootschappen de bepalingen van de Code naleven. In dit geval kan (formele) naleving van een bepaling dus niet worden geverifieerd maar alleen worden gefalsificeerd⁵.

De uitgevoerde monitoringonderzoeken naar de formele naleving (pas toe of leg uit) hebben primair aan de hand van de jaarverslagen plaatsgevonden. Een dergelijk onderzoek heeft naar zijn aard kenmerken van 'afvinken' en verhoudt zich moeilijk tot principe I.1 van de Code, die oproept om een "afvinkmentaliteit" in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap te vermijden. De uitkomsten geven niet noodzakelijkerwijs een juist en volledig beeld van de werkelijke kwaliteit van de opzet en werking van de corporate governance structuur van de desbetreffende vennootschappen (materiële naleving). Onderstaand volgen een paar voorbeelden van formele naleving die weinig materiële betekenis hebben:

De onderneming heeft een klokkenluidersregeling (hotline),

maar ... er wordt nooit gebeld, slechts een paar mensen zijn op de hoogte van het bestaan ervan en zij wantrouwen de regeling.

De Raad van Commissarissen heeft de naleving van de code hoog op de agenda staan,

maar ... het management filtert informatie waardoor een te positief beeld ontstaat.

De voorzitter van de Raad van Bestuur benadrukt de noodzaak van ethisch handelen in al zijn toespraken, maar ... de werkvloer wordt aangemoedigd om 'al het noodzakelijke' te doen om de onrealistische doelstellingen te behalen.

De onderneming heeft een gedragscode, maar ... deze bevat alleen juridische terminologie, er is geen praktische handleiding, en de gemiddelde werknemer leest de code nooit.

De Raad van Bestuur verklaart in het jaarverslag 'in control' te zijn,

maar ... heeft geen enkel bewijs vergaard ter onderbouwing daarvan.

De onderneming heeft een 'compliance officer' aangesteld,

maar... de desbetreffende persoon heeft geen beschikking over de nodige medewerkers en kan door de lijn worden 'overruled'.

De vraag is of er sprake is van een materiële beoordeling door andere 'gatekeepers'.

4 De 'gatekeepers'

In deze paragraaf bespreken wij een heel scala aan 'gatekeepers' dat betrokken is bij de onderneming. In het bijzonder zullen wij bekijken welke partijen ('gatekeepers') van belang zijn voor de beoordeling van de materiële naleving van de Code.

De Raad van Commissarissen

De belangrijkste 'gatekeeper', hoewel niet als zodanig genoemd door Coffee (2002)⁶ is het intern toezichthoudend orgaan, de Raad van Commissarissen (RvC). De RvC heeft de wettelijke taak om toezicht te houden op het bestuur van de vennootschap. In de Nederlandse context niet exclusief ten behoeve van de aandeelhouders, maar ten behoeve van alle betrokkenen van de vennootschap. Al wordt het niet zo expliciet in de Code verwoord, voor een goede taakuitoefening zal de RvC de formele naleving van de Code beoordelen voor zover de BPB's zich richten op het bestuur. Vanwege de expliciete rol die de Code ter ondersteuning van de RvC aan de secretaris van de vennootschap toedicht (BPB III.4.3), veronderstellen wij dat deze een belangrijke rol speelt bij het opzetten en beoordelen van de formele naleving van de Code. Deze rol kan ook worden vervuld door de compliance officer, de interne jurist of de interne accountantsdienst. Uitgaande van een adequate informatievoorziening is de RvC daarnaast ook goed gepositioneerd om de materiële naleving van de Code te beoordelen. Daarom maakt deze beoordeling naar onze mening onlosmakelijk deel uit van de toezichthou-

dende taak van de RvC en kan dan ook niet worden gedelegeerd aan eerdergenoemde staforganen. Blijft vervolgens wel de vraag wie de materiële naleving van de BPB's beoordeelt voor zover deze specifiek van toepassing zijn op de RvC. Deze rol ligt primair bij de AvA maar ook bij de overige 'gatekeepers'.

De accountant

Een belangrijke partij die een rol speelt bij de naleving van de Code is de controlerend accountant. De accountant die de jaarrekening controleert gaat onder andere na of het jaarverslag, voor zover hij dat kan beoordelen, overeenkomstig Titel 9, Boek 2 BW is opgemaakt en verenigbaar is met de jaarrekening. De accountant heeft geen actieve onderzoeksplicht als het gaat om het vaststellen of wat in het jaarverslag over de formele naleving van de Code is opgenomen juist en volledig is. Wel moet de accountant volgens Audit Alert 18 (Koninklijk NIVRA, 2006, p. 3) het volgende toetsen:

- de aanwezigheid en uiteenzetting van de corporate-governancestructuur in het jaarverslag;
- de rapportage-eisen uit de Code voor opname in het jaarverslag en verslag van de RvC;
- consistentie van door bestuur of RvC gedane uiteenzettingen in jaarverslag met de jaarrekening;
- consistentie van uiteenzettingen in jaarverslag en verslag van de RvC met uitkomsten van de wettelijke controle.

Concreet betekent dit dat de accountant kan constateren 'op basis van de jaarrekeningcontrole of anderszins' dat:

- een bepaling niet wordt nageleefd en uitleg ontbreekt;
- een bepaling niet wordt nageleefd maar het jaarverslag wel naleving vermeldt;
- een bepaling niet wordt nageleefd en het jaarverslag een uitleg bevat die onjuist is of inconsistent is met informatie die elders in verslag is opgenomen;
- een bepaling niet wordt nageleefd en de uitleg uiterst beperkt of inadequaat is.

In het geval het bestuur en de Raad van Commissarissen vervolgens het jaarverslag niet wensen aan te passen, dient de accountant afhankelijk van de ernst van zijn bevinding, hiervan melding te maken in zijn verklaring.

Hoewel de accountant een belangrijke partij is, en in het corporategovernancegeweld van de afgelopen jaren zeker aan belang heeft gewonnen⁷, ontbreekt een actieve controleplicht voor zover het naleving van de Code betreft. In de praktijk betekent dit dat de verantwoordelijkheden van de accountant wel zullen bijdragen aan de formele naleving van de Code, maar slechts in beperkte mate aan de materiële naleving ervan⁸.

De Autoriteit Financiële Markten

Een belangrijke andere partij is de Autoriteit Financiële Markten (AFM), de Nederlandse toezichhouder op de financiële markten (de tegenhanger van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission). De AFM zal bij het komende toezicht op de jaarverslaggeving naar verwachting actief tekortkomingen in de uitlegverplichting kunnen opsporen en bij tekortkomingen optreden (De Brauw Blackstone Westbroek, 2004, p. 7). De commissie-Tabaksblat (2004, p. 48) merkt hierover op dat uit de aard van dit toezicht voortvloeit dat het niet kan gaan om een inhoudelijke toetsing van de gekozen corporate governance structuur en redengeving voor eventuele afwijkingen. De conclusie is dus gerechtvaardigd dat alleen een beoordeling plaatsvindt van de formele rapportageverplichting en geen inhoudelijke, materiële beoordeling van de naleving.

Wel kan de AFM een jaarrekeningprocedure ahangig maken zodat de wijze van het voldoen aan de uitlegplicht uiteindelijk ook in rechte toetsbaar is. Stelselmatige of zeer laakbare incidentele schending van de verantwoordingsplicht kan ten slotte ook gevolgen hebben buiten het jaarrekeningrecht. Indien de schending ernstig verwijtbaar is, kan zij in een enquêteprocedure een omstandigheid zijn die de rechter tot de conclusie voert dat er sprake is van wanbeleid of kennelijk onbehoorlijk bestuur en toezicht. Dit kan vervolgens tot aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen jegens derden leiden (De Brauw Blackstone Westbroek, 2004, p. 8, 9). Nadrukkelijk zal in de Ondernemingskamer – en in een eventuele civiele of strafrechtelijke procedure, naast de formele naleving de materiële naleving object van onderzoek kunnen zijn.

Media

Naast de RvC, de controlerend accountant, de AFM en gerechtelijke instanties (onder meer de Ondernemingskamer) zijn er nog ten minste drie andere 'gatekeepers', namelijk de credit rating agencies, analisten en de media. Om met de laatste te beginnen, de media zullen zich in eerste instantie richten op de formele naleving in enge zin. Wat wij hiermee bedoelen is dat de media geneigd zullen zijn om aan 'box ticking' (afvinken) te doen: welk percentage van de BPB's wordt overgenomen, of in de 'comply or expain'-terminologie: aan welk percentage van de BPB's wordt direct voldaan, zodat geen 'explain' van afwijkingen nodig is? Materiële naleving zal veel moeilijker door de media te beoordelen zijn vanwege de beperktere waarneembaarheid ervan. En, voor zover waarneembaar, is een meer kwalitatieve beoor-

deling nodig, en deze is ten enenmale moeilijker dan een 'box ticking'-oefening. Vandaar dus een primaire focus op formele naleving door de media.

Credit rating agencies

De credit rating agencies zijn een niet te verwaarlozen partij. Het belang van credit ratings is aanzienlijk toegenomen in de afgelopen jaren, niet alleen vanwege een evident directe invloed op financieringskosten, maar ook vanwege allerlei zogenaamde 'triggers'. Triggers zijn clausules die in werking treden bij een neerwaartse aanpassing van de rating en die een zeer nadelige invloed kunnen hebben op de onderneming, bijvoorbeeld omdat ze aan bepaalde financiers het recht geven een versnelde terugbetaling te eisen van hun lening. Het verband tussen credit ratings en de formele dan wel materiële naleving van corporate governance eisen (de Code bijvoorbeeld) is indirect. Credit rating agencies hebben corporate governance opgenomen als een van de elementen van de rating. Goede corporate governance wordt gezien als een betere 'in control' en derhalve als positief. Er bestaat dus een verband tussen corporate governance en ratings, en diezelfde ratings zijn van groot belang voor de onderneming, hetgeen credit rating agencies tot een belangrijke 'gatekeeper' kan maken. De wijze waarop credit rating agencies naar de corporate governance van ondernemingen kijken is zowel formeel als materieel. Uiteindelijk gaat het de credit rating agencies om de effectiviteit van corporate governance, en dat betreft dus de materiële naleving. Credit rating agencies kunnen hier mogelijk een belangrijkere rol spelen dan grootaandeelhouders omdat credit rating agencies bevoorrechte informatie mogen hebben zonder dat die gedeeld moet worden met anderen, en dus volledig publiek wordt⁹.

Naast de invloed via credit ratings, zijn credit rating agencies ook begonnen met het bepalen van corporate governance ratings. Deze trachten expliciet materiële effecten mee te nemen, en zijn dus niet louter een maatstaf van formele naleving.

Analisten

De laatste groep zijn de analisten. Deze bevinden zich qua focus tussen de media en de credit rating agencies. Hoewel zij door Sarbanes-Oxley en andere wetgeving aan onafhankelijkheid hebben gewonnen, zijn analisten vaak nog steeds te zien als verlengstuk van de aandeelhouders ('buy side analysts') of als kanaal van investment banks ('sell side analysts'). Zeker aan de buy side is er een duidelijk belang om naar de materiële naleving van corporate governance te kijken¹⁰.

5 Hoe verder?

Een conclusie die mag worden getrokken uit het voorgaande is dat het niet eenvoudig is om een toetsing op de materiële naleving van de Code Tabaksblat vorm te geven. Desondanks ligt deze naleving in belangrijke mate in de handen van de 'gatekeepers'. Primair geldt dan ook dat alle 'gatekeepers' hun individuele rol en taak goed en kritisch moeten vervullen. Aanvullend achten wij de gekozen weg via een systeem van monitoring wel degelijk zinvol. Gebleken is dat de formele naleving vrij eenvoudig valt uit te voeren, maar alleen voor zover informatie hierover voorhanden is. Het toetsen van de formele naleving impliceert echter een vorm van afvinken. In navolging van Wymeersch (2005) zijn wij van mening dat de materiële naleving in de huidige context slechts bij uitzondering door derden (analisten, accountants, credit rating agencies alsmede toezichthouders en media) is vast te stellen.

Dit roept de vraag op of via monitoring meer kan worden bereikt. Wij zijn niet optimistisch. Meer effectieve vormen van monitoring zijn lastig te bedenken. Zou het zin hebben om in plaats van fixatie op rapportageregels, periodiek exclusieve AvA's te beleggen over de materiële naleving van de corporate governance principes en BPB's? Wij betwijfelen of dit de juiste weg is. Eerder denken wij aan een nog veel betere communicatie over corporate governance, die een nog centralere positie moet krijgen in de AvA. Een andere gedachte die verdere uitwerking verdient is het laten verrichten van gerichte, inhoudelijke onderzoeken naar de materiële naleving. Een dergelijk onderzoek, bijvoorbeeld in de vorm van visitaties,

kan door deskundige 'peers' worden uitgevoerd. Denkend aan visitaties¹¹ kan gedacht worden deze te laten uitmonden in een af te geven keurmerk. Aan certificering in de vorm van een af te geven keurmerk kan zelfs een vorm van accreditatie worden gekoppeld¹². Dit laatste is dan misschien weer een stap te ver: het leidt tot 'fixatie op de code' en stelt een heel administratief proces in werking wat juist weer allerlei formalisme teweeg brengt.

Uiteindelijk zal een aanvaardbare praktijk van corporate governance moeten berusten op het verantwoordelijkheidsgevoel en de integriteit van alle betrokkenen. Maar hoe valt dit te bereiken? Een deel van het antwoord is naar onze mening dat in plaats van alle nadruk te leggen op de formele naleving (regelstrategie) de integriteit (integriteitsstrategie) centraal moet worden gesteld. Karakteristieken van beide benaderingen zijn in tabel 1 weergegeven (Paine, 1994).

Welke strategie ook wordt gevolgd, er zal altijd sprake zijn van incidentele gevallen van slechte (materiële) governance. Maar het zijn vooral de ethische waarden die het handelen van de som van de individuen, de organisatiestructuur en -processen, drijven. Het concept van materiële naleving van de Code gaat dus veel verder dan het naleven van de formele regels. Het valt daarom te overwegen om, net als in de Verenigde Staten, in het geval van (incidentele) calamiteiten (materiële niet-naleving van de code), de mate waarin de onderneming invulling heeft gegeven aan de integriteitsstrategie, te betrekken bij de op te leggen sancties (in de Amerikaanse zogenaamde 'Sentencing Guidelines' wordt rekening gehouden

Tabel 1: De regelstrategie en integriteitsstrategie

	Regelstrategie	Integriteitsstrategie
Ethos	Conformereren aan opgelegde regels	Zelfregulering o.b.v. gedeelde waarden
Doel	Tegengaan van overtredingen	Moreel handelen ontwikkelen en bevorderen
Aansturing	Compliance officer, jurist	Management
Methoden	<ul style="list-style-type: none"> · Training · Audit & controls · Sancties 	<ul style="list-style-type: none"> · Training, · Leiderschap · Verantwoording · Auditing & controle · Dialoog
Gedragsveronderstellingen	Mensen zijn opportunistisch (eigen belang). Wantrouwen als uitgangspunt.	Verantwoordelijke & loyale mensen, geïnspireerd door waarden (eigen belang maar ook idealen en principes). Vertrouwen als uitgangspunt.

met “organizational due diligence”, zie bijvoorbeeld Laufer, 1996). Hoe beter de integriteitsstrategie is opgezet, des te lager de straf in geval van overtreding van de regels.

Wel benadrukken wij dat om de integriteit te borgen, het noodzakelijk is dat een toetsing van de goede werking van de strategie door het management, continu en systematisch, wordt uitgevoerd.

Een mooie illustratie van de noodzaak tot het bevorderen van integer gedrag is de uitspraak van de oudvoorzitter van de SEC, William Donaldson: “A ‘check in the box’ approach to good corporate governance will not inspire a true sense of ethical obligation. It could merely lead to an array of inhibiting ‘politically correct’ dictates.”

Bij het afdwingen van verantwoordelijkheidsgevoel en integer handelen (beide zijn nodig om een materiële naleving van de code te bevorderen) speelt ook de tucht van de markt een belangrijke rol. Reputatieverlies (‘naming & shaming’), ontslag en het mogelijk aansprakelijk kunnen stellen van bestuur en commissarissen zijn relevante governance mechanismen. De effectiviteit is ontegenzeggelijk groot; over de wenselijkheid ervan kan verschillend worden gedacht. Er zijn zeker ongewenste neveneffecten te bedenken, bijvoorbeeld extreem risico-avers gedrag en formalisme van commissarissen zijn verre van denkbeeldig. Daartegenover staan echter zeker ook voordelen. Om maar bij de commissarissen te blijven: ze zijn heel wat aanspreekbaarder en serieuzer met hun werk bezig dan voorheen het geval was.

En de private-equityrevolutie....

Dezelfde tweeslachtigheid speelt bij een andere manifestatie van de ‘tucht van de markt’, namelijk de in de inleiding genoemde private-equityrevolutie. Het valt moeilijk te ontkennen dat dit een effectief corporate governance mechanisme is, maar het heeft aanzienlijke gevolgen voor de Code. Een eerste constatering is dat een private-equitypartij die een onderneming van de beurs haalt hierdoor de Code aan de kant kan schuiven; deze is immers bedoeld voor beursgenoteerde ondernemingen. De private-equityrevolutie zal volgens ons zeker tot een herschikking van ondernemingen tussen beursnotering en niet-beursnotering leiden¹³. Een volgende opmerking is dat de private-equityrevolutie evenzeer tot actieve grootaandeelhouders leidt bij een continuering van de beursnotering. Voor zover de Code in het belang is van grootaandeelhouders, wordt hiermee een materiële naleving door de markt afgedwongen. In beide gevallen wordt de Monitoring-commissie in wezen buiten spel gezet.

Wij zijn van mening dat de ontwikkelingen in de markt in deze richting zullen blijven wijzen. In wezen is de Code primair van toepassing op een onderneming met wijdverspreid aandelenbezit waar aandeelhouders door de mate van spreiding een te klein belang hebben om de onderneming voldoende in de gaten te kunnen houden. De Code en de monitoring op naleving (inclusief sancties) vult dan dit vacuum op. De private-equityrevolutie laat echter zien dat de markt weinig vertrouwen heeft in dit ‘door hogere hand’ bedachte controlemechanisme, en hier een alternatief voor heeft bedacht. Overigens moeten we private equity en de ‘wederopstanding’ van grootaandeelhouders niet zien als iets totaal nieuws. Integendeel, directe invloed via grootaandeelhouders is altijd van groot belang geweest. Hoogstens zouden we kunnen zeggen dat er in de praktijk een te groot vertrouwen is geweest in de financiële markten. Met name het feit dat de spreiding van eigendom over een groot aantal (vaak anonieme) aandeelhouders een groot machtsvacuüm heeft doen ontstaan, heeft men veronachtzaamd¹⁴. Dit vacuüm wordt door de private-equityrevolutie en de ‘wederopstanding’ van grootaandeelhouders opgevuld.

We kunnen lang discussiëren over de mogelijk ongewenste bijwerkingen van de private-equityrevolutie (bijvoorbeeld kortetermijngedrag?), maar wij zien deze ontwikkeling als een onomkeerbare realiteit¹⁵. Dit betekent niet dat wij verwachten dat de Code en allerlei reguleringen en beperkingen die zijn ontwikkeld in de ‘slipstream’ van de Sarbanes-Oxley Act daarmee zullen vervallen. Neen, deze blijven en zullen volgens ons zelfs nog verder worden uitgebreid in de toekomst. Het publieke belang van de bescherming van de kleine aandeelhouder zal vanuit de politiek bezien altijd voor nadere bescherming in aanmerking komen. Hoewel dit een knellend perspectief is, vinden we dat toch van minder belang dan de veranderingen in corporate governance en eigendomsverhoudingen die worden afgedwongen door de private-equityrevolutie¹⁶. In onze zienswijze zullen private-equitypartijen het ‘first-order’-effect hebben in het corporate governance speelveld. Ondernemingen zullen hierop moeten inspelen, en zullen zich, met name als ze een beursnotering ambleren, moeten afvragen hoe hiermee om te gaan. Dit is lastig omdat private-equitypartijen zorgen voor een snelle mobilisatie van een bijna onmogelijk te negeren tegenkracht, juist als het even wat minder gaat met een onderneming. Het is evident dat er (veel) omstandigheden te bedenken zijn waarin dit wenselijk is; in de meest letterlijke zin wordt hiermee de passiviteit (en ‘free-riding’) onder gespreide aandeelhouders opgelost.

Tegelijkertijd kan het grote gevolgen hebben voor het mandaat van de ondernemingsleiding.

Het is buitengewoon lastig om een onderneming te leiden als de eigen positie van het management en zijn mandaat steeds ter discussie staat. Enige speelruimte is nodig. Beschermingsconstructies zijn uit de mode, maar hoe dan enige lucht te scheppen? Er is geen absolute waarheid, dus ook geen perfect antwoord. Optimale communicatie met de aandeelhouder(s), het opbouwen van reputatie en het inbouwen van legitieme verantwoordingsmechanismen zouden voor enige 'lucht' moeten zorgen.

Het creëren van de nodige speelruimte is eveneens cruciaal omdat wel degelijk beleidsmatig en op integere wijze met de belangen van de overige stakeholders moet worden omgegaan. Dit is des te belangrijker in het geschetste krachtenveld waarin de aandeelhoudersmacht dreigt door te slaan.

Voor het management van beursgenoteerde vennootschappen zijn de uitdagingen enorm. Een code en regelgeving die haar bewegingsruimte sterk beperkt, en tegelijkertijd een private-equityrevolutie die haar mandaat telkens maar weer ter discussie stelt. De toekomst zal uitwijzen welk effect deze krachten hebben op de organisatie van de ondernemingsactiviteit. Wij zien deze ontwikkelingen als zeer fundamenteel, en, zonder overdrijven, van aanzienlijke betekenis voor de inrichting van de maatschappij. ■

Literatuur

- Akkermans, D. H. van Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. van der Laan, T. Postma en A. van Witteloostuijn (2006), De Code Tabaksblat: één jaar verder, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 5 (mei), dit themanummer.
- Berle, A.A. en G.C. Means (1936), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership, *Journal of Finance*, vol. 61, no. 2, April, pp. 803-836.
- Coffee, J.C. (2002), Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid, *Columbia Law & Economics Working Paper*, no. 207.
- Commissie Corporate Governance (Commissie Peters) (1997), *Corporate Governance in Nederland, De Veertig Aanbevelingen*.
- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 9 december 2003 (Code Tabaksblat).
- De Brauw Blackstone Westbroek (DBBW) (2004), *Corporate Governance in Nederland, Een praktische handleiding bij de beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, januari.
- Jong, A. de, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom (2006), De rol van aandeelhouders na 'Tabaksblat', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 5 (mei), dit themanummer.

Koninklijk NIVRA (2006), *De verantwoordelijkheid van de accountant bij de toetsing van in het jaarverslag opgenomen informatie over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, Audit Alert 18, Koninklijk NIVRA.

Laufer, W.S. (1996), Integrity, Diligence and the Limits of Good Corporate Citizenship, *American Business Law Journal*, vol. 34, 1996, pp.157-182.

Nederlandse Corporate Governance Stichting/Netherlands Institute for Corporate Governance (NCGS/NICG, 2004), *Corporate Governance in Nederland 2004, De opvolging van de code geïnventariseerd*.

Monitoring-Commissie Corporate Governance (1998), *Monitoring Corporate Governance in Nederland*, Bericht van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de uitkomsten van het onderzoek verricht door het Economisch Instituut Tilburg, Kluwer, Amsterdam.

Paine, L.S. (1994), Managing for Organizational Integrity, *Harvard Business Review*, vol. 72, maart/april, pp. 106-117.

Senate Committee on Governmental Affairs (Senate Committee) (2002), *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs*, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, October 8.

Timmerman, L. (2002), Ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht en suggesties voor een vernieuwde Corporate Governance code. In: *Corporate Governance in Nederland 2002, De Stand van Zaken*, Een uitgave onder auspiciën van de Nederlandse Corporate Governance Stichting.

Vries, P.P. de, en D. Tomic (2005), Naleving Tabaksblat valt nog tegen, *Effect 25*, 10 december 2005, VEB Monitor, pp. 24-29.

Wymeersch, E. (2005), Enforcement of Corporate Governance Codes, *Law Working Paper No. 46/2005*, June 2005, European Corporate Governance Institute.

Noten

- 1 De Monitoring-commissie heeft een bredere rol dan alleen toetsing van de Code, zie paragraaf 3.
- 2 Ook de onderzoeken naar de 40 aanbevelingen van de commissie-Peters (1997) zijn primair gericht op de formele naleving (Monitoring Commissie Corporate Governance, 1998; NCGS/NICG, 2004).
- 3 Timmermans (2002, p. 24) suggereert dat de invloed van de aanbevelingen van de commissie-Peters indirect heeft plaatsgevonden, doordat het als inspiratiebron voor de Nederlandse wetgever en rechters heeft gewerkt en dus ook mogelijk een (afgeleide) materiële werking heeft gehad.
- 4 Uit het onderzoek van Akkermans et al. (2006) blijkt dat de aard en kwaliteit van de uitleg van het niet toepassen van bestpracticebepalingen te wensen overlaat, wat duidt op een meer symbolische omgang met de richtlijnen van de Code. Of in een dergelijk geval van materiële naleving sprake is, kan ernstig worden betwijfeld.
- 5 Verificatie van de uitspraken in het jaarverslag of uitspraken van bestuur of commissarissen kan alleen door waarneming of experiment. Niet alle uitspraken over de naleving van de Code zijn te verifiëren. Alleen indien blijkt dat de uitspraak onjuist is, kan een stelling oordeel worden gevormd (falsificeren).
- 6 Coffee (2002) richt zich primair op externe organen in de markt, met name de professionals zoals externe accountants en analisten. De Raad van Commissarissen zou hij binnen de Amerikaanse one-tierstructuur

ongetwijfeld zien als integraal onderdeel van het bestuur van de onderneming.

- 7 De Code versterkt de relatie tussen de accountant en het audit committee en bepaalt dat de accountant door de AvA over zijn verklaring bij de jaarrekening kan worden bevestigd.
- 8 Daarentegen moet de externe accountant in de VS zich in het kader van de Sarbanes-Oxley Act (sectie 404) een beeld vormen over het functioneren van de Board (en audit committee in het bijzonder) in het kader van de accountantsverklaring die over de opzet en werking van het systeem van interne beheersing (internal control) moet worden afgegeven.
- 9 Dit is vastgelegd in Regulation FD in de Verenigde Staten die het publiek maken van informatie afdwingt.
- 10 Merk op dat mede door Regulation FD het voor deze partijen moeilijker zal zijn om hier invulling aan te geven dan voor credit rating agencies (die onder Regulation FD immers wel 'bevoorrechte' informatie mogen hebben).
- 11 Visities zijn redelijke instrumenten die vooral in de non-profitsector (zoals bij onderwijs en grotestedenbeleid van gemeenten) worden gebruikt – overigens niet alleen voor corporate governance, maar ook om effectiviteit en efficiency te meten en te vergelijken tussen instellingen – maar het zijn ook zeer kostbare instrumenten.
- 12 Dit idee is geopperd in "Discussienotitie algemeen nut beogende instellingen in de fiscaliteit", Tweede Kamer vergaderjaar 2004-2005, 27 789, nr. 10.
- 13 Deze herschikking zal de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welk stadium van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is (zie Boot, Gopalan en Thakor, 2006). Hoewel goed mogelijk, doen wij geen uitspraak over het belang van een beursnotering. Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zijn is goed mogelijk, maar wij weten dat niet. Wat we wel verwachten is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.
- 14 Overigens heeft de wetenschappelijke literatuur wel degelijk veel aandacht besteed aan dit machtsvacuüm, en dat al voor een heel lange periode (zie Berle en Means, 1936).
- 15 Een vraag die bij sommigen opkomt is of de corporate governance van private-equitypartijen en grootaandeelhouders in het algemeen niet beter moet worden geregeld. Bijvoorbeeld, aan wie leggen zij verantwoording af? Het antwoord hierop is eenvoudig: voor zover zij louter met eigen geld beleggen (c.q. investeren) is het ten principale hun eigen 'probleem'. Voor zover zij geld aantrekken van derden is de vraag relevant of dit professionele partijen zijn. Is het antwoord ja, dan mag ervan uitgegaan worden dat deze professionele partijen voor zichzelf kunnen opkomen. Trekken zij echter gelden aan van particulieren dan gaan zij in de richting van beleggingsfondsen en daarvoor bestaan allerlei eisen. Daarnaast bestaan er allerlei regels om te voorkomen dat grootaandeelhouders acties kunnen nemen die ten koste gaan van kleine aandeelhouders. Ook zijn er regels die stipuleren dat onder bepaalde omstandigheden grootaandeelhouders kleine aandeelhouders tegen een realistische prijs moeten uitkopen. Een

finale overweging is dat een onderneming die op de beurs genoteerd blijft uiteraard onderhevig blijft aan beursgerelateerde wetgeving.

- 16 Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private-equitypartijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit onze analyse in de hoofdttekst is het zeker niet zo dat het bestaansrecht van private-equitypartijen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governancemechanismen die overigens in bepaalde vorm altijd hebben bestaan.