

Per email: [secretariaat@mccg.nl](mailto:secretariaat@mccg.nl)  
Monitoring Commissie Corporate Governance Code  
T.a.v. mevrouw mr. Irene Heemskerk  
Secretaris van de Monitoring Commissie  
Postbus 20401  
2500 EK Den Haag

Breukelen, 6 april 2016

Betreft: reactie Nyenrode Corporate Governance Instituut op Voorstel voor Herziening Nederlandse Corporate Governance Code

Geachte leden van de Commissie,

Op donderdag 11 februari 2016 publiceerde de Monitoring Commissie Corporate Governance Code een Consultatiedocument met voorstellen voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. Alle stakeholders en geïnteresseerden, zijnde ook niet-schragende partijen, zijn in deze consultatieronde uitgenodigd om een reactie uit te brengen op het Consultatiedocument en deel te nemen aan het publieke debat omtrent de herziening van de Code. Het Nyenrode Corporate Governance Instituut maakt graag van de gelegenheid gebruik om vanuit academisch perspectief haar input te geven aan de Monitoring Commissie en draagt daarmee graag bij aan de nadere herziening van de Code.

Corporate governance is historisch gezien onlosmakelijk verbonden met Nyenrode Business Universiteit. Corporate Governance raakt dagelijks het hart van het bedrijfsleven op alle onderwijs- en onderzoeksgebieden van Nyenrode<sup>1</sup>. In de visie van Nyenrode vragen corporate governance vraagstukken om een multidisciplinaire benadering. Het Nyenrode Corporate Governance Instituut (NCGI) is tien jaar geleden (2005) vanuit deze visie geïnitieerd en inmiddels uitgegroeid tot een vooraanstaand multidisciplinair academisch platform waar het bedrijfsleven en de wetenschap elkaar ontmoeten en in de vorm van onderwijs, onafhankelijk onderzoek, opinievorming en business partnering een bijdrage leveren aan het verbeteren van corporate governance in Nederland op de lange termijn.

U treft de reactie van het NCGI op het Voorstel voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code bijgesloten aan. Wij zijn gaarne tot een nadere toelichting bereid.

Hoogachtend,  
mede namens de in dit document genoemde leden van het Nyenrode Corporate Governance Instituut,

Prof. dr. Leen Paape RA RO CIA  
Dean

Dr. Daniëlle A.M. Melis MBA  
Voorzitter Nyenrode Corporate Governance Instituut

---

<sup>1</sup> Onder meer Strategie, Ethiek en moraliteit van het bedrijfsleven (nationaal en internationaal), Maatschappelijk verantwoordelijkheid (MVO), Financiering, Management control, Financial control, Risicobeheersing, Accountancy, Audit en Verslaggeving, Fiscaliteit, Ondernemingsrecht, Human Resources (HR), Honorering, Diversity.

## Bijlage

### *Compilatie van de op persoonlijke titel gedane recommendaties als reactie van het Nyenrode Corporate Governance Instituut op het Voorstel tot Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code*

#### **Algemene opmerking vooraf**

Het Nyenrode Corporate Governance Instituut (NCGI) staat in het algemeen positief tegenover het voorstel voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. De individuele leden van het NCGI welke een bijdrage leveren aan deze reactie op de voorstellen tot herziening, richten zich in zijn/haar reactie op één of meerdere van de zeven thema's welke in het voorstel tot herziening centraal staan, te weten:

1. Meer focus op lange termijn waardecreatie
2. Verstevigen van risicomanagement
3. Nieuwe accenten in effectief bestuur en toezicht
4. Introductie van cultuur als expliciet onderdeel van corporate governance
5. Beloningen eenvoudiger
6. Relatie met de aandeelhouders
7. Verduidelijking van eisen aan de kwaliteit van de uitleg

De in het vervolg van dit document opgenomen reacties op het voorstel voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code betreft de onafhankelijke opinie van de met name genoemde wetenschappers, allen verbonden aan het Nyenrode Corporate Governance Instituut. De reflecties op het herzieningsvoorstel zijn gedaan vanuit zijn/haar individuele onderzoeksdiscipline(s). De compilatie van deze reacties geeft onzes inziens de Commissie een multidisciplinair perspectief op de voorgenoemde thema's welke in het herzieningsvoorstel centraal staan. Mogelijke verschillende onafhankelijke zienswijzen, welke op sommige onderwerpen met elkaar in tegenspraak zijn, zijn aan de Monitoring Commissie ter nadere overweging en duiding. De volgende leden van het Nyenrode Corporate Governance Instituut dragen bij aan deze reactie:

- Prof. mr. Steven Schuit
- Prof. Fred Lachotzki
- Prof. dr. Gijs van Bussel
- Prof. dr. Ronald Jeurissen
- Prof. dr. Ruud A.M. Pruijm RA
- Prof. dr. Tineke Lambooy LL.M.
- Prof. mr. Bas Steins Bisschop MCJ
- Dr. Daniëlle Melis MBA
- Mr. Herman Mulder
- Drs. Remko Renes RA
- Prof. dr. Leen Paape RA RO CIA
  
- Prof. dr. mr. Marcel Pheijffer RA
- Mr. Jan Maarten Slagter

**Prof. mr. S.R. Schuit – Hoogleraar Corporate Governance and Responsibility**

*Prof. mr. Steven Schuit is hoogleraar Corporate Governance and Responsibility aan Nyenrode Business Universiteit, waar hij onder meer doceert in Executive programma's over Corporate Governance, Banking Governance en Pension Fund Governance. Hij is emeritus hoogleraar Corporate Law and Business Transactions aan de Universiteit Utrecht, alwaar hij doceerde in de Mastersfase. Hij is en was lid van de Raad van Commissarissen bij diverse (beursgenoteerde) ondernemingen in Nederland en het Verenigd Koninkrijk.*

**1. One Tier**

De Commissie heeft aangekondigd dat er waarschijnlijk een separate consultatie komt over een herschreven Corporate Governance Code voor de One Tier. Om die reden onthoud ik mij thans van alle commentaar betreffende One Tier en ga ik uit van Two Tier.

**2. AEX en small-cap**

Het Voorstel lijkt op veel punten aan te knopen bij de thans bestaande opvattingen bij de AEX fondsen. Dat lijkt mij niet het geval bij de kleinere mid-caps en de small-caps. Het is ook maar de vraag of m.n. small-caps de governance zo rigide moeten organiseren. Dat geldt in het bijzonder voor:

- a) Zwaardere optuiging van de interne audit functie.
- b) Zwaardere rol van de audit commissie.
- c) De kortere benoemingstermijnen.
- d) De verantwoording over cultuur.
- e) Het vereiste van de beschikbaarheid van informatie in het Engels.

**3. Vaste Commissie**

Het gevaar van een vaste monitoring commissie is dat deze zich gaat gedragen als een toezichthouder en aldus een juk gaat vormen voor de beursgenoteerde ondernemingen. We hebben genoeg toezichthouders. De noodzaak van een nieuwe, additionele toezichthouder is niet aangetoond.

**4. Drie-jaarlijkse herziening**

Ik vrees dat we dan in een spiraal geraken van vernieuwingsdrang. Daar is de Code niet voor. De Code moet inventariseren welke veranderingen vanuit het veld worden gevraagd en daar draagvlak voor vinden, dus aansluiting zoeken bij de 'algemeen heersende rechtsopvattingen'. Er altijd wel een marge voor vernieuwing en dat is goed als je daarmee de wetgever voor bent. Ik verwacht echter dat het Voorstel veel oppositie zal krijgen, vooral vanwege de wollige principes/ best practice bepalingen over Gedrag en over Cultuur. Voorbeeld: Niet-financiële aspecten en 'integrated accounting' zijn nog betwiste onderwerpen, mede vanwege de open normen.

Mijn voorstel is: 'Herziening als de 'dragende partijen' daarom vragen doch in ieder geval weer in 2021, over 5 jaar' (nadien zien we wel weer).

**5. De 'verplichte' lange termijn**

Waardecreatie op lange termijn is goed voor de samenleving, maar er zijn ondernemingen die bestaan van de 'short swing profit'. Weer andere ondernemingen hebben 'depleting assets en zijn daardoor veroordeeld om met de uitputtingsperiode te volstaan. Weer andere hebben bewust een hoog risicoprofiel en accepteren de kans op faillissement.

Weer anderen zijn gericht op een korte termijn afzetmarkt en accepteren de discontinuïteit nadien. Ik ben voorstander van lange termijn denken maar alleen wanneer dat past in het business model van de onderneming. Anders niet.

## **6. De niet-financiële aspecten van ondernemen**

Dit is geen onderwerp voor de Code, maar voor wetgeving. De Code is alleen verplicht voor beursfondsen. Als die worden verplicht de niet-financiële aspecten in de strategie te betrekken (waar ik een groot voorstander van ben) dan ontstaat een ongelijk speelveld met de niet-beurs ondernemingen.

## **7. De continuïteits verklaring**

Deze verklaring is tekstueel beperkt tot ‘de verwachting’ van het bestuur. Het is dus niet bedoeld als een ‘waarborg’. Dat laatste begrip is ten onrechte wel gebruikt in de toelichting (p.16, eerste regel). Niettemin wordt deze ‘verwachting’ neergelegd in het bestuursverslag en daarmee wordt wel een additioneel aansprakelijkheidsrisico bij het bestuur en de commissarissen geschapen.

De verwijzing naar de UK Corporate Governance Code is misleidend; daar staat:

*In annual and half-yearly financial statements, the directors should state whether they considered it appropriate to adopt the ongoing concern basis of accounting in preparing them, and identify any material uncertainties to the company's ability to continue to do so over a period of at least twelve month from the date of approval of the financial statements'.*

De UK Code legt de nadruk op de identificatie van ‘material uncertainties’. Het is inderdaad goed die in het bestuursverslag te noemen, maar een ‘continuïteitsverklaring’ krijgt ongewild teveel het karakter van een waarborg en die valt vaak niet te geven.

## **8. De interne audit functie**

Deze is belangrijk, maar ook kostbaar. Ik ben er groot voorstander van, maar dit is typisch iets dat de small-caps naar mijn mening voorlopig nog niet hoeven te hebben.

## **9. De taken van de president commissaris**

De belangrijkste taken van de Chairman zijn opgesomd in de ‘Guidance on Board Effectiveness’ van de FRC uit 2011. Die taken zijn weliswaar bepaald in de context van een One Tier Board, maar er zijn daar weinig genoemde taken die niet ook op het Two Tier model van toepassing zijn. Veel van deze taken hebben betrekking op de coördinatie van de werkzaamheden van de commissies en de relatie met de CEO en de andere executives. Dat kan voor een deel worden gedelegeerd aan een Secretaris (mits die voldoende deskundig en gezaghebbend is). Vanwege de onafhankelijkheid van de Non-Executives is het belangrijk dat zij een eigen Secretaris hebben, niet gedeeld met de Executives. Maar dat is kostbaar. Het Voorstel laat na deze rol te definiëren. Daar is hard behoefte aan, wil het er toe komen dat de Chairman inderdaad deze coördinerende werkzaamheden verricht of onder zijn/ haar verantwoordelijkheid laat verrichten(en niet door de CEO!).

## **10. Beloning commissarissen**

Ik ben heel blij met het voorstel voor het equity gedeelte. Dat leidt hopelijk tot een beheerste vorm van aandelenparticipatie door commissarissen. Daar is behoefte aan, met name in de internationale context. Het was in Nederland tot nu toe praktisch onbespreekbaar, terwijl toch prominenten als Kees van Lede ervoor hebben gepleit.

### **11. Taken individuele commissarissen**

Het Voorstel gaat niet in op de belangrijke functie die commissarissen individueel kunnen hebben. Vanzelfsprekend moeten commissarissen buiten vergadering hun activiteiten coördineren met de chairman. Die moet de individuele commissarissen op pad sturen en niet zelf alles doen. Dit is een grijs gebied voor veel chairmen en commissarissen en is het meest gehoorde argument waarom ze dan maar buiten de vergadering niets doen dan alleen maar stukken lezen!

### **12. (Zelf) evaluatie RvB en RvC**

Wat mist is in het Voorstel is het oordeel van de RvB op het functioneren en op de effectiviteit van de RvC. Als de RvB dat niet positief beoordeelt is er iets loos, ook als het oordeel wordt ingegeven door wrok over beloningskwesties of betwistbare aanwijzingen door de RvC. Als de RvB alleen maar mooi weer speelt lopen ze, als er iets mis gaat, grote risico's bij de OK. Mijn ervaring als 'facilitator' bij deze evaluaties (ik doe dat nu 5 jaar) is dat juist vanuit de RvB heel nuttige reacties komen.

### **13. De General Counsel/CLO**

Bij Mid-cap en AEX fondsen is de CLO de meest aangewezen persoon om waakhond te zijn voor niet-financiële integriteits-inbreuken en bijbehorende compliance procedures en klokkenluidersregelingen. Hij/zij rapporteert gebruikelijk aan de CEO, maar heeft ook de benodigde (dotted) rapportagelijnen met de president commissaris. Ik meen dat voor de benoeming van de CLO dezelfde eisen moet gelden als voor het hoofd Interne Audit, met dien verstande dat de RvB benoemt, na instemming van de Chairman.

### **14. Belastingbeleid**

Het belastingbeleid moet worden opgesteld en, na goedkeuring door de Audit Commissie en RvC, ook worden geïmplementeerd. De directeur Belastingzaken is hierin een vitale schakel, vooral omdat de CFO en de leden van de Audit Commissie meestal maar beperkte fiscale kennis hebben en juist in de internationale context is dat zeer belangrijk. Daar spelen vaak ook belangrijke morele vragen. Je kan ook niet volstaan met alleen maar knappe koppen van adviesbureaus want dan loopt de implementatie vast. Ik meen dat voor de benoeming van de directeur belastingzaken dezelfde eisen moet gelden als voor het hoofd Interne Audit.

### **15. M&A**

Ik mis node een bepaling over de afstemming van M&A op de strategie en de betrokkenheid van de RvC bij M&A transacties (incl. Joint ventures/ licencing enz.) die van materiele betekenis zijn voor de implementatie van de strategie. De Special Committee die de RvC en RvB zou kunnen vormen ingeval van een dreigende overname van de vennootschap zou ook kunnen worden gevormd bij belangrijke M&A transacties.

**Prof. Fred Lachotzki – Hoogleraar Business Policy**

*Fred Lachotzki is emeritus-hoogleraar Business Policy aan de Universiteit Nyenrode. Als bestuurder heeft hij, zowel in management als toezichthoudende posities vele jaren beurs- en niet beursgenoteerde ondernemingen aangestuurd. Op Nyenrode heeft hij zich de laatste 15 jaar in het bijzonder bezig gehouden met de effectiviteit van boards en heeft in die hoedanigheid verschillende casestudies geschreven. Hij was o.a. academisch verantwoordelijk voor Nyenrode's New Board Programma. Hij is medeauteur van het boek *Managing Beyond Control, de weg naar strategie implementatie*.*

“De Commissie wil in de herziene Code meer nadruk leggen op de focus op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming. Die focus verlangt van het bestuur en de raad van commissarissen dat zij duurzaam handelen, door zich bij de uitoefening van de hun toebedeelde taken te richten op lange termijn waardecreatie, aandacht te hebben voor kansen en risico's en daarbij de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders mee te wegen. Onder stakeholders verstaat de Commissie groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed, zoals aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, werknemers, toeleveranciers, afnemers en maatschappelijke groeperingen. Deze benadering sluit aan bij recente ontwikkelingen waarbij ondernemingen (meer) rekening houden met de risico's en kansen op het gebied van niet-financiële aspecten van de onderneming, waaronder de ontwikkelingen op het gebied van *integrated reporting*<sup>1</sup> en de verplichtingen die voortvloeien uit de binnenkort in nationale wetgeving te implementeren Europese Richtlijn 2014/95/EU inzake bekendmaking van niet-financiële informatie en diversiteit.”

In reactie op deze passage in het voorstel tot herziening zou ik graag de volgende toevoeging in de Code zien: *De attributen van het prestatievermogen tot lange termijn waardecreatie van een onderneming moeten net zo nauwgezet en consistent geëxpliciteerd worden als de financiële resultaten.*

Goed bestuur en toezicht betekent inzicht hebben in- en verantwoording afleggen over de mate van waardecreatie in het verleden en het vermogen tot waardecreatie in de toekomst. Dat betekent inzicht in de slag- en veerkracht van de onderneming ofwel het prestatievermogen en de kwaliteit van de bedrijfsarchitectuur (structuren, processen, mensen en cultuur). Om dit inzicht te verkrijgen en daarover te communiceren is taal alleen niet voldoende. Monitoring, risicobeheersing, verduidelijking, sturing en afrekening vereist 'harde data' waarover consistent en overtijd vergelijkbaar gerapporteerd dient te worden.

Van Bestuur en Raad van Commissarissen mag worden verwacht dat zij jaarlijks de architectuur (laten) meten en daarover geaggregeerd in hun jaarverslag rapporteren. Aangezien er geen algemeen aanvaarde internationale normen voor rapportage en verificatie van bedrijfsarchitectuur bestaan, zal de reikwijdte van de verificatie door een onafhankelijke partij zich (voorlopig) kunnen beperken tot de betrouwbaarheid van het proces.

Op dit moment zijn er 'best practices' voorhanden van ondernemingen die gebruik maken van een monitor voor het aansturen van- en rapporteren over het vermogen van die ondernemingen om de beoogde strategie daadwerkelijk uit te voeren. De verplichting om het prestatievermogen, inclusief de bedrijfscultuur te meten en de resultaten in het jaarverslag te expliciteren<sup>2</sup>, creëert de noodzakelijke transparantie en accountability voor de lange termijn. 'Integrated reporting' wordt hierdoor aanzienlijk verrijkt.

Tenslotte biedt het verworven inzicht de mogelijkheid ook onderwerpen als bijvoorbeeld integriteit consistent en structureel te meten en in te kaderen waardoor verrassingen (cfr. via klokkenluiders) vermeden kunnen worden.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Numico heeft in haar laatste jaarverslag (vóór de overname door Danone) hiertoe een eerste poging gedaan. PWC heeft reeds in 2005 een eerste concept voor verificatie geformuleerd.

<sup>3</sup> In het New Board Programma van Nyenrode wordt al geruime tijd aandacht besteed aan 'best practices' op het gebied van "Monitoring Strategy, Risk, Performance and Capabilities". Een tweetal case studies zijn in dit kader voor de Monitoring Commissie als 'best practice' ter inzake opvraagbaar bij Nyenrode, te weten: (1) Royal Numico: Resurrecting Value en (2) Brunel: Balancing Freedom en Control.

**Prof. dr. Gijs van Bussel - Hoogleraar HRM, Executive Reward & Strategy**

*Prof. dr. Gijs van Bussel (1954) heeft speciale belangstelling voor Talent Management, Executive Reward, Pensioenen, HR Strategie en Corporate Governance. Tot 2000 was Van Bussel werkzaam bij multinationale bedrijven, in het onderwijs en als partner verbonden aan PwC. Van 2000 tot 2011 was hij werkzaam in executive rollen bij Philips in Amsterdam (2000-2004) en Novartis in Bazel (2004-2011). In beide rollen fungeerde hij als secretaris van de beloningscommissie (RemCo) van de Raad van Commissarissen respectievelijk de one tier Board of Directors. Hij was als herintredende partner verbonden aan de Human Resource Services groep (HRS) van PwC (2011-2014). Hij is associate partner bij MeyerMonitor in Amsterdam en leeft in Zwitserland.*

## **1. Inleiding**

Waardering voor de monitoringcommissie dat in de voorgestelde Code een fikse stap terug wordt gedaan in de mate van detail. De Commissie brengt de principes en best practice bepalingen met betrekking tot beloningen terug naar de kern:

- een eenvoudig en transparant beloningsbeleid dat lange termijn waardecreatie stimuleert;
- het maken van de juiste afwegingen bij het vaststellen van de hoogte van beloningen; en
- heldere en inzichtelijke verantwoording.

De Commissie stelt voor om in de Code vier principes ten aanzien van beloningen op te nemen en deze uit te werken in elf best practice bepalingen. Verder hulde voor de introductie van cultuur als expliciet onderdeel van corporate governance.

Een belangrijk element in de voorgestelde herziene Code is dat de aandeelhouderswaarde wordt vervangen door een bredere waarde doelstelling (lange termijn waardecreatie). Dit element behandelen collega's, ik beperk me tot de samenhangende aspecten human capital, cultuur en beloning. De ingeslagen richting op deze terreinen is goed wat onverlet laat dat er nog een paar puntjes op de bekende "i" gezet kunnen worden.

## **2. Samenvatting voorgestelde aanpassingen op het voorstel herziening Corporate Governance Code**

De Commissie Van Maanen maakt dus een stap in de goede richting en ik zou graag op het consultatiedocument van de Commissie samenvattend de volgende overwegingen willen meegeven.

1. Maak de link tussen belonen, cultuur en gedrag concreter.
2. De Commissie wekt de indruk dat enkel de interne beloningsverhouding relevant is. M.i. dient de relatieve beloningshoogte van de bestuurders vanuit het oogpunt van fairness ("justice") niet alleen bezien te worden vanuit een intern perspectief, maar vanuit verschillende invalshoeken waarbij zeker de externe niet mag worden vergeten, maar ook de CEO ten opzichte van de rest van de RvB ("CEO-slice"), de verhouding ten opzichte van een Executive Committee (indien aanwezig) of de door de Commissie genoemde interne verhouding ("CEO-workers ratio").
3. Pay for Performance (P4P) in plaats van Pay for Failure (P4F) is een pijler van een gezond(e) beloningsvisie en -beleid. De balans tussen korte termijn en lange termijn variabele beloning en een adequate analyse van de onderliggende risico's is van evident belang. Het schrappen van II.2.1 in de huidige Code is daarom niet aan te bevelen.
4. Verantwoordelijkheid en verantwoording gaan altijd samen. Het nadrukkelijk op de kaart zetten van de cultuur- en *gedragverantwoordelijkheid* roept om een solide set aan best practice bepalingen.
5. De eigen beloningsvisie van de bestuurder laten delen met de RvC (art. 3.2.2.) is zonder verantwoording een wassen neus. Dat het beloningsbeleid (reeds wettelijk bepaald) voorgelegd moet worden aan de AvA mag in de agenda voor de AvA (4.1.3) niet ontbreken om verwarring te voorkomen. Het beloningsbeleid is vaak vaag geformuleerd door ondernemingen en blijft hangen

in containerbegrippen. Een explicitering van de beloningsmores in do's en don'ts kan de ingewikkelde materie versimpelen.

6. Eén commissaris met specifieke deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe business modellen lijkt opportunistisch. Er zijn ook goede argumenten om bijvoorbeeld op het gebied van innovatie, integriteit, cultuur, gedrag specifieke kennis bij de commissarissen te eisen. Het vormen van een separate Risico Commissie lijkt daarvoor de aangewezen weg.

In het vervolg van deze paper schets ik u een beeld van het beloningsterrein (3. Achtergrond) en behandel dan in meer detail de hierboven geschetste 6 aanpassingen op het voorstel (4. Opmerkingen).

### 3. Achtergrond

Nu steeds meer organisaties kiezen voor een bij hun ondernemingsdoelen passende talentstrategie en ambities hebben op het gebied van sociaal en duurzaam ondernemen (ik gebruik liever de term “Corporate Responsible Entrepreneurship [CRE]”), moet dit ook tot uitdrukking worden gebracht in de manier waarop het menselijke kapitaal wordt beloond en gestimuleerd. Door de prestaties, en de manier waarop deze tot stand zijn gekomen, op evenwichtige wijze mee te wegen bij de vaststelling van het beloningspakket per individu, kunnen (gedrag)veranderingen in de gewenste richting worden gestuurd en een gevoel van verantwoordelijkheid worden gecreëerd (of versterkt) voor het realiseren van de lange termijn organisatiedoelen en de daarmee samenhangende waardecreatie. Helemaal omdat het in deze context ook de “toon aan de top” betreft.

Het beloningsbeleid wordt zo de lijm tussen de ondernemings- en talentstrategie en een onmisbaar sturingsinstrument in de continue transformatie van cultuur en organisatieprocessen. Met de regelmaat van de klok worden nieuwe beloningsaffaires onthuld. Vrijwel altijd draaien ze om (of beginnen ze bij) bestuurders die een in de ogen van hun omgeving onevenredig hoge vergoeding of bonus hebben geïncasseerd. Als de hoogte van de totale remuneratie (variabel en vast) niet in verhouding staat tot de geleverde (markt)prestaties of de doorsnee beloning van ondergeschikten, wordt de integriteit van de betrokken personen en hun organisaties publiekelijk in twijfel getrokken en worden ze niet zelden beticht van ‘excessieve zelfverrijking’ of het onverantwoord overschrijden van de ‘baas-koelie-ratio’. Deze tegenstelling wordt nog gevoed doordat er steeds meer “bewijzen” op tafel komen dat zuiver prestatiegerichte beloningssystemen lang niet altijd evenredig bijdragen aan de beoogde prestatieverbetering noch helpen om de positie op de arbeidsmarkt te versterken.

Door dit alles verhardt het politieke beloningsdebat en wordt gemorreld aan de bewegingsvrijheid van partijen om de bij hun situatie en ontwikkelingsfase best passende beloningsafspraken te maken. Het is dus de hoogste tijd dat ondernemingen en instellingen een inhaalslag maken op het gebied van de beloningsproblematiek. Niet alleen omdat de publieke opinie en de wetgevers dit van ze eisen, maar ook omdat hun stakeholders en (top)talenten hierom vragen.

Aandeelhouders en beleggers willen weten hoe de gebruikte beloningssystemen waarde toevoegen en prestatiedragers aan de organisatie binden. Toezichthouders willen harde bewijzen zien dat de beloningsarrangementen voldoen aan wat de wet voorschrijft en elders in de keten en samenleving oorbaar wordt gevonden. Klanten, afnemers, vakbonden en andere belangenbehartigers moet worden duidelijk gemaakt dat de remuneratie van bestuurders en medewerkers in lijn is met het door de organisatie gevoerde beleid op het gebied van sociaal en duurzaam ondernemerschap en het creëren van gedeelde waarden. Dan is er nog de aantrekkelijkheid op de arbeidsmarkt die om aanpassingen vraagt. De hoogte van de beloning is maar één van de factoren waarop veelgevraagde, want schaarse talenten een werkgever of tijdelijke opdrachtgever selecteren; ze willen dat zichzelf en hun collega's ook worden gewaardeerd aan de hand van hun ontwikkelingsbereidheid, innovatief vermogen, teaminzet en bijdrage aan de zingeving (*purpose*) van het werk, en dat veel aandacht wordt besteed aan de billijkheid van de totale vergoedingssom. Zonder deze toevoegingen komen de beste talenten niet meer en blijven ze ook niet.



Aan al deze verlangens moet een beloningsbeleid voldoen om tegenwoordig voor het predicaat duurzaam en hedendaags in aanmerking te komen. Het is dan ook wel begrijpelijk dat veel organisaties worstelen met de complexiteit van dit probleem en zich de vraag stellen: hoe kunnen we ons beloningsinstrumentarium zo (her)ontwerpen dat het recht doet aan ons beleid om talenten aan ons te binden en uit te dagen zich voortdurend te blijven ontwikkelen, én tegelijkertijd tegemoet komt aan de dwingende wens vanuit economie en samenleving om prestaties, en de manier waarop deze tot stand komen, op een evenwichtige(r) wijze te waarderen en belonen? De weerstand tegen onevenwichtig vormgegeven beloningssystemen is geen product van onze tijdgeest. Al veel langer wordt geageerd tegen remuneratiepakketten die door de binnen- en buitenwereld van organisaties als onbillijk worden beschouwd.

In de aanloop naar de beurscrash van 1929 gelastte de in 1993 verkozen Amerikaanse president Franklin D. Roosevelt een overheidsonderzoek naar de hoogte van salarissen en bonussen van bestuurders van organisaties met een openbaar belang (bron: New York Times, editie 29 oktober 1933). Ook toen al vreesde men dat door het grote publiek als excessief ervaren vergoedingssommen leidden tot extra risicovol korte termijn ondernemen en dat deze daardoor op de langere termijn een gevaar vormen voor de continuïteit van organisaties. Dit was slechts een vingeroefening voor het tot op de dag van vandaag voortdurende publieke debat of het nog wel maatschappelijk wenselijk is dat organisaties hun (top)talenten (lees: vooral bestuurders) naar eigen welbevinden mogen belonen. In eigen land was het oud-premier Kok die tijdens een Kamerdebat in 1997 over inkomensverdeling als minister van Financiën dit thema als eerste een politieke lading gaf. Hoe ook, sindsdien heeft het begrip excessieve zelfverrijking het debat, over wat oorbaar en niet-oorbaar is in Nederland beloningsland, bepaald. En zoals dat zo vaak gaat bij een breed gedragen publieke verontwaardiging met een grote aantrekkingskracht op de politiek: de reactie van toezichthouders en wetgever was om paal en perk te stellen aan de hoogte van salarissen en bonussen.

In eigen land zijn we sindsdien getuige van een normeringstrend. De introductie van de Balkenendenorm (niemand in het publieke domein mag meer verdienen dan de minister-president), bleek de opmaat te zijn voor de met ingang van 2013 van kracht geworden Wet Normering Topinkomens (WNT) voor de gehele publieke en semipublieke sector. Deze schrijft - na aanpassing - voor dat bestuurders van publieke en semipublieke organisaties niet meer dan 100 procent van een ministersalaris mogen verdienen. Daarnaast heeft het kabinet-Rutte II eenzijdig (vooruitlopend op Europese regelgeving) in de Wet op het financieel toezicht onder meer een breed pakket aan maatregelen geïntroduceerd dat financiële ondernemingen verplicht tot het voeren van een beheerst beloningsbeleid en het aan banden leggen van excessieve variabele beloningen. Er is onder meer een bonusplafond van 20% ingesteld, wat betekent dat een variabele beloning hoogstens 20% van de vaste beloning mag bedragen. Over de hoogte van dit bonusplafond, en wat dit betekent voor de concurrentiekracht op de internationale arbeidsmarkten van de toch al in het nauw gedreven financiële sector in Nederland, zal de komende jaren ongetwijfeld nog een vinnig politiek-maatschappelijk debat worden gevoerd. Naar analogie van de ophef die de normering van topinkomens in de publieke sector veroorzaakte.

#### **4. Opmerkingen**

Het is goed om de onderliggende beloningsdilemma's nader te beschouwen, die het leven van de Commissaris soms zo moeilijk maakt dat het hem/ haar doet uitroepen dat ze vaak duivels van aard zijn. Onder de best practice bepalingen 1.1.1 (Strategie voor lange termijn waardecreatie), 3.1.2 (Vaststellen beloningsbeleid), 3.4.1 Remuneratierapport, 4.1.3 Agenda, 1.5.1 Taken en verantwoordelijkheden auditcommissie en 2.1.4 Deskundigheid wordt een aantal aspecten meegewogen. Op een aantal hiervan heb ik het volgende op te merken.

## Opmerking 1 Beloning en lange termijn waardecreatie

### 1.1.1 Strategie voor lange termijn waardecreatie

Het bestuur heeft een visie op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en formuleert een strategie om deze visie te realiseren. Daarbij wordt aandacht besteed aan:

...

v. voor de vennootschap relevante niet-financiële aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, eerbiediging van mensenrechten en bestrijden van corruptie en omkoping;

...

### Toelichting

In veel organisaties gaat het beloningsroer om. Om het remuneratiebeleid in lijn te brengen met de talentstrategie en ondernemingsdoelen wordt het bestaande beloningsinstrumentarium omgebouwd naar een meer duurzame beloningsmethodiek. Gebaseerd op het uitgangspunt dat men niet alleen prestaties ('wat') moet belonen, maar ook de manier waarop deze tot stand zijn gekomen ('hoe') en in hoeverre deze prestaties bijdragen aan 'wie' men wil zijn.

Door op deze manier een koppeling aan te brengen met de kernwaarden van de organisatie, kan het beloningsbeleid worden ingezet om materiële én immateriële waardecreatie aan te moedigen. Alleen op deze wijze wordt het beloningsbeleid een passend sluitstuk van de talentstrategie, die er voor moet zorgen dat een organisatie over de kennis en kunde beschikt die voor haar onderscheidende vermogen en continuïteit essentieel zijn.

Om een dergelijke geïntegreerde aanpak overzichtelijk en beheersbaar te houden is een duurzaam beloningsraamwerk nodig. Dit is een in de kernwaarden van de organisatie verankerd beoordelings- en beloningssysteem, waarin de uitgangspunten van het *people performance management* naadloos worden verbonden met de strategische doelen van de organisatie en de geldende beloningsmores en moresprudentie; en waarbinnen de in- en externe billijkheid van de beloning gegarandeerd is. Hiermee voldoen we aan de eerste twee randvoorwaarden (een faire vergoeding en gebaseerd op de kernwaarden van de organisatie) van een proportionele beloning van talenten. Bovendien biedt het raamwerk een handvat voor accountability, in die zin dat over alle aannames en uitkomsten op elk moment verantwoording kan worden afgelegd.

### Commentaar 1 op het voorstel van de Commissie

Het is goed om te zien dat een aantal toonaangevende multinationale organisaties de richting aangeeft ten aanzien van het incorporeren van de kernwaarden, "Corporate Responsibility" en gedrag in het beloningsframework naast de financiële waardecreatie. Het is goed te lezen dat in 2.5.3 (Verantwoordelijkheid bestuur voor cultuur) de kernwaarden en gedrag worden gezien als een belangrijke verantwoordelijkheid van het bestuur. Het is dan ook des te merkwaardiger dat de Commissie Van Maanen deze niet-financiële aspecten niet expliciet onderdeel maakt van principe 3.1 (Beloningsbeleid bestuur). Het belonen van bestuurders is een voor iedereen zichtbaar teken van wat nu de echte cultuur in de organisatie is. De Code zou tenminste de link tussen beloning, cultuur en gedrag terug moeten laten komen in aspect 3.1.2

## Opmerking 2 Faire Beloning

### 3.1.2 Vaststellen beloningsbeleid

Bij het vaststellen van het beloningsbeleid worden in ieder geval de volgende aspecten meegewogen:

...

ii): de beloningsverhoudingen binnen de met de vennootschap verbonden onderneming;

...

### **Toelichting**

Dit aspect is gebaseerd op het billijkheidsprincipe (“fairness”). Competitieve billijkheid vormt naar onze mening een belangrijke beloningsmores. Uit studies zoals van Luis Gomez en Steve Werner weten we dat de beloning in lijn moet zijn met wat niet alleen in Nederland, maar ook daarbuiten voor een gelijksoortige baan bij vergelijkbare organisaties (de ‘peers’) wordt betaald. Deze maatstaf noemen we de externe competitieve billijkheid. Onze (onderzoeks)ervaring leert dat dit een te beperkte en eendimensionale visie op ‘fair’ belonen is.

Toch hebben veel remuneratiecommissies van raden van commissarissen zich deze blik eigen gemaakt, vaak ingegeven door beloningsadviseurs. Met als resultante dat men de verhouding tussen beloning van topbestuurders en overige medewerkers uit het oog is verloren. Een competitieve beloning steunt immers ook op interne billijkheid. Peter Drucker, een gezaghebbende organisatie- en managementgoeroe, betoogde al begin jaren tachtig in de vorige eeuw, dat de baas altijd meer behoort te verdienen dan zijn medewerker. Hij stelde wel één maar. Omdat een topbestuurder belang zou kunnen hebben bij een zo hiërarchisch mogelijke - en dus ineffectieve - organisatie, opperde hij een maximum aan het topsalaris van 20 keer het salaris van de jongste bediende. Hij kwam daarmee in het rijtje van Plato, JP Morgan en Jan Tinbergen. Meer recente onderzoeken, zoals die van Jeffrey Pfeffer en David Levine, tonen aan dat wanneer de beloning van bestuurders versus overige medewerkers te veel uit de pas loopt, dit tot een slechtere prestatie van de organisatie leidt. Een ander intern billijkheidsaspect is het aandeel van de CEO-beloning in de totale bestuurdersbeloning (“CEO-slice”). Onderzoek van Bebchuck, Cremers en Peyer toont aan dat deze verhouding negatief samenhangt met de resultaten van een organisatie. Het is dan ook niet verwonderlijk dat in Amerika in 2010 de Dodd Frank act is ondertekend. Deze wet schrijft onder meer voor dat organisaties in hun jaarverslag de zogenoemde pay ratio (de beloning van de CEO versus de mediaan beloning van de medewerker) dienen te rapporteren.

### **Commentaar 2 op het voorstel van de Commissie**

Het aspect van de Commissie beperkt zich tot de interne *fairness*. We begrijpen dit als reactie op de vrij beperkte zichtwijze zoals door veel RvC gehanteerd. Maar de Commissie slaat nu ook naar een kant door. Onderzoeksresultaten tonen dat een eendimensionale insteek niet werkt. De RvC dient de beloningsmores meer dimensionaal in te vullen en te expliciteren.

### **Opmerking 3 Relatie Pay-Performance en balans korte en lange termijn variabele beloning**

De Commissie merkt in hoofdstuk 5 het volgende op: “De discussie over beloningen wordt ook in andere landen en in Europees verband gevoerd en het onderwerp komt uitvoerig aan bod in buitenlandse corporate governance Codes. Zo hebben nagenoeg alle Codes bepalingen opgenomen waarin vermeld staat dat beloning gedeeltelijk aan ondernemingsprestaties moet zijn gekoppeld en dat het nemen van onangepaste risico’s niet beloond dient te worden.”

#### **3.1.2 Vaststellen beloningsbeleid**

Bij het vaststellen van het beloningsbeleid worden in ieder geval de volgende aspecten meegewogen:

...

iii) de verhouding van de korte en lange termijn variabele beloningscomponent ten opzichte van de vaste beloningscomponent;

...

### **Toelichting**

Het is goed om te lezen dat de Commissie van het bestuur wil vernemen hoe financiële en niet-financiële aspecten in de strategie voor lange termijn waardecreatie zijn betrokken. Een andere beloningsmores betreft het verbinden van de beloning met de financiële en niet-financiële prestaties.

Dat klinkt als een open deur, maar niet als men zich bedenkt dat bestuurdersbeloningen het afgelopen decennium sterk zijn gestegen, terwijl de organisatieresultaten in veel gevallen zijn achtergebleven. Proxy voting organisaties zoals International Shareholder Services (ISS), die het stemrecht waarnemen van institutionele beleggers tijdens aandeelhoudersvergaderingen, leggen steeds meer nadruk op een juiste verhouding tussen de (financiële) prestatie van de onderneming en de beloning van de CEO. ISS heeft daartoe zelfs een methodiek ontwikkeld. Hiermee is het mogelijk om binnen een ‘peergroep’ van bedrijven zichtbaar te maken welke CEO in relatieve zin meer verdient dan zijn concullega’s, terwijl de prestaties relatief achterblijven. In dat geval is er sprake van ‘*pay for failure*’. Aandeelhouders zullen steeds vaker dergelijke inzichten gebruiken om tijdens aandeelhoudersvergadering topbeloningen aan de orde te stellen. In dit verband is het nog interessant te verwijzen naar het artikel Executive Pay and Performance in the UK by Gregg, Jewell & Tonks (2010):

*“However we found little evidence of an upward trend in pay-performance sensitivities, but we did identify an asymmetric relationship, in that pay-performance elasticities were high when stock returns were high, but that pay was less sensitive to performance when stock returns were low. This follows if executives are paid a base salary unrelated to performance, plus bonuses, which are related to above average performance and can only be positive. This one sided risk model creates an asymmetry in the pay-performance link which might potentially encourage excessive risk taking by executives in all sectors. Our results suggests that there is a stronger relationship between executive cash pay and company performance for exceptional performance but not exceptional under-performance.”*

Pay en performance zijn sensitieve thema’s in aandeelhoudersvergaderingen en in publieke debatten.

### **Commentaar 3 op het voorstel van de Commissie**

Een best practice bepaling in de Code die een verantwoording over de link tussen performance en beloning verlangt in samenhang met de balans tussen korte en lange termijn variabele beloning is op zijn plaats vanuit een oogpunt van fairness naar alle stakeholders. Het eenzijdige risico ligt bij een verkeerde balans tussen korte en lange termijn op de loer, waarover een adequate risico-analyse van de RvC mag worden verwacht. Als er één ding is dat we op beloningsgebied zouden moeten hebben geleerd naar aanleiding van de financiële crisis dan is dat het integreren van risk-appetite en risk-tolerance in het ontwerp van incentive systemen. In de financiële sector is dit besef aangekomen en toegepast in de andere industrieën nog amper. Hier bestaat echt een noodzaak tot governance! Het schrappen van II.2.1. is naar mijn mening daarom niet terecht.

### **Opmerking 4 Verantwoording**

#### **3.4.1 Remuneratierapport**

De raad van commissarissen is verantwoordelijk voor het opstellen van het remuneratierapport. Dit rapport beschrijft op heldere en inzichtelijke wijze, naast hetgeen de wet vereist, in ieder geval het volgende:

- i. de wijze waarop het beloningsbeleid bijdraagt aan lange termijn waardecreatie;
- ii. het totaalpakket aan emolumenten per bestuurder;
- iii. in het geval een bestuurder een variabele beloning ontvangt, een onderbouwing van de wijze waarop deze beloning bijdraagt aan lange termijn waardecreatie; en
- iv. in het geval een (voormalig) bestuurder een vergoeding ontvangt bij zijn vertrek, een onderbouwing van de wijze waarop deze beloning geen ontoereikend functioneren belooft.

### **Toelichting**

Het beloningsbeleid fungeert als sluitsteen van de *people performance management* (PPM) cyclus (doelen stellen – monitoren – beoordelen – belonen) en vormt daarmee een belangrijk cultuuraspect. Het doet mij deugd dat de Commissie cultuur zo dominant in de voorgestelde Code heeft opgenomen onder best practice bepaling 2.5.3 Verantwoordelijkheid bestuur voor cultuur:

“Het bestuur is verantwoordelijk voor de inbedding van de cultuur in de onderneming. Daarbij besteedt het bestuur aandacht aan cultuur- en gedragsbepalende factoren zoals het bedrijfsmodel en de omgeving waarin de onderneming opereert.

Het bestuur:

- i. stelt voor de vennootschap gezamenlijke waarden vast die bijdragen aan de lange termijn waardecreatie;
- ii. stelt een gedragscode op en spant zich in deze Code gedragen te laten worden door alle werknemers en andere betrokkenen bij de vennootschap. De gedragscode wordt op de website van de vennootschap geplaatst;
- iii. draagt de cultuur uit door het zetten van de juiste ‘toon aan de top’ en het tonen van voorbeeldgedrag. Het bestuur laat zien hetzelfde te verlangen van anderen in de vennootschap;
- iv. vergewist zich van de werking van de genomen maatregelen voor de inbedding van de cultuur; en
- v. stelt een regeling op voor het melden van (vermoedens van) misstanden binnen de vennootschap en plaatst deze regeling op de website.”

#### **Commentaar 4 op het voorstel van de Commissie**

Het is teleurstellend dat de link cultuur en beloning niet meer expliciet wordt gemaakt. Ik zou ten minste verwachten dat de Commissie in de voorgestelde Code via het remuneratierapport deze link verantwoord zou willen zien. Men kan bijvoorbeeld vrij gemakkelijk de **bestaande** en **gewenste** meritocratie, beloning op basis van prestaties, gedeelde waarden en normen meten binnen een organisatie als een indicator in hoeverre de huidige cultuur aansluit bij de gewenste cultuur. M.a.w. “People and culture are most impacted not by what is said, but by what gets done. That’s why it’s essential to align your ‘walk’ with your ‘talk’”. Het lijkt voor de hand te liggen om een beoordelingsstelsel binnen de organisatie te hanteren waar bestuurders en werknemers worden beoordeeld op de prestaties en het getoonde voorbeeld gedrag.

#### **Opmerking 5 Agenda AvA**

##### **4.1.3 Agenda**

Op de agenda van de algemene vergadering wordt vermeld welke punten ter bespreking en welke punten ter stemming zijn. Voorstellen omtrent de volgende onderwerpen worden als aparte agendapunten behandeld:

- i. elke materiële wijziging in de statuten;
- ii. de benoeming van bestuurders en commissarissen;
- iii. het reservering- en dividendbeleid van de vennootschap (de hoogte en bestemming van reservering, de hoogte van het dividend en de dividendvorm);
- iv. de uitkering van dividend;
- v. de goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid (décharge van bestuurders);
- vi. de goedkeuring van het door de raad van commissarissen uitgeoefende toezicht (décharge van commissarissen);
- vii. strategiewijzigingen of andere materiële veranderingen; en
- viii. elke substantiële verandering in de corporate governance structuur van de vennootschap en in de naleving van deze Code.

#### **Toelichting**

Het expliceren van de beloningsmores op het gebruik van incentives en de gehanteerde *fairness* (interne en externe beloningsverhoudingen, maar bijvoorbeeld ook de verhouding beloning RvB versus Executive Committee) door de RvC helpt om het morele kompas van de organisatie vorm te geven en tot uitdrukking te brengen. Het is tevens de basis voor de vormgeving van de CEO beloningsincentives. Het laten uitleggen van de eigen beloning door de CEO, zoals de Monitoring Commissie Corporate Governance Code o.l.v. Van Manen voorstelt, lijkt de wereld op zijn kop waardoor de RvC zich kan verschuilen achter de CEO.

Zo wordt de RvC-beloningsmores nooit duidelijk. Uiteraard moet de CEO de beloningsmores van de RvC hanteren als richtinggevend voor het beloningsbeleid binnen de gehele organisatie en daarover in het jaarverslag berichten anders wordt de toon van de top wel heel verwarrend.

Maar de soep wordt niet zo heet gegeten als hij wordt opgediend of in de woorden van Van den Goorbergh:

“In bepaling 3.2.2 blijkt dat het er slechts om gaat dat de remuneratiecommissie kennis neemt van de eigen visie van de individuele bestuurders met betrekking tot de hoogte en structuur van hun eigen beloning. Het zal vermoedelijk reeds thans nauwelijks voorkomen dat de remuneratiecommissie niet weet wat de bestuurders van hun beloning denken. Een aanbeveling om deze eigen visie van bestuurders openbaar te maken ontbreekt. Om begrijpelijke redenen. Maar daarmee heeft deze nieuwe bepaling weinig om het lijf en kan beter achterwege blijven.”

Een duidelijk standpunt dat ik van harte ondersteun, maar om de redenen zoals ik eerder heb genoemd en met name dat de beloningsmores van de RvC expliciet wordt gemaakt, die vervolgens dient als de basis voor de verantwoording.

### **Commentaar 5 op het voorstel van de Commissie**

Wettelijk is geregeld dat de AvA het bezoldigingsbeleid vaststelt (art. 2:135 BW) eventueel gehoord het standpunt van de Ondernemingsraad (met spreekrecht voor de OR tijdens de AvA). Voor de duidelijkheid zou de Commissie kunnen overwegen te verwijzen naar dit artikel in het BW. Het beloningsbeleid is vaak vaag geformuleerd en blijft hangen in containerbegrippen. De beloningsvisie kan meer concreet en expliciet gemaakt worden door middel van een beloningsmores door de RvC. Het verwoorden van do's and don'ts op het beloningsterrein kan daarbij al een eerste stap zijn. Dat de bestuurder en Remco elkaars standpunten ten aanzien van beloning kennen is in de dagelijkse praktijk waarschijnlijk. De nieuwe bepaling 3.2.2. lijkt daarmee een wassen neus en is dus overbodig.

### **Opmerking 6 met betrekking tot de volgende best practice bepaling(en)**

#### **1.5.1 Taken en verantwoordelijkheden auditcommissie**

De taken en verantwoordelijkheden van de auditcommissie zien onder meer op toezicht op de financiële verslaggeving van de vennootschap en op de risicobeheersing door het bestuur. In aanvulling op wat in wetgeving is vastgelegd richt de auditcommissie zich in ieder geval op het toezicht op het bestuur ten aanzien van:

- i. de relatie met en de naleving van aanbevelingen en opvolging van opmerkingen van de interne auditor en de externe accountant;
- ii. de financiering van de vennootschap;
- iii. de toepassing van informatie- en communicatietechnologie van de vennootschap; en
- iv. het belastingbeleid van de vennootschap

#### **2.1.4 Deskundigheid**

Elke commissaris en elke bestuurder beschikt over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is voor de vervulling van zijn taak. Elke commissaris dient geschikt te zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen. Minimaal één commissaris beschikt over specifieke deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe business modellen.

### **Toelichting**

In de huidige Code is onder III.3.2 opgenomen dat minimaal één lid van de raad van commissarissen een zogenoemde financieel expert is, hetgeen inhoudt dat deze persoon relevante kennis en ervaring heeft opgedaan op financieel administratief/ accounting gebied bij beursvennootschappen of bij andere grote rechtspersonen.

De Commissie schrapt dit onderdeel met verwijzing naar art. 39 lid 1 Richtlijn 2014/56/EU en stelt een additionele specifieke deskundigheid voor op het terrein van technische innovatie en nieuwe business modellen. Gelet op de operationele afhankelijkheid van bedrijven ten aanzien van technologische innovatie kan ik me dit voorstellen. Dat geldt voor innovaties in het algemeen, maar ook als er weer een integriteitsprobleem is of een cyber-security issue.

In wezen roepen alle disrupties de vraag op wie daar van de RvC toezicht op gaat houden. Het bekende Software Engineering Institute van de Carnegie Mellon universiteit coördineert het CERT-programma, dat onderzoek doet naar methodes om het internet beter te beveiligen tegen aanvallen door computervirussen, computerwormen en andere bedreigingen. Het is interessant te weten dat het Carnegie Mellon Software Engineering Institute het Capability Maturity Model for Software heeft ontwikkeld, waarin juist de menselijke factor centraal staat. IT projecten die steeds maar niet opleverden wat was afgesproken, de deadlines overschreden en veel meer kostten dan was afgesproken. Bij de menselijke factor lag het antwoord. Dit geldt ook voor andere ontwikkelingen zoals scrum agile in de software ontwikkeling of een nieuw business model met squad-teams en tribes zoals bij ING Nederland. Centraal staat steeds het thema mens en teams.

#### **Commentaar 6 op het voorstel van de Commissie**

Ik vind het een interessante gedachte om minimaal één commissaris te laten beschikken over specifieke deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe business modellen. Maar waarom niet expliciet aangeven dat je minimaal één commissaris wilt hebben die van de hoed en de rand weet van het menselijk kapitaal? Het is een goede gedachte om het risico denken uit te breiden naar aspecten zoals cultuur, gedrag ethiek, integriteit of mensen (“people”) in het algemeen. De audit commissie heeft een duidelijk karakter, doelstellingen en deskundigheid. Internationaal is een ontwikkeling gaande van het instellen van een separate Risk Commissie (naast de Audit Commissie). Anticiperen hierop lijkt geen overbodige luxe? Natuurlijk dienen daarbij verantwoordelijkheden van de verschillende commissies goed afgebakend te worden, maar daar zijn al goede praktijkvoorbeelden van.

**Prof dr. R. Jeurissen – Hoogleraar Business Ethics**

*Ronald Jeurissen is hoogleraar Bedrijfsethiek bij Nyenrode Business Universiteit. Hij studeerde filosofie, theologie en sociale wetenschappen in Nijmegen, Tilburg en aan de Universiteit van Amsterdam. Ronald publiceerde een tiental boeken over bedrijfsethiek, waaronder het bekroonde 'Bedrijfsethiek: een goede zaak' (7e druk 2008) en meer dan honderd artikelen. In 2012 was hij de Gourlay visiting professor of Ethics in Business aan de Melbourne Business School. Zijn onderzoek richt zich op economische ethiek en bedrijfsethiek. Enkele recente publicaties van hem zijn: Egalitarian foundations of a global business social contract (2013), Social Capital: A review from an ethics perspective (2013), Unethical behavior in the Dutch financial industry: an empirical view (2013).*

***Een reactie op Comply-or-Explain en op Cultuur.***

**1. Compliance with the Code**

" (...) the explanation should in any event include the following elements:

- i. how the company departed from the best practice provision;
- ii. the reasons for the departure;
- iii. a description of how the decision to depart from the best practice provision was made within the company;
- iv. if the departure is of a temporary nature and continues for more than one financial year, an indication of when the company intends to comply with the best practice provision again; and
- v. where applicable, a description of the alternative measure that was taken and either an explanation of how that measure attains the underlying purpose of the best practice provision or a clarification of how the measure contributes to good corporate governance of the company."

Mijn commentaar op deze passage in de Code luidt als volgt:

Ad iv:

Hier kan wellicht nog aan toegevoegd worden dat het niet de bedoeling is dat vennootschappen jaar in jaar uit dezelfde tekst over de tijdelijkheid van een bepaalde niet-toepassing van de Code communiceren. Dat wordt een keertje ongeloofwaardig. Onderzoek van Nyenrode Business Universiteit heeft laten zien dat dit probleem op beperkte schaal bestaat. In het onderzoek over het boekjaar 2014 is dit probleem 0,5% van alle onderzochte uitleg gevende Bepalingen vastgesteld. De Monitoring Commissie stelt zich op het standpunt dat zulke uitleggende teksten van onvoldoende kwaliteit zijn (waaruit volgt dat de betreffende Vennootschap de Code op dit punt feitelijk niet naleeft).<sup>4</sup> Het is een in omvang beperkt probleem, maar het getuigt van het niet serieus nemen van het pas-toe-of-leg-uit-principe, wanneer vennootschappen zo in herhaling vervallen. In het kader van haar monitorende taak, kan de Commissie zich de vraag stellen of zij de enkele vennootschappen die dit doen niet eens heel concreet hierop zou aanspreken.

Ad v.

Dit is een zeer toe te juichen specificatie van de vereiste kwaliteit van de uitleg, in het kader van het 'pas toe of leg uit'-principe. Nyenrode Business Universiteit heeft over de boekjaren 2013 en 2014 de kwaliteit van de uitleg onderzocht, en vastgesteld dat veel teksten waarmee vennootschappen het niet toepassen van een best practice bepaling uitleggen, lijden aan twee tekorten:

1. er wordt wel een tekst geproduceerd, maar die heeft geen uitleggend karakter
2. er wordt wel een tekst geproduceerd met een uitleggend karakter, maar daarbij wordt niet aangegeven op welke wijze het afwijkende beleid van de vennootschap recht doet aan de doelstelling van de Code bepaling of best practice bepaling.

In het onderzoek over het boekjaar 2013, constateerden de onderzoekers van Nyenrode het volgende over de kwaliteit van de uitleg:

---

<sup>4</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance (2015). *Rapport Monitoring, Boekjaar 2014*, p. 30.



- Van de beoordeelde teksten waarmee het niet-toepassen van een Bepaling werd uitgelegd bevatte 8,4% in feite geen enkele informatie. Het gaat hierbij meestal om vage verwijzingen naar documenten op een website, welke niet te traceren waren.
- De meeste uitleggende teksten (91,6%) bevatten specifieke informatie over de vennootschap. Dat betekent dat er een omschrijving wordt gegeven van een door de vennootschap gehanteerde werkwijze. Wanneer een uitleggende tekst op zijn minst enige informatie over de vennootschap bevat, wordt zij beschouwd als informatief.
- Van de uitleggende teksten kan 63,3% ook als argumentatief worden beschouwd. Dat betekent dat er een uitleg wordt gegeven aangaande *waarom* de vennootschap heeft besloten om een bepaling uit de Code niet toe te passen. Veel genoemde redenen waren dat men bestaande afspraken wenst te honoreren, of dat de vennootschap te klein is om bepaalde Bepalingen door te voeren, of zelfs dat men dit te kostbaar vindt.
- Slechts een gering percentage van de onderzochte uitleg, 15,0%, bleek ook aan te geven waarom de vennootschap het uitgelegde beleid beschouwt als 'good governance', of 'in lijn met de Corporate Governance Code'.<sup>5</sup>

Alleen in het laatste geval is sprake van een voldoende redengevende kwaliteit van de uitleg, zoals deze vereist is om een niet-toepassing van een Bepaling toch te mogen beschouwen als een vorm van naleving van de Code. In het voorstel van de Commissie Van Maanen wordt deze voldoende redengevende kwaliteit uitdrukkelijk gevergd onder punt v. Dit is een heel belangrijke toespitsing van de kwaliteit van de uitleggende bepalingen in het jaarverslag. Men kan de vraag opwerpen of Monitoring Commissie hiermee ook een taak op zich gaat nemen om de kwaliteit van de uitleg te meten en te beoordelen. Het door Nyenrode ontwikkelde instrumentarium biedt daarvoor in elk geval een goed en gevalideerd inhoudsanalytisch meetinstrument.

Bovendien is het goed dat er staat 'where applicable', want er zullen in de nieuwe Code wellicht bepalingen zijn die zich uit de aard der zaak niet lenen voor een diepgaande uitleg, bijvoorbeeld als de uitleg behelst dat een Codebepaling niet op de vennootschap van toepassing is, of als er sprake is van een tijdelijke afwijking, om redenen van overmacht.

## 2. Cultuur

### Principle 2.5 Culture

“The management board is responsible for creating a culture aimed at long-term value creation for the company and the affiliated enterprise. The supervisory board should supervise the activities of the management board in this regard.

#### 2.5.1 Promoting openness and approachability

The management board and the supervisory board should promote a culture of openness and approachability within the company and show that they expect the same of others in the enterprise affiliated with the company. The management board and the supervisory board should take measures to facilitate debate among management board and supervisory board members and to encourage a mutual dialogue.”

Mijn commentaar op deze passage in de Code luidt als volgt:

Hier ontbreekt nog de argumentatie hoe ‘promoting openness and approachability’ bijdraagt aan ‘long-term value creation’. Men zou bijvoorbeeld ook kunnen denken dat een goed omgevingsbewustzijn nodig is voor long term value creation. Of een goede politiek-sociale antenne. Waarom dus de specifieke focus op openheid en aanspreekbaarheid.

Om de Commissie meteen te helpen: openheid en aanspreekbaarheid blijken cultuurkenmerken te zijn die aantoonbaar positief hebben op het integer handelen van medewerkers in organisaties.

---

<sup>5</sup> Nyenrode Business Universiteit (2014). *Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het boekjaar 2013* Breukelen: Nyenrode Business Universiteit, p. 34-35.

Dat blijkt uit onderzoek van o.a. M. Kaptein, L. Treviño, R. Zaal. Hun onderzoek laat ook positieve effecten zien van andere cultuurkenmerken, met name helderheid van de morele normen en de mate van ondersteuning die ethisch handelen geniet in de cultuur van de organisatie. Ook blijkt de morele aanvaardbaarheid een rol te spelen. Kortom: openheid en aanspreekbaarheid maken deel uit van een breder cultureel draagvlak voor integriteit. De kennis hiervan is in ontwikkeling, en de commissie doet er goed aan om deze openheid vast te houden. Voorkomen moet worden dat bedrijven nu alleen gaan sturen op openheid en aanspreekbaarheid.

### **2.5.3 The management board should:**

- i. adopt common values for the company that contribute to long-term value creation;
- ii. draw up a Code of conduct and endeavour to **ensure that all employees and other stakeholders of the company support this Code**. The Code of conduct should be posted on the company's website.

Het zwartgemaakte lijkt me hier te ver gaan (**ensure that all employees and other stakeholders of the company support this Code**).

Dit zou letterlijk genomen betekenen dat elke individuele medewerker en stakeholder dient in te stemmen, of in te kunnen stemmen, met de CCode. Men kan ook de vraag stellen of een Code wel noodzakelijk voor alle stakeholders aanvaardbaar moet kunnen zijn. Dat beperkt de economische handelingsvrijheid van ondernemingen te zeer. Stakeholders hebben reeds aanzienlijke waarborgen van hun belangen in de wet. Deze wijze van bescherming is reeds door een democratische legitimatieprocedure gegaan. De wijze waarop ondernemingen daarenboven nog met stakeholderbelangen rekening wensen te houden behoeft niet zulke sterke maatschappelijke consensus dat alle stakeholders er in principe mee zouden moeten kunnen instemmen. Men kan bijvoorbeeld zich voorstellen dat niet alle klanten van product X van bedrijf Y instemmen met de Code van bedrijf Y, maar men kan er dan ook voor kiezen om het product niet bij bedrijf Y te kopen.

**Prof. dr. Ruud A.M. Pruijm RA – Visiting Professor Corporate Governance**

*Ruud Pruijm is emeritus hoogleraar Corporate Governance en verbonden aan het Nyenrode Corporate Governance Instituut. Heeft meer dan 20 jaar ervaring op het gebied van behoorlijk ondernemingsbestuur en is nog steeds actief als wetenschapper en onderzoeker. Auteur van “Grondslagen van Corporate Governance”, uitgegeven door Noordhoff Uitgevers.*

**1. Algemene opmerkingen**

De Commissie heeft er voor gekozen om de functionele indeling van de Code te verlaten en te kiezen voor een thematische benadering. Dit om het belang van de thema's te benadrukken die bestaan uit lange termijn waardecreatie, risicobeheersing, cultuur, effectief bestuur en toezicht, beloningen, de relatie met aandeelhouders en de kwaliteit van de uitleg. Ik heb me altijd wel verbaasd over het feit dat onze Nederlandse Code een functionele indeling had (d.w.z. een indeling naar betrokken spelers zoals het bestuur, commissarissen, aandeelhouders en de accountant). De moeder aller gedragscodes, de Engelse Corporate Governance Code, heeft gekozen voor een indeling naar kenmerken (attributen) van goed bestuur: leiderschap, effectiviteit, verantwoording, beloning en relatie met de aandeelhouders. De keuze van de Commissie voor een themagerichte indeling is wat mij betreft nogal opmerkelijk.

Allereerst omdat deze niet goed wordt uitgelegd, behalve dat men stelt dat deze thema's belangrijk zijn. Ten tweede omdat ik in de Code zelf een indeling tegen kom die niet correspondeert met de gekozen thema's. Zo staan in het hoofdstuk 1. “Lange termijn waardecreatie” onderwerpen als strategie, risicobeheersing, interne auditfunctie en externe accountant genoemd. Wat de ratio is om deze onderwerpen samen te voegen ontgaat mij. Ten derde omdat men door deze benadering nadrukkelijk kiest voor een aanpak die heel duidelijk doelen stelt. Ik bedoel daarmee dat de Commissie op een aantal voor haar belangrijke thema's duidelijke voorschriften geeft over hoe men met deze thema's moet omgaan. Een dergelijke voorschrijvende benadering is wat mij betreft redelijk uniek in de wereld van corporate governance Codes waar men zich veelal beperkt tot het aangeven van een aantal principes en hun onderbouwing en de uitwerking overlaat aan de betrokken ondernemingen. Je zou kunnen zeggen dat men in het buitenland veelal beschrijvend te werk gaat en dat onze eigen Commissie voorschrijvend te werk gaat. Dat is ook terug te zien in de samenstelling van de Code. Deze telt niet minder dan 22 principes en 122 best practices. Ter vergelijking, de Engelse gedragscode telt 18 principes en slechts 54 “provisions” ofwel best practices. Ik vraag me af ook een gedragscode zo ver moet gaan en of we hier nu niet te ver voor de troepen uit gaan lopen. Daar komt nog bij dat ik van mening ben dat de Commissie ruimte moet laten aan de eigen invulling van de betrokken beursvennootschappen van de voorgestelde principes. Als je alles dichttimmer met best practices is daar naar mijn mening weinig gelegenheid meer voor.

De Commissie wil meer focus leggen op langetermijn waardecreatie en verlangt van bestuur en de raad van commissarissen dat zij duurzaam handelen. Ook hier zien we weer dat de commissie nogal nadrukkelijk in de best practices aangeeft wat men wil bereiken. Zo zegt het principe over lange termijn waardecreatie: “Het bestuur heeft een visie op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en formuleert een strategie om deze visie te realiseren. Daarbij wordt aandacht besteed aan:

- de implementatie en haalbaarheid van de strategie;
- het door de vennootschap gevolgde bedrijfsmodel en de markt waarin de vennootschap opereert;
- kansen en risico's voor de vennootschap;
- de operationele en financiële doelen van de vennootschap en de invloed ervan op de toekomstige positie in relevante markten;
- voor de vennootschap relevante niet-financiële aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, eerbiediging van mensenrechten en bestrijden van corruptie en omkoping; en
- de afweging van de belangen van alle stakeholders.”

In het bestuursverslag moet het bestuur daarvan verantwoording afleggen via een inhoudelijke omschrijving. Als ik dit bekijk moet ik gelijk weer denken aan de brief van Laurence Fink van Blackrock die ondernemingen oproept een strategisch raamwerk ofwel een gedetailleerd plan te geven wat ze de komende jaren gaan doen aan het creëren van waarde op lange termijn. Hij denkt dat een dergelijke “roadmap” nuttig is om aandeelhouders te laten zien dat de onderneming op de goede weg is. Daarnaast denkt hij dat hierdoor de onderneming minder snel ten prooi zal vallen aan activistische aandeelhouders met een beperkte korte-termijn optiek. Het is maar de vraag of de verwachting van Fink ook daadwerkelijk zal worden gerealiseerd. Voor zover mij bekend is daar nog geen wetenschappelijk onderzoek naar gedaan. Daarbij is het echter maar de vraag of dit streven naar meer uitleg over de strategie dient te worden uitgewerkt zoals onze Nederlandse commissie thans doet. In Engeland laat men dit grotendeels over aan de betrokken ondernemingen zelf en schrijft men in de Corporate Governance Code heel weinig voor over dit thema.

In de Engelse Code lezen we als principe:

“Elke onderneming dient te worden bestuurd door een effectief bestuur, dat collectief verantwoordelijk is voor het succes op de lange termijn van de onderneming (A1).”

Voor de verslaggeving stelt deze Code:

“... dat in het jaarverslag een verklaring moet worden gegeven van de manier waarop de onderneming op langere termijn waarde creëert (het business model) en de strategie waarmee de doelstellingen van de onderneming worden gerealiseerd (C.1.2).”

Ook hier wordt in de Engelse gedragscode nadrukkelijk ruimte gelaten voor invulling van deze principes door de ondernemingen zelf. Overigens kennen we in Nederland al artikel 2:391 lid 1 BW en Richtlijn 400 van de Raad voor de Jaarverslaggeving. In de laatste wordt veel aandacht gegeven aan het rapporteren over de Triple P aspecten van maatschappelijk verantwoord ondernemen. Daarbij komt nog dat er door de International Integrated Reporting Council hard wordt gewerkt aan een raamwerk voor geïntegreerde verslaggeving. Vanuit dat licht bezien vraag ik me af of onze Nederlandse gedragscode hierop moet vooruitlopen.

## **2. Pas toe of leg uit**

Volgens dit principe wordt een best practice bepaling toegepast of wordt gemotiveerd uitleg gegeven indien een best practice niet wordt toegepast. De Monitoringscommissie geeft aan dat de kwaliteit van de uitleg daarbij belangrijk is en wil meer richting geven aan de werking van dat principe. Daarbij volgt men de aanbeveling van de Europese Commissie over de kwaliteit van de uitleg. Ik ben het met deze opstelling eens, maar merk daarbij op dat de opeenvolgende monitoringcommissies in ons land voortdurend de kwaliteit van de uitleg als belangrijk element van naleving van de Code hebben gebruikt. Op zich is dat juist, maar daarmee is ook wel de indruk gewekt dat je wel heel goed moet motiveren waarom je afwijkt van de norm omdat je anders de Code niet naleeft.

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 aanvaard. 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 wil toetsen aan de kwaliteit van de uitleg 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 regels zal niet elke onderneming in staat zijn deze na te leven en kiezen voor een eigen uitwerking van een principe.

Ondanks de hiervoor geformuleerde bezwaren ben ik toch van mening dat de herziene Code een goede stap voorwaarts is. Het is echter naar mijn idee te betreuren dat men voor een thematische indeling heeft gekozen en voor een uitgebreide voorschrijvende aanpak.

Daarbij legt men inderdaad de lat hoog met het risico dat men het draagvlak voor de Code verkleint en dat meer ondernemingen van de Code zullen afwijken. Onderstaand zal ik een aantal opvallende nieuwe bepalingen van de Code in meer detail bespreken.

### **1. Meer focus op lange termijn waardecreatie**

Van het bestuur en de raad van commissarissen wordt verlangd dat zij duurzaam handelen door de focus te leggen op lange termijn waardecreatie, aandacht te hebben voor kansen en risico's en daarbij de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders mee te wegen. Wat mij betreft is niet helemaal duidelijk waarom het in de vorige Code wel genoemde doel van creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn verdwenen is. Het begrip lange termijn waardecreatie is in feite inhoudsloos als men dit ten behoeve van alle stakeholders doet.

Ik had het beter gevonden als men net als de Engelsen had gesteld dat bestuur en commissarissen moeten verzekeren dat een onderneming duurzaam is en dat het hoofddoel van de onderneming is het creëren van meerwaarde voor de aandeelhouders op de lange termijn en dat daarbij de belangen van alle stakeholders moeten worden meegewogen. Nu laat de commissie onbenoemd hoe de belangen moeten worden afgewogen en dat is voor een Code geen goede zaak.

Ook is voor mij niet goed te begrijpen waarom de commissie in best practice bepaling 1.1.1 zo uitgebreid beschrijft welke onderdelen de strategie van de onderneming dient te bevatten. Als deze opsomming uitputtend is bedoeld, mis ik de visie, de missie en de waarden van het bedrijf. Ook ontbreekt de vertaling van de strategie naar doelen en maatstaven. Wat mij betreft had men beter voor een minder voorschrijvende best practice kunnen kiezen. Wel begrijp ik dat er in de strategie aandacht moet worden besteed aan niet-financiële aspecten zoals bij de komende invoering van de Europese richtlijn 2014/95/EU vereist. Overigens ligt hiervoor al een wetsontwerp ter consultatie met daarin opgenomen aan welke niet-financiële aspecten men aandacht moet besteden: milieu-, sociale en personeelsaangelegenheden; eerbiediging van mensenrechten; bestrijding van corruptie en omkoping. Deze elementen zijn ook opgenomen in de nieuwe best practice 1.1.1.

### **2. Verstevenigen van risicomanagement**

Allereerst worden de fases van risico assessment, implementatie en evaluatie verder uitgewerkt in de best practices van principe 1.2. De positie van de interne audit wordt verstevigd. Deze afdeling beoordeelt processen, systemen en projecten op hun risicogevoeligheid. De interne audit blijft onder verantwoordelijkheid van het bestuur opereren, maar deelt zijn bevindingen wel met de externe accountant en het auditcomité van de raad van commissarissen.

De 'in control' verklaringen opgenomen in het bestuursverslag worden uitgebreid ten aanzien van de volgende bevestigingen:

1. de interne risicobeheersings- en controle systemen in het verslagjaar hebben goed gewerkt, ook voor niet-financiële aspecten;
2. de continuïteit van de vennootschap is de komende twaalf maanden gewaarborgd (BP 1.4.1 onderdeel V).

Ik vraag me overigens af wat deze laatste bepaling nu toevoegt. De commissie verwijst naar een soortgelijke bepaling in de Engelse Code en wel Provision C.1.3. Deze geeft echter aan dat de board materiële onzekerheden moet definiëren die de komende 12 maande de continuïteit van de onderneming kunnen bedreigen. Dat is iets anders dan de voorgestelde tekst van de Nederlandse Code die in 1.4.2 stelt:

“Dat de verwachting is dat de continuïteit van de vennootschap voor de komende 12 maanden gewaarborgd is.” Ik kom relatief veel publicaties tegen die melding maken van het feit de continuïteit de komende 12 maanden gegarandeerd is en dat geeft aan dat deze best practice makkelijk tot misverstanden kan leiden. Tenslotte wordt de auditcommissie nauwer betrokken bij de werkzaamheden die de externe accountant uitvoert.

### **3. Nieuwe accenten in effectief bestuur en toezicht**

Er wordt in de Code voor het eerst aandacht besteed aan het executive committee als nieuwe bestuursvorm en dat is een goede zaak. Opvallend is ook dat de zittingstermijn van commissarissen wordt teruggebracht van drie keer vier jaar naar twee keer vier jaar. De Commissie is van mening dat . . . “de periode van 12 jaar in beginsel (te) lang is om met gepaste afstand toezicht te houden.” Herbenoemen na 8 jaar mag alleen onder voorwaarden (BP 2.2.2).

Ik heb bezwaren tegen de beperking van de zittingsduur en het ‘de oplossing op zoek naar een probleem’ genoemd. We kennen nu eenmaal over de hele wereld een bonte mengeling van een uiteenlopende zittingsduur van commissarissen. Wetenschappelijk onderzoek is ook niet echt maatgevend voor een optimale zittingsduur. De vraag of een commissaris nu echt minder onafhankelijk wordt als hij of zij langer bij een onderneming functioneert is nooit goed wetenschappelijk bewezen. Daarmee vervalt de onderbouwing voor deze zogenaamde best practice. Laat deze beslissing dan ook maar over aan de onderneming zelf.

Tenslotte vraagt de commissie aandacht voor een betere uitleg van het gevoerde diversiteitsbeleid. Dit ook weer naar aanleiding van de Europese Richtlijn 2014/95/EU. In de corporate governance verklaring worden de doelstellingen toegelicht, alsmede de wijze waarop het diversiteitsbeleid is uitgevoerd en wat de resultaten van de uitvoering van het diversiteitsbeleid in het afgelopen boekjaar zijn geweest. Een en ander is in lijn met het wetsvoorstel ([www.internetconsultatie.nl/bekendmaking\\_diversiteitsbeleid](http://www.internetconsultatie.nl/bekendmaking_diversiteitsbeleid)) in deze, wat dan weer de vraag oproept waarom dit in de gedragscode moet worden opgenomen.

### **4. Introductie van cultuur als expliciet onderdeel van corporate governance**

Gedrag en cultuur zijn belangrijk voor het functioneren van een onderneming. De toon aan de top en het organiseren van tegenspraak zijn daarbij belangrijke zaken. Het bestuur is verantwoordelijk voor de cultuur en moet daarover ook tekst en uitleg geven. De commissie verwacht de volgende maatregelen:

- het vaststellen van gezamenlijke waarden;
- het besteden van aandacht aan cultuur - en gedragsbepalende factoren zoals het bedrijfsmodel en de omgevingsituatie;
- het opstellen van een gedragscode; en
- het zich ervan vergewissen dat de genomen maatregelen effectief zijn en zorgen voor inbedding van degewenste cultuur binnen de onderneming en het afleggen van verantwoording hierover in het bestuursverslag.

Van het bestuur en de raad van commissarissen wordt verwacht dat zij gezamenlijk een cultuur stimuleren van openheid en aanspreekbaarheid. Wat mij betreft een goede zaak want hiermee wordt het begrip ‘tone at the top’ expliciet gemaakt.

### **5. Beloningen: opgeschoond en vereenvoudigd**

De commissie vindt beloningsstructuren dikwijls te complex vormgegeven en wil deze vereenvoudigen met een focus op de lange termijn waarde creatie. Opvallend daarbij is best practice 3.2.2 die stelt dat de remuneratiecommissie kennis moet nemen van de eigen visie van de bestuurders met betrekking tot de

hoogte en structuur van hun eigen beloning. De commissie verwacht hierdoor een grotere betrokkenheid van bestuurders bij hun eigen beloning. Wat mij betreft is dit weer een onbegrijpelijke best practice waarvan onduidelijk is wat deze nu bijdraagt aan een betere corporate governance.

## **6. Relatie met aandeelhouders**

De wijzigingen met betrekking tot aandeelhouders zijn vooral van technische aard en de inhoudelijke wijzigingen zijn minimaal.

- Er is een nieuwe best practice (4.1.6): voorgedragen bestuurders en commissarissen zijn aanwezig tijdens de algemene vergadering waar over hun voordracht wordt gestemd.
- Certificering van aandelen is gehandhaafd onder voorwaarde dat het alleen mag als het dienstbaar is aan de langetermijnwaardecreatie van de onderneming. Certificaathouders mogen kandidaten voordragen voor de stichting administratiekantoor.
- Wijziging in de tekst van best practice bepalingen die zien op de responsetijd; en
- informatieverschaffing aan aandeelhouders in ieder geval in het Engels en eventueel in het Nederlands. Deze laatste bepaling is weer zo'n voorbeeld van onnodige regelgeving, want er is geen enkel beursfonds dat de informatie aan aandeelhouders niet in het Engels beschikbaar stelt. Nogal logisch als je bedenkt dat de meerderheid van de aandeelhouders uit het buitenland komt.

## **7. Verduidelijking van eisen aan de kwaliteit van de uitleg**

In de herziene Code wordt een passage opgenomen over de naleving van de Code waarin wordt stilgestaan bij de werking van het 'pas toe of leg uit' principe. Er wordt een kader gegeven voor goede uitleg indien (langer dan één jaar) wordt afgeweken van een bepaling. Ik ben van mening dat deze interpretatie van 'pas toe of leg uit' veel te ver gaat.

### **Conclusie**

Het valt te waarderen dat de commissie met een herziene versie van de Code is gekomen, dit is beslist geen gemakkelijke exercitie. Ik ben het ook helemaal eens met de accenten die de commissie heeft gelegd. Dat laat onverlet dat ik de herziene versie te uitgebreid en te gedetailleerd vind. Ik kan maar niet begrijpen dat wij in ons land 22 principes en 122 best practices nodig hebben terwijl men in Engeland kan volstaan met 18 principes en 54 best practices. Als je bedenkt dat onze commissie van mening is dat er feitelijk nauwelijks kan worden afgeweken van de Code, dan wordt deze toch wel een erg dwingend keurslijf waarin alle beursgenoteerde ondernemingen zich moeten schikken. Daarbij is er ook een aantal best practices waarvan het nut kan worden betwijfeld of waarvan de onderbouwing onvoldoende is.

**Prof. mr. dr. Tineke Lambooy – Hoogleraar Ondernemingsrecht**

*Tineke Lambooy is fulltime hoogleraar Ondernemingsrecht aan Nyenrode Business Universiteit. Zij is betrokken bij het juridisch onderwijs in de diverse degree programma's van Nyenrode en doet onderzoek op de terreinen ondernemingsrecht, corporate governance en corporate social responsibility (CSR). Lambooy was betrokken bij de onderzoeken voor de Monitoring Commissie in 2014 en 2015. Haar promotieonderzoek (2004-2010) betref de vraag hoe juridische en semi-juridische kaders (waaronder de Nederlandse corporate governance Code) het gedrag van ondernemingen ten aanzien van CSR beïnvloeden en in hoeverre best practices van ondernemingen de regulatoire kaders beïnvloeden. Zij begon haar loopbaan als advocaat bij Loeff Claey's Verbeke en vervolgens Loyens & Loeff op de sectie Ondernemingsrecht (Fusies en Overnames).*

**Opmerkingen ten aanzien van het Voorstel voor de nieuwe Code**

Allereerst, complimenten voor het vooropstellen in Hoofdstuk 1 en Principe 1.1 dat een onderneming zich dient te richten op lange termijn waardecreatie. De diverse crises waar wij nu mee kampen (waaronder de Planetary Boundaries - zie Rockström, de financiële crisis die in 2008 begon, het gebrek aan vertrouwen in instituties en overheden (Edelman, 2016 Trust Barometer, available online at <http://www.edelman.com/insights/intellectual-property/2016-edelman-trust-barometer/>), de vluchtelingen crisis), maken duidelijk dat er behoefte is aan een lange termijn aanpak, niet alleen in de politiek maar juist ook in de economie; en daarin spelen beursgenoteerde ondernemingen een grote (voorbeeld)rol. In Zuid Afrika is thans ook een consultatieproces gaande, waarin ook met name lange termijn doelstellingen alsook bedrijfscultuur centraal worden gesteld. Het is van groot belang dat dit onderwerp in de Code centraal staat.

Hand in hand met een lange termijn doelstelling en aanpak gaat ook het betrekken van de stakeholders van de onderneming bij het bepalen van die lange termijn doelstelling, bij het monitoren van de implementatie en resultaten en bij het afleggen van verantwoording van het beleid en de behaalde resultaten.

Het Voorstel en de Toelichting maken duidelijk dat stakeholders worden gezien als een belangrijke speler. Echter, nog niet valt in het Voorstel te lezen op welke wijze die stakeholders dan worden betrokken.

In Bepaling 1.1 zou daarom dienen te worden opgenomen dat het gaat om:

“lange termijn waardecreatie door de vennootschap en de met haar verbonden onderneming voor de stakeholders van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.”

Anders heeft het lange termijn aspect in de bepaling een geheel vrijblijvend karakter. Voorts zou een korte, middellange en lange termijn moeten worden gedefinieerd, wederom om te voorkomen dat de bepaling geheel vrijblijvend is. Aan die termijnen kan worden gekoppeld wat van bestuur/ raad van commissarissen/ algemene vergadering/ stakeholders wordt verwacht.

Echter, vollediger en meer in lijn met de EU definitie van CSR

([http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility/index_en.htm)) zou het zijn als het Voorstel expliciet de stakeholders een rol zou geven in het Voorstel: bijvoorbeeld door het bestuur te verplichten te identificeren wie de stakeholders zijn, met hen consultatierondes te organiseren en doelen te formuleren, door een stakeholders meeting (al dan niet met de aandeelhouders erbij als een van de stakeholdergroepen) jaarlijks te organiseren waarin verantwoording wordt afgelegd over het al dan niet behalen van de gestelde doelen en implementatie van de strategie.

Zie bijvoorbeeld de bedoelde EU definitie, die overigens resoneert in de OESO Richtlijnen versie 2011, het Ruggie Guiding Principles (2011) en ook de Porter en Kramer benadering (Harvard Business Review 2011):



### “3. Een modern concept van maatschappelijk verantwoord ondernemen 3.1. Een nieuwe definitie

De Commissie stelt als nieuwe definitie van MVO voor “de verantwoordelijkheid van bedrijven voor het effect dat ze op de samenleving hebben”. Die verantwoordelijkheid veronderstelt respect voor de wetgeving en de collectieve arbeidsovereenkomsten tussen sociale partners. Volwaardig MVO houdt in dat bedrijven aandacht voor mensenrechten, consumentenbelangen en sociale, ethische en milieukwesties in hun bedrijfsactiviteiten en kernstrategie integreren in nauwe samenwerking met hun stakeholders.

Doel is:

- zoveel mogelijk gedeelde waarde te creëren voor hun eigenaren/ aandeelhouders en voor hun andere stakeholders en de samenleving als geheel;
- mogelijke negatieve effecten op te sporen, te voorkomen en te verminderen.

De complexiteit van dat proces zal onder meer afhangen van de omvang van het bedrijf en de aard van de bedrijfsactiviteiten. Voor de meeste kleine en middelgrote ondernemingen en vooral voor micro-ondernemingen zal het proces waarschijnlijk informeel en intuïtief blijven.

Om zoveel mogelijk gedeelde waarde te creëren worden bedrijven gestimuleerd voor een strategische benadering van MVO op lange termijn te kiezen en na te gaan of het mogelijk is innovatieve producten, diensten en bedrijfsmodellen te ontwikkelen die bijdragen aan het maatschappelijk welzijn en leiden tot kwalitatief hoogwaardigere en meer productieve banen.

Grote bedrijven – en vooral bedrijven die het risico lopen om negatieve effecten te veroorzaken – worden gestimuleerd tot risk-based due diligence (onder meer door hun toeleveringsketens heen) om mogelijke negatieve effecten op te sporen, te voorkomen en te verminderen.

Bepaalde soorten bedrijven – bijvoorbeeld coöperaties, onderlinge maatschappijen en familiebedrijven – worden gekenmerkt door eigendoms- en governancestructuren die bijzonder bevordelijk zijn voor maatschappelijk verantwoord ondernemen."

Het centraal stellen van een lange termijn benadering en doelstelling vereist - zoals in het Voorstel te lezen valt in Bepaling 1.1.1 - dat aandacht wordt besteed aan niet-financiële aspecten van ondernemen zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, eerbiediging van mensenrechten en bestrijden van corruptie en omkoping.

Deze visie komt overeen met de verplichting voor grote ondernemingen in de EU ingevolge Richtlijn 2014/95 om ten aanzien dergelijke onderwerpen beleid te formuleren, een implementatieplan te formuleren en daarover in het jaarverslag verantwoording af te leggen.

Echter, wat opvalt is dat de visie die in hoofdstuk 1 van het Voorstel is neergelegd - niet altijd even consequent terugkomt in de andere principes, bepalingen en toelichting van het Voorstel. Hieronder wordt een aantal kleine wijzigingen voorgesteld voor de tekst van het Voorstel om de drie ideeën van lange termijn streven, onderkenning belang stakeholders en de rol van de niet-financiële informatie, meer consistent vorm te geven in het Voorstel (excuus, ik heb in de Engelse versie van de het Voorstel gewerkt - kan het desgewenst ook in het Nederlands aanleveren; wijzigingen zijn *cursief en onderstreept*).

Daarnaast zijn in onderstaande wijzigingen op het Voorstel alle toekomstige tijden (waar relevant in het kader van bovenstaande opmerkingen) in de huidige tijd gezet om de norm duidelijker te maken: dit is wat verwacht wordt dat het bestuur of ander orgaan doet (dus niet: ‘zal doen’ of ‘zal gaan doen’). De reden hiervoor is dat de laatstgenoemde termen (‘zal doen’ of ‘zal gaan doen’) onduidelijkheid creëren ten aanzien van de naleving en het monitoren daarvan - immers een vennootschap kan dan aangeven dat zij voornemens is de norm te gaan volgen. Echter zij volgt hem in praktijk (nog) niet. Dit is de ervaring bij het

monitoren van de diversiteitsbepalingen uit de huidige Code. Een aantal ondernemingen geeft aan dat zij die bepalingen naleven omdat zij de intentie of het streven hebben om in de toekomst te voldoen aan de noem in de bepaling. De uitkomst van het monitoren kan dan nogal wat onduidelijkheden voor de lezer opwerpen.

### Introduction

...Applicable to Dutch listed companies, the Code contains principles and best practice provisions for the governance of listed companies and the account to be rendered to shareholders *and stakeholders (and societal interests)* in that regard.

### Preamble

Some companies have already integrated long-term value creation *for stakeholders* in their business models, which is laudable. *At a minimum, companies should do no harm to their stakeholders and society at large when they carry out their business operations.*

*Ensuring that the company does not make a negative environmental or social impact links to the long-term financial health of the company itself as these impacts can leave the company vulnerable to supply chain failures, regulatory investigations, exclusions and closures, litigation, mandatory regulation, finance and insurance risks, reputational/ brand damage, talent recruitment and attractiveness for investors. [...]*

### Principle 1.1 Long-term value creation

The management board is responsible for the continuity of the company and its affiliated enterprise, focusing on long-term value creation for the company, its affiliated enterprise, *and its stakeholders*. The management board formulates and implements a strategy focus on long-term value creation that may, depending on market dynamics, continually require short-term adjustment. The strategy focus reflects the stakeholders' interests.<sup>6</sup> The supervisory board supervises this.

#### 1.1.1 Long-term value creation strategy

The management board *has developed* a view on long-term value creation by the company and its affiliated enterprise *for its stakeholders* and *has* formulated a strategy *to realise this view*. *The strategy reflects stakeholders' interests and pays attention to:*

- i. the strategy's implementation and feasibility;
- ii. the business model applied by the company and the market in which the company operates;
- iii. opportunities and risks for the company;
- iv. the company's operational and financial goals and their impact on its future position in relevant markets;
- v. non-financial corporate issues relevant to the company, such as the environment, social and employee issues, respect for human rights, and fighting corruption and bribery; and
- vi. *the outcomes of the stakeholder consultation process and societal interests.*<sup>7</sup>

#### 1.1.2 Role of the supervisory board

[...] The supervisory board *supervises* the manner in which the management board realises the long-term value creation strategy. *The supervisory board oversees the stakeholder consultation process to ensure that it is meaningful with outcomes that are reflected in the strategy*. The supervisory board *meets* once per year to discuss the strategy aimed at long-term value creation, the implementation of the strategy and the principal risks associated with it. This discussion *is* mentioned in the report of the supervisory board.

<sup>6</sup> Recommendation: to include in the explanatory comments that management is expected to organise a meaningful stakeholder consultation process that should be described in their reporting.

<sup>7</sup> Recommendation: to add into the explanatory text that management should discuss how they have consulted with stakeholders. Some companies have begun to report the stakeholders they consulted with and this may be taken as best practice in order to give investors an understanding of how meaningful the consultation process has been.

### 1.1.3 Accountability

In the management report, the management board should give a substantive description of the view on long-term value creation, the strategy for its realisation and which contributions were made to the long-term value creation for the company's stakeholders in the past financial year, *and which stakeholders were consulted*.

The management board *reports* on both the short-term and long-term developments *with regard to long-term value creation for its stakeholders, and which categories of stakeholders were consulted*.

## Principle 1.2 Risk management

### 1.2.1 Risk assessment

The management board *identifies and analyses* the risks associated with the company's strategy and activities. It *establishes* the risk appetite within which the company may accept risks and the control measures to counter those risks. The context for this analysis *is determined* by aspects such as the company's continuity, reputation, financial *and non-financial* reporting, funding, operating activities and long-term value creation for its stakeholders.<sup>8</sup>

### 1.2.3 Evaluation

The management board *monitors* the operation of the internal risk management and control systems and, at least annually, *carries out* a systematic review of the effectiveness of the systems' design and operation. Such monitoring *covers* all material control measures, including the financial, *non-financial*, operational, *stakeholder* and compliance aspects, and take account of weaknesses observed and lessons learned, signals from whistleblowers and findings from the internal audit function and the external auditor. Where necessary, improvements *are* made to internal risk management and control systems.

## Principle 1.4 Risk management accountability

### 1.4.1 Accountability

In the management report, the management board *renders* account of:

- iv. the execution of the risk assessment, with a description of the principal risks facing the company and the risk appetite of the company. These risks include strategic, operational, financial, compliance, *stakeholder* and non-financial risks; [...] - the scope of these systems with
- v. the design of the internal risk management and control systems *and provide in a reasonable manner that the financial and non-financial reporting does not include incompleteness or inaccuracies for stakeholders and society at large*.

### Principle 1.4.2 'In control' statement *in the management report*

The management board *states* in the management report, with clear substantiation:

- i. that the internal risk management and control systems *with the goal of achieving long-term value creation* worked properly in the financial year;
- ii. that the aforementioned systems provide reasonable assurance that the financial *and non-financial*<sup>33</sup> reporting does not contain any material inaccuracies; and
- iii. that the expectation is that the company's continuity has been safeguarded for the next twelve months.

## Principle 1.5 Role of the supervisory board and the audit committee

The supervisory board *supervises* the management conducted by the management board and the

---

<sup>8</sup> In the Preamble, the Commission states that it deleted the term 'CSR' because it is deemed to be integrated in the strategy and elsewhere. Hence, everywhere that a Principle or Best Practice uses the term 'financial', the words 'and non-financial' should be added. Thus, the Commission's new vision should be applied consistently. Eventually, we hope to see a complete integration of CSR into the Dutch Van Maanen Corporate Governance Code, in line with the South African Corporate Governance Code (King III).

general affairs of the company and its affiliated enterprise. In so doing, the supervisory board also *focuses* on the effectiveness of the company's internal risk management and control systems and the integrity and quality of the financial and non-financial reporting. The audit committee should prepare the supervisory board's decision-making regarding these specific elements of supervision.

#### **Principle 1.5.1 Duties and responsibilities of the audit committee**

The audit committee's duties and responsibilities include monitoring the company's financial *and non-financial* reporting and the risk management conducted by the management board.

#### **Principle 1.5.3 Audit committee report**

The audit committee *reports* to the supervisory board on its deliberations and findings. In this report attention *is* paid to:

- i. an assessment of the effectiveness of the design and operation of the internal risk management and control systems referred to in best practice provisions 1.2.1 to 1.2.3, inclusive;
- ii. the methods used to assess the effectiveness of the internal and external audit processes;
- iii. material considerations concerning the financial and *non-financial* reporting; and
- iv. the expectation as to whether the company's continuity has been safeguarded for the next twelve months.

#### **Principle 1.6 Appointment and assessment of the functioning of the external auditor**

##### **1.6.2 Engagement**

The audit committee should submit a proposal to the supervisory board for the external auditor's engagement to audit the financial *and non-financial* statements. The management board should assist and facilitate. In formulating the terms of engagement, attention should be paid to the scope, materiality and remuneration of the audit. The supervisory board should resolve on the engagement.

#### **Principle 1.7 Performance of the external auditor's work**

##### **1.7.2 Audit plan and external auditor's findings**

The audit committee annually *discusses* with the external auditor:

- i. the scope and materiality of the audit plan and the principal risks of the financial *and non-financial* statements identified by the external auditor in the audit plan; and
- ii. based also on the management letter and the audit report, the findings and outcomes of the audit work on the financial *and non-financial* statements and the management letter.

##### **1.7.3 Publication of *corporate reports*<sup>9</sup>**

The audit committee *determines* how the external auditor should be involved in the content and publication of financial *and non-financial statements in the corporate reports* other than the financial statements.

##### **1.7.6 Provision of reports to the management board and supervisory board**

The management board and the supervisory board simultaneously *receive* the management letter and the audit report from the external auditor along with their findings and outcomes relating to the audit of the financial *and non-financial* statements and the management report and the management letter. The audit committee should be permitted to examine any material changes that have been made to the draft management letter or the draft audit report by the external auditor at the management board's request.

---

<sup>9</sup> We recommend that the term corporate report be used as it more accurately reflects the integration of both financial and non-financial information into reporting.

#### **1.7.8 External auditor's attendance of supervisory board meetings**

The external auditor should in any event attend the meeting of the supervisory board at which the report of the external auditor with respect to the audit of the financial *and non-financial* statements is discussed.

### **Principle 2.4 Decision-making and functioning**

#### **2.4.4 Induction programme for supervisory board members**

After their appointment, all supervisory board members should follow a formal induction programme geared to their role. The induction programme should in any event cover general financial *and non-financial matters such as environmental, social, human rights, corruption-prevention and other* legal affairs, financial *and non-financial* reporting by the company, any specific aspects that are unique to the relevant company and its business activities, the company, *its stakeholders, its* culture and the responsibilities of a supervisory board member. The chairman of the supervisory board should ensure that supervisory board members follow their induction programme.

### **Principle 4.1 The general meeting of shareholders**

#### **4.1.7 External auditor's attendance**

The external auditor may be questioned by the general meeting in relation to his report on the fairness of the financial *and non-financial* statements. The external auditor should for this purpose attend and be entitled to address this meeting.”

**Prof. mr. Bas Steins Bisschop MCJ - Hoogleraar Ondernemingsrecht**

*Bas Steins Bisschop is sinds 2001 verbonden aan Nyenrode Business Universiteit als Hoogleraar Ondernemingsrecht. In 2007 is hij aangesteld als Hoogleraar Corporate Law and Corporate Governance aan de Universiteit Maastricht. Hij is sinds 1975 werkzaam als advocaat, lid van de Ius Commune Onderzoeksschool (Maastricht, Amsterdam, Utrecht en Leuven), president-commissaris bij Eurocommercial Properties NV en bestuurslid van de Stichting Maastricht Prize for International Law.*

***De Nederlandse Corporate Governance Code  
Voorstel voor herziening  
Een uitnodiging voor commentaar.***

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code heeft op 11 februari 2016 een consultatiedocument gepresenteerd met voorstellen tot herziening van de Nederlandse corporate governance code, gepaard gaande met een algemene uitnodiging om een reactie uit te brengen en deel te nemen aan het publieke debat omtrent de herziening van de Code. Gehoor gevend aan deze uitnodiging wordt hierna ingegaan op het inleidende hoofdstuk uit het consultatiedocument en op de daarop volgende voorstellen tot herziening die worden samengevat in zeven thema's.

B.T.M. Steins Bisschop

**I. INLEIDING**

- a. De stelling dat de Code zijn succes heeft bewezen, wordt niet onderbouwd. Het is begrijpelijk dat in Nederland sedert 1997 (Aanbevelingen Peters) aansluiting wordt gezocht bij de internationale tendens om door middel van niet-bindende regulering goed bestuur te bevorderen.
  - i. Daarbij moet worden bedacht dat 'goed bestuur' niet eenduidig valt te omschrijven. Er moet onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende soorten ondernemingen, met onderkenning van de verschillende aard, omvang en functie van die ondernemingen. Zo kennen familiebedrijven een andere structuur, en functioneren anders, dan beursvennootschappen. Beursvennootschappen vormen een afzonderlijke categorie, maar onder hen moeten ondernemingen van geheel verschillende aard worden onderscheiden. Ook onder de overige categorieën ondernemingen bestaan grote verschillen.
  - ii. Tegen deze achtergronden moet aandacht gegeven worden aan het karakter dat inmiddels aan de Nederlandse Corporate Governance Code is gegeven. De Code stelt wel alleen van toepassing te zijn op Nederlandse beursvennootschappen, maar in feite is het bereik van de Code veel breder. De Code wordt geacht een weergave te zijn van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging.
  - iii. Deze karakterisering brengt mee dat regulering, en aanpassing, van de Code met terughoudendheid dient te geschieden. De Code stelt wel een product van zelfregulering te zijn, maar vanwege de bredere duiding en betekenis die in de loop der tijd daaraan is gegeven, moet de Code ook gezien worden als informele regelgeving, die vergelijkbaar is met wettelijke regulering.
  - iv. De totstandkoming van die informele regulering is echter wezenlijk anders dan het geval is bij totstandkoming van formele regulering door middel van

wetgeving. De Code “is een document van de ‘markt’”, zoals in de Inleiding wordt gesteld. Deze markt wordt vertegenwoordigd door Eumedion, Euronext, de VEB, de VEUO en VNO-NCW. In de inleiding wordt gesteld: “Samen met de vertegenwoordigers van de werknemers, CNV en FNV, worden zij de schragende partijen van de Code genoemd.”

De aan het proces van formele wetgeving verbonden democratische controle ontbreekt, terwijl het karakter van formele wetgeving kleef aan de Code.

- v. ► Op grond van deze overwegingen dient in het algemeen terughoudendheid te worden betracht bij deze vorm van regulering.
- b. Het gestelde succes van de Code wordt gekleurd door de omstandigheid dat de financiële crisis van 2007/2008 in de weg heeft gestaan, en wellicht nog staat, aan realisatie van de oorspronkelijke doelstellingen, herstel van vertrouwen in de (met name financiële) markten.
- Het is niet realistisch te verwachten dat financiële en economische crises kunnen worden vermeden door regulering, maar het is evenmin realistisch om te verwachten dat meer regulering meer waarborgen tegen herhaling van crises zal bieden.
- i. Het is interessant dat in het Voorstel voor herziening een nieuwe component is toegevoegd waarbij in een afzonderlijk thema nadruk wordt gelegd op ‘cultuur’ door voor dit aspect een principe en enige best practice bepalingen voor te stellen.
  - ii. De nieuwe Code zal het begrip omkaderen door te verwijzen naar de beoogde lange termijn waardecreatie en “een gezonde cultuur van openheid en aanspreekbaarheid”.
  - iii. Volgens de Commissie gaat het hier om normen en waarden waarvan een concrete invulling echter – terecht – niet wordt gegeven. De verantwoordelijkheid daarvoor berust bij het bestuur en de RvC.
  - iv. ► De betekenis van deze toevoeging kan worden vergeleken met die van de bankiers eed.
- c. Onder het kopje ‘Uitgangspunten herziening’ wordt gesteld: “De huidige Code heeft [...] een stevige positie verworven in de regulering van corporate governance”.
- i. Hier dient dezelfde kanttekening te worden geplaatst als hierboven aangaande de geboden terughoudendheid die bij zelfregulering dient te worden betracht.
  - ii. Een ander verwaterend effect van de Code wordt gevormd door de omstandigheid dat het merendeel van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door buitenlandse aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers. Deze partijen zijn, dan wel voelen zich, veelal niet gebonden aan de Code.
  - iii. Buitenlandse beleggers bedienen zich veelal van stemadviesbureaus, zoals ISS en Glass Lewis. Deze instellingen hanteren hun eigen richtlijnen bij het uitoefenen van het stemrecht verbonden aan hun aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen. Deze richtlijnen komen in zekere mate overeen met de Code, maar worden daardoor niet beperkt.
  - iv. De praktijk, met name bij fondsen waarin institutionele beleggers kleinere belangen, in geld of percentage uitgedrukt, houden, brengt mee dat de uitgebrachte stem niet wordt gebaseerd op doorgronding van de Code, maar vooral op de constatering of wordt voldaan aan de Code (*comply*), al dan niet na overweging van de eigen richtlijnen.
  - v. ► De beoogde toepassing naar letter en geest van de Code wordt belemmerd door een zekere mate van afvinkgedrag bij een grote groep van buitenlandse beleggers in Nederlandse beursvennootschappen.

- d. Onder het kopje ‘Uitgangspunten herziening’ wordt ook verwezen naar het voordeel van zelfregulering boven wetgeving dat deze flexibeler is en op kortere termijn tot stand komt waarbij sneller kan worden ingespeeld op ontwikkelingen.
  - i. Deze genoemde voordelen bestaan inderdaad, maar worden gekoppeld aan een advies om te komen tot reguliere herziening.
  - ii. Een dergelijke herziening zal naar verwachting bijdragen aan het algemeen bindende karakter van de Code, waarbij op de hiervoor genoemde gronden terughoudendheid dient te worden betracht.
  - iii. Reguliere herziening van de Code kan bovendien leiden tot een situatie waarin een nieuwe, informele, toezichthouder wordt gecreëerd. De voordelen daarvan zijn niet evident.
  - iv. ► Het lijkt niet voor de hand te liggen de herziening van de Code te institutionaliseren.
- e. De Commissie streeft ernaar om nog dit jaar een aangepaste Code vast te stellen en deze in werking te doen treden vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2017.
  - i. Het is onduidelijk wat de effectieve datum dient te zijn van toepassing van de verschillende onderdelen van de nieuwe Code die een wijziging van de huidige bepalingen omvatten.
  - ii. Een voorbeeld is de vraag wanneer de zittingsperiode van een commissaris dient te eindigen wanneer deze commissaris onder de huidige Code is benoemd voor een tweede periode van vier jaar welke periode verloopt vóór de datum van inwerkingtreding van de nieuwe Code, en de algemene vergadering deze commissaris in 2016 heeft herbenoemd voor een derde periode van vier jaar.
  - iii. Er zijn ook andere voorbeelden waarin onduidelijkheid kan rijzen over de (datum van) inwerkingtreding van de bepalingen van de nieuwe Code.
  - iv. ► Het verdient aanbeveling om een overgangsregeling aan de bepalingen van de nieuwe Code toe te voegen welke een einde maakt aan mogelijke onduidelijkheden of misverstanden aan gaande de effectieve datum van de betreffende onderdelen van de Code.

## II. VOORSTELLEN VOOR HERZIENING

### 1. MEER FOCUS OP LANGE TERMIJN WAARDECREATIE

- a. Waardecreatie voor wie?
  - i. De verplichting om korte termijn resultaten te rapporteren, waarbij de markt onvoldoende oog toont voor het lange termijn doel van de vennootschap, kan onder omstandigheden een netelig probleem vormen.
  - ii. De oplossing door middel van *alignment* van de belangen van bestuurders en aandeelhouders waarbij, bijvoorbeeld, opties op aandelen aan bestuurders worden verstrekt, heeft weer andere dilemma’s teweeg gebracht. Het gaat dan met name om de neiging van bestuurders om de resultaten zodanig te sturen dat de waarde van hun opties wèl, maar de waarde van de onderliggende onderneming niet noodzakelijkerwijze eveneens, is toegenomen op het moment dat de opties gerealiseerd kunnen worden.
  - iii. De gewenste ontwikkeling is dat het ondernemingsbestuur plaatsvindt in het veld van de belangenpluraliteit van alle betrokkenen bij de onderneming, en niet primair of uitsluitend aandeelhouders en bestuurders.



- iv. ► Bij de opsomming van stakeholders wordt niet steeds ook verwezen naar milieu en maatschappij terwijl deze belangen wel onder stakeholdersbelangen worden gevat.
- b. Wat is lange termijn waardecreatie?
  - i. In de huidige Code wordt MVO gezien als een van de voorwaarden voor goed ondernemingsbestuur. Het voorstel is om ‘relevante aspecten van ondernemen’ te zien als onderdeel van de lange termijn waardecreatie, welke als algemene voorwaarde voor goed ondernemingsbestuur wordt gezien. De afzonderlijke verwijzing naar MVO kan daarom vervallen.
  - ii. De Commissie stelt dat de niet-financiële aspecten van ondernemen en de afweging van de belangen van de stakeholders daarmee de noodzakelijke aandacht en focus krijgen, welke integrale aanpak ook wordt bevorderd door de bepalingen over de in control verklaring.
  - iii. ► Het lijkt erop dat hiermee geen wezenlijke wijziging ten opzichte van de huidige Code wordt gegeven, en meer een accentverschuiving. Onduidelijkheid blijft daarom bestaan over wat verstaan moet worden onder de term lange termijn waardecreatie. In dit verband kan aansluiting worden gevonden bij een recente formulering door de Hoge Raad dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming.
- c. Strategie
  - i. De Commissie bevestigt de algemene opvatting dat de verantwoordelijkheid voor lange termijn waardecreatie als primaire strategische doelstelling van de vennootschap bij het bestuur ligt, waarbij aan de RvC een afgeleide verantwoordelijkheid toekomt.
  - ii. Het verdient aandacht om meer aandacht te besteden aan wat onder ‘strategie’ verstaan dient te worden, ook omdat uit de definitie van deze term voortvloeit welke termijnen gelden bij het bepalen van de strategie.
  - iii. Aansluiting kan worden gevonden in de bedrijfskundige literatuur over dit onderwerp waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen de volgende elementen, die tezamen gestalte geven aan de strategie: Missie (met een termijn van 5 – 10 jaar), doelstelling (met een termijn van 1 – 5 jaar) en acties (met een termijn van 0 – 1 jaar). De opgegeven termijnen kunnen of moeten worden aangepast indien zich fundamentele wijzigingen voordoen ten opzichte van de feiten en omstandigheden die bestonden ten tijde van het formuleren van de missie, doelstelling en acties.
  - iv. ► Door een dergelijke verfijning aan te brengen in de term ‘strategie’ kan een betere verdeling van verantwoordelijkheden tussen bestuur, RvC en management worden bereikt, terwijl tevens borging ontstaat voor de afstemming van die elementen in het beleid van de onderneming.

## 2. VERSTEVIGING VAN RISICOMANAGEMENT

- a. Goed ondernemingsbestuur kan niet plaatsvinden zonder het nemen van risico. De Commissie besteedt veel aandacht aan de wijze waarop met ondernemingsrisico’s dient te worden omgegaan.
  - i. De primaire verantwoordelijkheid voor risico en risicobeheersing ligt bij het bestuur.
  - ii. ► Een mogelijk probleem wordt gevormd door het feit dat de lange termijn waardecreatie een belangrijk element is van risicobeheersing, maar dat die term, zoals hiervoor aangegeven, de nodige definitieproblemen kent.

- iii. ► De verantwoordelijkheid van de RvC wordt in dit kader niet genoemd. Het verdient aanbeveling aan de RvC specifieke verantwoordelijkheid toe te kennen, bijvoorbeeld door bepaling en wijziging van de Missie aan goedkeuring te onderwerpen, dan wel anderszins los te koppelen van het exclusieve domein van het bestuur. Hierbij dient de afstemming c.q. aanpassing van de samenhangende elementen (doelstelling en acties) tevens onder de controlefunctie van de RvC te vallen.
  - b. De Commissie gaat in op de rol en betekenis van de interne audit functie welke functie naar haar oordeel verstevigd dient te worden. Het gaat ook hier om de primaire verantwoordelijkheid van het bestuur en om afgeleide controle door de RvC door middel van de Audit Commissie.
    - i. In het systeem van ‘pas toe of leg uit’ kan natuurlijk afgeweken worden van de instelling van de interne audit functie.
    - ii. De Commissie gaat ervan uit “dat in beginsel iedere vennootschap beschikt over een interne audit functie.” en dat het bestuur moet evalueren of in de toekomst behoefte aan de functie bestaat. De RvC kan volgens de Commissie “toch tot de conclusie komen dat geen interne audit functie zal worden ingesteld.”
    - iii. ► De verantwoordelijkheid voor het al dan niet instellen van een interne audit functie is niet voldoende duidelijk.
  - c. Het is de vraag of het algemene uitgangspunt dat een interne audit functie aanwezig behoort te zijn, juist is. Op de beurs is een groot aantal ondernemingen genoteerd waarbij het wat betreft omvang en organisatie niet geïndiceerd is om die functie in te stellen. Het gaat om ong. 40% van de genoteerde ondernemingen.
    - i. Dat bij dergelijke ondernemingen een interne audit functie overbodig is, kan blijken uit (de eenvoud van) de interne procedures, de beperkte omvang en/of andere ondernemingskenmerken.
    - ii. Dergelijke ondernemingen dienen onder de huidige Code uit te leggen dat en waarom de functie ontbreekt.
    - iii. ► Tegen de achtergrond van enerzijds het standpunt van de Commissie dat de functie in beginsel aanwezig dient te zijn, en anderzijds het hiervoor genoemde feitelijk afvinkgedrag van bepaalde categorieën beleggers, is het onwenselijk deze sterke nadruk op (de noodzaak van) de functie te leggen.
  - d. De kleinere ondernemingen en/of fondsen met een weinig gecompliceerde organisatie voorzien in de regel in waarborgen voor effectief risicomanagement door middel van maatregelen van administratieve organisatie en interne controle op bestuurs- en seniormanagement niveau.
    - i. De organisatorische en andere verschillen tussen de verschillende soorten ondernemingen, zowel hoofd- als midcap fondsen, zijn aanzienlijk. Dit geeft aanleiding om ruimte te geven aan het proportionaliteitsbeginsel, vergelijkbaar met het beginsel dat in de Wet financieel toezicht wordt gehanteerd.
    - ii. In geval van bijzondere omstandigheden, zoals de introductie van nieuwe processen of systemen of andere ingrijpende gebeurtenissen, wordt de validatie daarvan veelal toevertrouwd aan externe adviseurs en experts die rapporteren aan het bestuur en de RvC.
    - iii. ► Het is wenselijk bepalingen toe te voegen waarbij vennootschappen zonder audit functie geacht worden de Code toe te passen (en geen uitleg verschuldigd zijn van afwijking daarvan), indien hun bedrijfsprocessen, omvang of andere ondernemingskenmerken onder goedkeuring van de RvC de instelling van een interne auditfunctie overbodig maken.



- e. Voor dergelijke ondernemingen bestaat geen aanleiding om de instelling van een interne auditfunctie te heroverwegen, wanneer zich geen verandering van omstandigheden voordoet.
  - i. ► De bepaling dat dergelijke ondernemingen een jaarlijkse evaluatieplicht hebben, dient in deze opvatting niet in de nieuwe Code te worden opgenomen.
- f. Rol externe accountant
  - i. De Commissie stelt voor de externe accountant een signalerende rol te geven bij tekortkomingen in de verantwoording over de naleving van de Code, waarbij echter van de accountant niet wordt verwacht dat “hij de complete naleving van de Code door de vennootschap controleert”.
  - ii. ► Hiermee wordt aan de accountant een alertheid voorgeschreven, waarvan de verleiding uitgaat om de “complete” controle toch uit te voeren. Accountants zijn geen experts op het gebied van corporate governance en aan hen dient een controleverantwoordelijkheid op de naleving van de Code niet te worden opgedragen.
- g. Verhouding externe accountant en bestuur
  - i. In de voorstellen voor de nieuwe Code wordt bij de omschrijving van de uitvoering van de werkzaamheden van de externe accountant nadrukkelijk ingegaan op de rol en verantwoordelijkheden van de audit commissie.
  - ii. Een verduidelijking en omschrijving van de rol van het bestuur ontbreekt, terwijl deze in de praktijk en formeel van belang is.
  - iii. ► De rol en verantwoordelijkheden van het bestuur dienen in deze bepalingen te worden opgenomen.

### **3. NIEUWE ACCENTEN IN EFFECTIEF BESTUUR EN TOEZICHT**

- a. De commissie signaleert dat de commissarissen “een meer vooraanstaande positie krijgen binnen de vennootschapsrechtelijke verhoudingen en de *checks and balances* binnen de vennootschap”, en ook dat er ontwikkelingen zijn met betrekking tot *executive committees* en de *one tier board*. Er worden verschillende voorstellen gedaan om deze in de praktijk opgekomen ontwikkelingen te reflecteren in de nieuwe Code.
  - i. Met betrekking tot de bepaling aangaande diversiteit stelt de Commissie voor deze “breder te (blijven) trekken dan enkel het geslacht van de leden” en de bepaling uit te breiden naar het bestuur.
  - ii. ► Deze bepaling wordt niet uitgestrekt tot de *executive committee* hetgeen de vraag oproept of daarmee een oneigenlijke grond wordt gecreëerd voor de instelling daarvan.
- b. De commissie wijst op “de opkomst van nieuwe business modellen en technologische innovatie” waarmee commissarissen rekening hebben te houden. Tenminste één commissaris zou moeten beschikken over “specifieke deskundigheid inzake bestaande en toekomstige technologische innovatie en business modellen.”
  - i. ► De omschrijving van deze verplichte eigenschap is zo algemeen dat het al dan niet voldoen lastig zal zijn vast te stellen. Bij ondernemingen waar technologie en business model een prominente rol spelen bij de beleidsvorming, zou al moeten gelden dat de algemene geschiktheidseis van commissarissen kennis en kunde op deze terreinen omvat.
- c. Met betrekking tot de onafhankelijkheidseis aan commissarissen stelt de Commissie voor dat meerdere commissarissen “onafhankelijk” mogen zijn indien hun aantal de

- minderheid van de raad vormt en “onafhankelijk” alleen betekent dat zij een aandelenbelang hebben van 10% of meer.
- i. Bij familieondernemingen, en ook andere vennootschappen met aandeelhouders die een groot belang hebben, zal deze nieuwe bepaling een nuttige functie kunnen hebben.
  - ii. ► Gegeven het probleem van de informatie asymmetrie tussen bestuur en RvC is het echter de vraag of aan deze bepaling toegevoegd moet worden dat ook zij die niet aan de overige onafhankelijkheidscriteria voldoen in aanmerking moeten (kunnen) komen voor een plaats in de RvC waarbij als voorwaarde geldt dat de onafhankelijke leden de meerderheid dienen uit te maken.
- d. Benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen
- i. Het voorstel is de benoemingstermijn van commissarissen te bekorten tot – in beginsel – maximaal acht jaar (in plaats van twaalf jaar) en geen wijzigingen aan te brengen in de benoemingstermijn van bestuurders.
  - ii. Er bestaat spanning tussen dit voorstel en het uitgangspunt van de Commissie van meer focus op de lange termijn waardecreatie.
  - iii. Het is juist om te bevorderen dat het functioneren van (ook) de RvC en de individuele commissarissen kritisch wordt gevolgd en beoordeeld. Waar voor sommige commissarissen kan gelden dat een lange verbintenis met de onderneming leidt tot afname van het kritisch beoordelend vermogen, kan dat voor andere commissarissen precies andersom gelden.
  - iv. ► Het lijkt daarom effectiever om niet de benoemingstermijn van commissarissen te beperken tot acht jaar, maar de herbenoeming, en dus ook de tussentijdse beoordeling, van commissarissen te onderwerpen aan een kortere termijn dan de huidige termijn van vier jaar, bijvoorbeeld tot drie jaar.
  - v. ► Ten aanzien van bestuurders gelden vergelijkbare overwegingen, zij het in mindere mate.
- e. Met betrekking tot tussentijds aftreden wordt voorgesteld dat bestuurders en commissarissen aftreden “bij onvoldoende functioneren, structureel onverenigbaarheid van belangen of wanneer dit anderszins naar het oordeel van de raad van commissarissen is geboden”.
- i. Deze laatst genoemde grond voor (verplicht) aftreden gaat kennelijk uit van de werkgeversrol van de RvC die in de praktijk lijkt te bestaan of wordt aangenomen, maar waarvoor geen juridische grondslag bestaat bij het merendeel van de beursfondsen omdat deze geen structuurvennootschap zijn.
  - ii. ► Het verdient aanbeveling verduidelijking op te nemen waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen de formele bevoegdheden aangaande benoeming en ontslag van leden van de RvC en de daarvan afwijkende best practice bepalingen.
- f. Evaluatie van functioneren van bestuur en RvC
- i. Het voorstel is om het evaluatieproces te intensiveren.
  - ii. Bovendien dient de RvC verantwoording in zijn verslag op te nemen van het proces, inclusief “wat er is of wordt gedaan met de conclusies van de evaluaties”.
  - iii. ► Indien het gaat om een intensief evaluatieproces, waarbij met succes geleerde lessen zijn getrokken en toegepast, is het de vraag hoever de vereiste transparantie dient te gaan. Vertrouwelijke informatie dient vertrouwelijk te kunnen blijven.

## CULTUUR

- a. Zoals hiervoor aangegeven wordt terecht in het Voorstel voor herziening een nieuwe component toegevoegd door als thema nadruk te leggen op ‘cultuur’, zonder daarbij voor te schrijven wat daaronder verstaan zou moeten worden. Internationaal zal de Code hiermee voorop lopen.
  - iv. ► Ook dit laatste aspect onderstreept de aanbeveling tot terughoudendheid bij regulering door middel van een niet-bindende gedragscode.
  - v. ► De vertaling van het Nederlandse woord ‘cultuur’ naar het Engelse woord *culture* lijkt niet de lading van de Nederlandse term niet voldoende te dekken.

## 4. BELONINGEN: OPGESCHOOND EN VEREENVOUDIGD

- a. De hiervoor genoemde problemen van *alignment* van de belangen van bestuurders en aandeelhouders leiden tot heroverweging van de thans bestaande gedetailleerde voorschriften voor beloning van met name statutair bestuurders. Gekozen is voor vereenvoudiging van de bepalingen voor bestuurders en uitbreiding van de bepalingen voor commissarissen en het executive committee.
  - i. Met betrekking tot het bestuur stelt de Commissie: “De raad van commissarissen is hier verantwoordelijk voor.”
  - ii. Ook hier gaat de Commissie kennelijk uit van de werkgeversrol van de RvC die in de praktijk lijkt te bestaan of wordt aangenomen, maar waarvoor geen juridische grondslag bestaat bij het merendeel van de beursfondsen.
  - iii. ► Het verdient aanbeveling meer duidelijkheid aan te brengen in de verhoudingen die op vennootschapsrechtelijke gronden in acht genomen moeten worden bij de verdeling van taken en bevoegdheden tussen de aandeelhoudersvergadering, het bestuur en de RvC.
- b. Een ander nieuw element is dat beloning van commissarissen onder voorwaarden ook in aandelen kan plaatsvinden.
  - i. ► Bij deze nieuwe voorschriften ontbreekt een regeling aangaande (de verplichting tot) het aanhouden van uitgereikte aandelen (en opties?) in geval van een overname.

## 5. DE (ALGEMENE VERGADERING VAN) AANDEELHOUDERS

- a. Op dit moment spelen discussies en ontwikkeling met betrekking tot rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Het gaat om de Europese Richtlijn betreffende aandeelhoudersrechten, de positie van minderheidsaandeelhouders en beschermingsmaatregelen.
  - i. De Commissie stelt geen ingrijpende inhoudelijke wijzigingen voor en beperkt zich tot voorstellen van voornamelijk technische aard.
  - ii. De Commissie beveelt aan de mogelijkheden te verkennen van een *stewardship code*.
  - iii. ► In zekere zin geeft de Commissie een indicatie van de gewenste richting door te stellen: “Een betrokken en geïnformeerde deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering beschouwt de Commissie als voorwaarde voor een goede corporate governance van de vennootschap.”
  - iv. ► De vraag is of deze algemene stelling opgaat, bijvoorbeeld in het geval van institutionele (of andere) beleggers die kiezen voor een passief beleggingsbeleid.



- b. Met betrekking tot certificering als beschermingsmaatregel komt de Commissie terug op een eerder in de Code opgenomen bepaling dat certificering niet als beschermingsmaatregel maar slechts in het kader van aandeelhoudersabsenteïsme gehanteerd kan worden.
  - i. De Commissie stelt nu dat certificering juist wel als beschermingsmaatregel, en niet meer als bescherming tegen absenteïsme kan dienen.
  - ii. Het ook door de Commissie gesignaleerde verschijnsel dat aandeelhoudersvergaderingen steeds beter worden bezocht, betekent niet dat vennootschappen zich niet meer behoeven te beschermen tegen opportunistische besluitvorming in een vergadering waarin sprake is van absenteïsme en een met de belangen van de onderneming strijdig besluit wordt geforceerd door een minderheid van de kapitaalverschaffers. Het zich voordoen van een dergelijk verschijnsel is niet ondenkbaar, bijvoorbeeld wanneer sprake is van een opkomst van 60-70% en een besluit kan worden geforceerd door een – ter vergadering – aanwezige 30-35% minderheid van aandeelhouders.
  - iii. Het vennootschapsrecht laat toe dat certificering als beschermingsmaatregel wordt gehanteerd.
  - iv. ► De bepaling dat certificering niet als beschermingsmaatregel gehanteerd kan worden, dient te worden geschrapt.
- c. In het voorstel voor een gewijzigde tekst in de nieuwe Code wordt voorgeschreven dat het gebruik van certificering als beschermingsmaatregel dienstig dient te zijn aan lange termijn waardecreatie, dat het bestuur van het administratiekantoor het vertrouwen van de certificaathouders dient te genieten en dat certificaathouders de mogelijkheid hebben om kandidaten voor het bestuur aan te bevelen.
  - i. Het gaat hier om een ruime discretie om vorm te geven aan de beschermingsmaatregel waarbij de rol van de kapitaalverschaffer in aanmerkelijke mate wordt of kan worden teruggedrongen.
  - ii. ► Nadere analyse van dit voorstel wijst uit dat het in het verleden gerezen hoofdbezwaar tegen certificering als beschermingsmaatregel, namelijk het permanent onthouden van principieel aan kapitaalverschaffers toekomende zeggensmacht, niet wordt geadresseerd.
- d. In de huidige Code is opgenomen dat het bestuur van het administratiekantoor desgevraagd aan certificaathouders een onbeperkte stemvolmacht dient te verlenen. In boek 2BW is bepaald dat in bepaalde situaties een dergelijke volmacht verlening kan worden beperkt, uitgesloten of herroepen.
  - i. De Commissie meent dat de genoemde bepaling in de Code in strijd is met de genoemde wettelijke bepaling en stelt daarom voor de verwijzing naar de onbeperkte stemvolmacht te laten vervallen.
  - ii. ► Het is de vraag of deze interpretatie van de wettelijke bepaling door de Commissie juist is. Deze bepaling schrijft immers voor onder welke omstandigheden de volmacht kan worden beperkt maar lijkt de mogelijkheid van een onbeperkte volmacht open te laten.

## **6. VERDUIDELIJING VAN EISEN AAN DE KWALITEIT VAN DE UITLEG**

- a. de Commissie stelt dat vennootschappen en aandeelhouders en gedeelde verantwoordelijkheid hebben om zelfregulering volgens het 'pas toe of leg uit'-principe goed te laten werken.
- b. Ten aanzien van de naleving van de Code wordt bepaald dat het aan de

aandeelhouders is om het bestuur en de RvC over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen.

- c. Met betrekking tot de aandeelhouders wordt vermeld dat rating agencies en stemadviesbureaus zich een zorgvuldig oordeel dienen te vormen over de redengeving van elk van de afwijkingen van de best praktisch bepalingen.
- d. ► De in de Inleiding onder c. genoemde institutionele beleggers blijken de neiging hebben tot *box ticking*.

Van hen, en van bepaalde passieve beleggers, kan het gevraagde zorgvuldig oordeel over afwijkingen van de Code niet worden gevraagd, althans in de praktijk zal een aantal van deze beleggers zich aan deze bepaling weinig gelegen laten liggen.

**Dr. Daniëlle Melis MBA – Chair Nyenrode Corporate Governance Instituut**

*Daniëlle Melis is sinds 2009 verbonden aan Nyenrode Business Universiteit. Sinds 2013 is zij de Voorzitter van het Nyenrode Corporate Governance Instituut. Sinds 2004 is zij Academic Director van het Nyenrode New Board Program en lid van de Programma Advies Raad van de Nyenrode Commissarissen Cyclus. Zij doceert als Assistant Professor op het terrein corporate governance en capital markets. Haar promotieonderzoek richtte zich op de stewardship rol van aandeelhouders in de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen. Tussen 2010-2014 was zij nauw betrokken bij de nalevingsonderzoeken van Nyenrode in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance. Danielle is sinds 2014 lid van de RvT van SPMS. Zij was 15 jaar werkzaam in de bancaire sector en studeerde bedrijfseconomie aan de Katholieke Universiteit Tilburg.*

**Reactie op preambule en de rol van aandeelhouders**

**1. Inleiding**

Op grond van recente onderzoeken die Nyenrode Business Universiteit de afgelopen jaren uitvoerde in opdracht van de Monitoring Commissie (zie <http://www.commissiecorporategovernance.nl/rapporten>) en mijn promotieonderzoek (Melis, 2014) naar de rol van de aandeelhouder in corporate governance geef ik u graag onderstaand een aantal suggesties welke bij herziening van de preambule van de Code ter overweging zouden kunnen worden meegenomen. Mijn opmerkingen raken de context waarbinnen de Nederlandse Corporate Governance Code tot stand is gekomen. Het toetsen van de aannames op basis waarvan de Nederlandse Corporate Governance Code tot stand is gekomen, is nimmer onderwerp van (nalevings)onderzoek geweest. Tegelijkertijd draagt de Monitoring Commissie tevens de verantwoordelijkheid om de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen, onder meer door zich op de hoogte te stellen van internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance met het oog op convergentie van nationale Codes, als ook door het signaleren van leemtes of onduidelijkheden in de Code. Met name de aannames inzake de rol van aandeelhouders in corporate governance van Nederlandse vennootschappen vragen mijns inziens om een fundamentele herijking van een aantal principes, best practice bepalingen en uitgangspunten van de Code.

**2. De fundamentele aannames inzake corporate governance en de rol van de aandeelhouder zijn aan herziening toe**

De UK Stewardship Code (2010) was de eerste Code die zich specifiek op institutionele beleggers richtte en expliciet naar het concept van *'institutional investor stewardship'* verwees. Effectieve aandeelhoudersverantwoordelijkheid betekent volgens de UK Stewardship Code onder meer dat institutionele beleggers de ondernemingen waarin zij investeren (i) monitoren, (ii) gebruik maken van het stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders en (iii) met de beursgenoteerde ondernemingen waarin men investeert van gedachten wisselen over zaken als de bedrijfsstrategie, bedrijfsprestaties, risico's, de kapitaalstructuur en corporate governance, met inbegrip van de bedrijfscultuur en beloningsstructuur. Dit veronderstelt volgens de UK Stewardship Code, dat institutionele beleggers een constructieve dialoog aangaan met de ondernemingen over deze zaken, evenals over de kwesties die het directe onderwerp van stemming vormen tijdens algemene vergaderingen van aandeelhouders. Nederland kent (nog) geen separate Stewardship Code gericht aan institutionele beleggers die investeren in Nederlandse beursvennootschappen. De Nederlandse Corporate Governance Code beschrijft in hoofdstuk IV.4 de verantwoordelijkheden van aandeelhouders, institutionele beleggers in het bijzonder. De Commissie acht het op dit moment nog te vroeg om bij deze herziening ingrijpende inhoudelijke wijzigingen aan te brengen in de huidige Code ten aanzien van de verhouding van de vennootschap met de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Pas als de huidige discussies en ontwikkelingen (meer) zijn uitgekristalliseerd, kunnen naar de mening van de Commissie concrete voorstellen voor principes en best practice bepalingen worden uitgewerkt.



Bij een toekomstige herziening acht de Commissie het nuttig de mogelijkheden te verkennen om verantwoordelijkheden van aandeelhouders op te nemen in een stewardship Code. In dat voornemen zijn de volgende fundamentele aspecten ter overweging mee te geven.

### ***Wijdverspreid aandelenbezit en veronderstelde belangentegenstellingen***

Onderzoek naar de voorlopers van de moderne beursvennootschappen leert dat de aandeelhouders van (Nederlandse) beursgenoteerde ondernemingen – de ondernemingen waarop de Code van toepassingen is - kapitaal beschikbaar stelden in ruil voor dividend of potentiële vermogenswinsten. Er was behoefte aan een liquide markt waarop ze hun aandelen konden verhandelen ter bescherming van hun investeringen in de ondernemingen waaraan ze kapitaal verstrekten. In de loop der jaren groeiden beursvennootschappen langzaam uit tot ondernemingen met vooral wijdverspreid aandelenbezit. Aandeelhouders van ondernemingen die in toenemende mate werden gekenmerkt door dergelijk ‘verspreid aandeelhouderschap’ waren niet of nauwelijks geïnteresseerd in het dagelijkse management van de onderneming. Er ontstond een scheiding tussen eigendom (aandeelhouders) en macht (managers). Managers kregen meer macht om hun eigen belangen na te streven en aandeelhouders zochten naar een manier om hierin tegenwicht te bieden teneinde de belangen van de aandeelhouders te waarborgen. Het principe van scheiding van eigendom en macht, leidden tot de eerste governance-mechanismen ter waarborging van het systeem van ‘checks and balances’: ten eerste de rol van een ‘board’ die toezicht houdt ten behoeve van aandeelhouders in ondernemingen met wijdverspreid aandeelhouderschap; ten tweede het fiduciair recht.

De agency-theorie is nog steeds het meest dominante theoretische paradigma in de discussie rond corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen. Ook de agency-theorie gaat namelijk uit van de mogelijkheid dat managers hun beslissingsbevoegdheid ten nadele van de aandeelhouders in ondernemingen aanwenden. De agency-theorie (oorspronkelijk een vermogensstructuur theorie) ziet de onderneming als een samenhang van contractuele overeenkomsten (*nexus of contracts*). De theorie stelt dat, uitgaande van een samenhang van overeenkomsten, het concept van eigendom een irrelevant concept is. Agency theoretici veronderstellen dat managers en aandeelhouders de normatieve aspecten van de contractuele overeenkomsten zelf kunnen vaststellen. Leidinggeven aan de onderneming (managers) en risico dragen (aandeelhouders) zijn losstaande concepten en aandeelhouders zijn volgens deze theorie niet geïnteresseerd in het managen van een onderneming. De agency-theorie gaat uit van het feit dat aandeelhouders ‘*residual claimants*’ zijn. De theorie veronderstelt een recht van aandeelhouders om te stemmen als wettelijke bescherming van een achtergestelde vordering en ziet geconcentreerd eigendom als een middel om dit wettelijke recht te verdedigen. Het stemrecht wordt niet expliciet verondersteld een instrument te zijn dat aan aandeelhouders wordt aangereikt om een verantwoordelijkheid op zich te nemen voor de waarborging van de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen.

Dit dominante theoretisch perspectief biedt een interessante beschouwing op een bekende uitspraak in 2010 dat institutionele beleggers als ‘*absentee landlords*’<sup>10</sup> zouden hebben gehandeld in diverse gevallen van falend ondernemingsbestuur de afgelopen decennia. Institutionele beleggers werden bekritiseerd en opgeroepen om meer betrokken te zijn bij ‘*companies they own*’. Echter, volgens dit theoretisch perspectief zijn institutionele beleggers geen eigenaar van ondernemingen. Ze zijn ‘slechts’ de eigenaar van, of beheerder van, aandelen in beursgenoteerde ondernemingen. Een oproep aan aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen met een wijdverspreid aandeelhouderschap om zich meer betrokken te tonen bij deze ondernemingen waarvan zij verondersteld worden het ‘eigendom’ te hebben, is vanuit het perspectief van de agency-theorie bezien onjuist. De agency theorie onderschrijft niet het concept dat aandeelhouders hun rechten op *verantwoordelijke* wijze zouden moeten gebruiken. Het hanteren van de agency-theorie als het meest dominante theoretische paradigma in de discussie rond corporate governance enerzijds *en* het voorschrijven aan aandeelhouders (in het bijzonder institutionele beleggers) om op te treden als ‘stewards’ met betrekking tot de corporate governance van de beursgenoteerde onderneming waarin ze investeren, is – vanuit het perspectief van de agency-theorie – fundamenteel met elkaar in tegenspraak. De stakeholder-theorie wordt vaak genoemd als alternatief voor de agency-theorie.

---

<sup>10</sup> Lord Myners

De stakeholder-theorie biedt slechts een ander perspectief op de rol van *managers*, maar niet zozeer op de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen. De stakeholder-theorie gaat er vanuit dat een aandeelhouder ‘slechts’ een van de stakeholders is en zet vraagtekens bij het primaat van de aandeelhouder als belangrijkste stakeholder. De resource dependency-theorie, daarentegen biedt wel een ander perspectief op de rol van de aandeelhouder in de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen. De theorie wordt met name gebruikt in onderzoek naar de samenstelling van ‘boards’ en bestuurlijke onafhankelijkheid. Aandeelhouders zijn volgens dit paradigma leveranciers van een belangrijke resource die van cruciaal belang is voor de continuïteit van de onderneming op lange termijn, namelijk aandelenkapitaal. Deze theorie veronderstelt dat aandeelhouders, als leverancier van een bepaalde resource, zich bewust dienen te zijn van financieringsalternatieven die de beursgenoteerde onderneming ter beschikking staan (schuld, private equity), evenals het relatieve belang van deze alternatieven voor de onderneming. Op grond van de resource dependency-theorie is de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen dus niet beperkt tot het nastreven van het eigen belang (aandeelhouderswaarde maximalisatie), maar dienen aandeelhouders zich bewust zijn van de context waarin dit eigen belang wordt gediend, namelijk de financieringscontext van de onderneming. De resource dependency-theorie biedt daarmee een ander theoretisch paradigma waarin *social context* een relevante factor is, echter veronderstelt niet dat aandeelhouders een nadrukkelijke *verantwoordelijkheid* hebben om op te treden als stewards met betrekking tot de corporate governance van de beursgenoteerde onderneming waarin ze investeren. Ook de aannames ten aanzien van de rol van aandeelhouders in ondernemingen volgens de resource dependency-theorie, onderschrijven daarmee niet het concept van stewardship van institutionele beleggers zoals voorgeschreven door een corporate governance code.

De stewardship-theorie gaat uit van een geheel andere werkelijkheid, een paradigma dat wellicht voor sommige beursvennootschappen (die met geconcentreerd aandelenbezit, of waar een groot belang in de vorm van familiekapitaal aanwezig is) beter aansluit bij de werkelijkheid van deze beursvennootschap. In dit paradigma is sprake van wederzijds *vertrouwen* tussen managers en aandeelhouders in plaats van *wantrouwen*, dat managers het collectieve belang van de aandeelhouders en de onderneming zullen dienen. Aandeelhouders worden verondersteld een wederzijdse *verdragsrelatie* te hebben met de (managers van de) onderneming waarin ze investeren. Deze impliciete verdragsrelaties tussen managers en aandeelhouders zijn van groter belang dan expliciete contractuele afspraken over incentives en straffen. Deze theoretische stroming gaat uit van de aanwezigheid van intrinsieke waardesystemen en morele drijfveren in het gedrag van zowel managers als aandeelhouders naast het louter hebben van contractuele afspraken. In het wetenschappelijke debat over de rol van aandeelhouders bij corporate governance wordt nog maar zelden naar de stewardship-theorie verwezen. De aannames ten aanzien van de rol van aandeelhouders volgens dit theoretische perspectief lijken echter in tegenstelling tot de dominante agency-theorie, wel te onderschrijven dat aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, een stewardship verantwoordelijkheid hebben voor de corporate governance van ondernemingen.

Samenvattend, een vergelijkende analyse van de rol van aandeelhouders volgens de ‘heersende economische theorieën’, leidt tot de conclusie dat het concept *‘institutional investor stewardship’* niet wordt onderschreven vanuit het dominante (economisch) theoretisch perspectief van de agencytheorie. Het alternatieve theoretische paradigma van de stewardship theorie lijkt het concept *‘institutional investor stewardship’* wel te onderschrijven, echter is op dit moment nog niet leidend in de discussie rondom de rol van aandeelhouders in corporate governance. Uit de analyse van de specifieke tekst van de Nederlandse Corporate Governance Code valt af te leiden dat ook in de Nederlandse Corporate Governance Code de rol van de aandeelhouder is gebaseerd op veronderstellingen die zijn afgeleid van de agency-theorie. Deze overheersende focus op de agency-theorie is terug te vinden in de Preamble van de Nederlandse Corporate Governance Code. De Preamble stelt bijvoorbeeld dat aandeelhouders [als principalen] bij hun handelen in beginsel hun *eigen belangen* mogen nastreven, binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Er bestaat echter het gevaar van *spanning* tussen deze belangen van aandeelhouders als principalen enerzijds en de Raad van Commissarissen anderzijds.

De Preamble stelt voorts dat genoemde uitgangspunten spanning met zich mee kunnen brengen tussen enerzijds het bestuur en de raad van commissarissen, die het belang van de vennootschap behoren te dienen en daarover verantwoording afleggen aan de algemene vergadering, en anderzijds aandeelhouders, die in principe hun eigen belangen mogen nastreven. Doordat de agency-theorie als heersend theoretisch paradigma wordt aangenomen, leidt het voorschrijven van *'institutional investor stewardship'* in de Nederlandse Corporate Governance Code en de monitoring van deze verantwoordelijkheid, enerzijds tot een inconsistentie in de aannames van de Code ten aanzien van de rol van aandeelhouders (in de Preamble) en anderzijds tot inconsistentie tussen de aannames en het voorschrijven van aandeelhoudersgedrag op basis van best practices. De Preamble gaat namelijk uit van de keuzevrijheid van aandeelhouders om hun eigen belangen na te streven. De principes en best practices in hoofdstuk IV.4 schrijven gewenst gedrag voor dat gemonitord wordt en waarover institutionele beleggers geacht worden verantwoording af te leggen (*'comply or explain'*). Gezien deze keuzevrijheid als fundamentele aanname, kan alle voorgeschreven gedrag (met een wettelijke verankering en monitoring) als weinig meer dan een aanmoediging worden gezien. Het voorschrijven, monitoren en verantwoording afleggen over dergelijk gedrag op basis van criteria zou – in de context van de veronderstelde keuzevrijheid – vanuit theoretisch perspectief niet realistisch zijn.

Bij het maken van de expliciete keuze ten aanzien van het *wel* voorschrijven van stewardship van institutionele beleggers zou de veronderstelling van 'keuzevrijheid van aandeelhouders' in twijfel moeten worden getrokken. Dan zou de onderliggende aanname in lijn met de agency-theorie, die veronderstelt dat aandeelhouders in beginsel hun eigen belangen mogen nastreven, echter niet realistisch zijn. De best practices ten aanzien van verantwoordelijkheden van aandeelhouders, en institutionele beleggers in het bijzonder, gaat impliciet uit van de veronderstelling van een gedeelde verantwoordelijkheid van aandeelhouders en managers om het succes op lange termijn van ondernemingen te dienen. Daarnaast houdt het voorschrijven van stewardship van institutionele beleggers impliciet in dat (i) aandeelhouders verondersteld worden om gelijke belangen te hebben die niet in hoge mate conflicteren met die van de managers van de onderneming, en (ii) aandeelhouders verondersteld worden te handelen op basis van een gedeelde verantwoordelijkheid (die per definitie in lijn is met het handelen uit eigenbelang). Dit zou kunnen betekenen dat de aannames ten aanzien van de rol van aandeelhouders in de Preamble van de Code, vanuit theoretisch perspectief juist vragen om een fundamentele beschouwing op basis van het gedachtegoed van de stewardship-theorie.

### ***Nederlandse beursvennootschappen hebben een internationale aandeelhouderspopulatie***

Naast deze belangrijke analyse vanuit theoretisch perspectief is de stewardship rol van institutionele beleggers zoals beschreven in de Code mogelijk vanuit juridisch perspectief nog steeds inconsistent. Ik concludeer dat niet alleen de wetenschap ten aanzien van corporate governance nog altijd voornamelijk uitgaat van de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de agency-theorie. Het ondernemingsrecht gaat eveneens in essentie uit van het bestaan van een agency-relatie tussen managers en aandeelhouders. Het ondernemingsrecht *faciliteert* aandeelhouders bij de uitoefening van wettelijke aandeelhoudersrechten, maar schrijft aandeelhouders niet voor of en hoe zij deze rechten op *verantwoordelijke* wijze dienen te gebruiken. Hoewel het ondernemingsrecht geen *'institutional investor stewardship'* voorschrijft, kan het aandeelhouders wel de mogelijkheid bieden of belemmeren. Internationaal geaccepteerde overkoepelende principes trachten beleggers in hun rol als steward te begeleiden en moedigen institutionele beleggers aan om hun verantwoordelijkheden te nemen ten aanzien van de ondernemingen waarin ze investeren. De Principles onderkennen wel degelijk dat institutionele beleggers deze verantwoordelijkheid ten aanzien van de corporate governance van ondernemingen alleen nemen in zover dit aansluit bij hun primaire fiduciaire verantwoordelijkheid (de verantwoordelijkheid om de waarde voor hun achterliggende begunstigden te vergroten) en voor zover verschillen tussen wettelijke kaders [en lokale corporate governance systemen] hen faciliteren om deze verantwoordelijkheid op zich te nemen.

In de praktijk blijkt dat de specifieke kenmerken van de afzonderlijke corporate governance-systemen van elkaar verschillen. Zo kennen we het *'stakeholder oriented'* model van Nederland, het *'shareholder oriented'* model van het Verenigd Koninkrijk en het *'board centered'* model van de Verenigde Staten.

Elk corporate governance systeem biedt een ander perspectief op het belang van de rol van aandeelhouders in de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen. Institutionele beleggers die wereldwijd beleggen hebben bovendien een ‘bias’ voor nationale kaders, zo blijkt uit wetenschappelijk onderzoek. Buitenlandse institutionele beleggers, die een aanzienlijk deel van de aandelen van Nederlandse AEX vennootschappen in bezit hebben of beheren, zullen derhalve ten aanzien van de rol van aandeelhouders met betrekking tot de corporate governance van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen deze rol van aandeelhouders derhalve bezien in de context van het corporate governance-systeem van de ‘thuis’-jurisdictie. Voor de meerderheid van buitenlandse institutionele beleggers zal dit het corporate governance-systeem van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten zijn. De algemene kenmerken van de corporate governance-systemen van deze jurisdicties wijken af van die van het Nederlandse corporate governance-systeem.

Hoewel elk van de wettelijke kaders wellicht de mogelijkheid zou kunnen of moeten bieden voor de facilitering van stewardship van institutionele beleggers, is er wat betreft de mate waarin en wijze waarop dat geëffectueerd wordt sprake van verschillen. Een land-specifieke aanpak van het voorschrijven van stewardship van institutionele beleggers zoals die wordt gehanteerd door de Nederlandse Corporate Governance Code, uitgaande van één wettelijk kader, en waarbij sprake is van een hoge mate van buitenlands aandelenbezit, leidt in mijn ogen tot de observatie dat het concept ‘*institutional investor stewardship*’ zoals voorgeschreven door de Nederlandse Corporate Governance Code vanuit internationaal perspectief niet in voldoende mate en op consistente wijze wordt onderschreven.

Het voorschrijven van gewenst “stewardship gedrag” door institutionele beleggers ten aanzien van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in een lokale corporate governance-code, zonder specifiek inzicht in de onderliggende contractueel overeengekomen fiduciaire verantwoordelijkheden van institutionele beleggers en de referentie naar de van toepassing zijnde andere rechtssysteem in de desbetreffende jurisdictie, maakt het voorschrijven van dit concept in de Nederlandse Corporate Governance Code mijn inziens niet realistisch.

### ***Homogene aandeelhouders bestaan niet***

In het voorschrijven van gewenst gedrag voor aandeelhouders sprake is van een veronderstelling van homogeniteit van institutionele beleggers. De praktijk van stewardship door institutionele beleggers verschilt echter per institutionele belegger aanzienlijk, al naar gelang de *beleggersspecifieke* kenmerken, *emittentspecifieke* kenmerken en *marktspecifieke* kenmerken. Institutionele beleggers zijn op basis van hun specifieke kenmerken heterogeen van karakter. Stewardship van institutionele beleggers zoals voorgeschreven door lokale corporate governance-codes zoals de Nederlandse Corporate Governance Code houdt geen rekening met deze heterogeniteit van institutionele beleggers, noch van emittenten, noch van specifieke marktkenmerken. De Nederlandse Corporate Governance Code verwijst naar het concept van aandeelhouders (of institutionele beleggers) zonder de verschillen in hun ‘*practices*’ expliciet te onderkennen. De Code maakt geen onderscheid tussen specifieke beleggerskenmerken (actieve beleggers, passieve beleggers, beleggers met kleine wijdverspreide belangen, of juist met geconcentreerde portefeuilles), emittentkenmerken (vennootschappen met grote familiebelangen of blockholders, vennootschappen met een grote kapitaalbehoefte of juist met een stabiele kapitaalbehoefte; vennootschappen met een internationale aandeelhouderspopulatie of juist een Nederlandse, grote vennootschappen of kleine aan de beurs genoteerde ondernemingen) of marktkenmerken waarmee zowel Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers te maken hebben (dual listings). Het oproepen van *alle* aandeelhouders (o.a. ‘Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering’ – principe 4.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code) om als stewards op te treden, leidt tot de observatie dat vanuit bestaand empirisch perspectief het concept ‘*institutional investor stewardship*’ niet per definitie door *alle* institutionele beleggers als zodanig wordt onderschreven.

***Durven we de aannames waarop de Code is gebaseerd te heroverwegen?***

Concluderend kan gesteld worden dat *'institutional investor stewardship'* met betrekking tot de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen zoals voorgeschreven door de Nederlandse Corporate Governance Code vanuit theoretisch, juridisch en empirisch perspectief laat zien dat sprake is van (i) een dominantie van leidend theoretisch paradigma die niet in alle Nederlandse beursvennootschappen de realiteit reflecteerd, (ii) een dominante landen-specifieke focus op het Nederlandse corporate governance systeem terwijl de aandeelhouderspopulatie van Nederlandse beursvennootschappen er een is die bestaat uit global investors, (iii) een gebrek aan onderkenning van heterogeniteit van institutionele beleggers. In lijn met het langzame tempo waarop institutionele beleggers hun stewardship-verantwoordelijkheid op zich lijken te nemen<sup>11</sup>, concludeer ik dat een fundamentele heroverweging van de aannames achter *'institutional investor stewardship'* met betrekking tot de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen zoals voorgeschreven door de Nederlandse Corporate Governance Code, alsmede een uitgebreider begrip van en inachtneming van de drijfveren van stewardship van institutionele beleggers, moet gaan bijdragen aan het vergroten van het realiteitsgehalte van *'institutional investor stewardship'* in corporate governance-codes in Nederland en wereldwijd.

Op mijn promotieonderzoek (Melis, 2014) concludeerde ik dat het voorschrijven van de rol van zowel Nederlandse als buitenlandse institutionele beleggers als stewards die samen met de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen verantwoordelijk zijn voor het waarborgen van de corporate governance bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waarin ze investeren, een geïntegreerde en meer holistische herbeoordeling van de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de Nederlandse Corporate Governance Code, alsmede een heroverweging van de voorgeschreven best practices gericht aan institutionele beleggers in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, vereist. Stewardship gedrag van institutionele beleggers ten aanzien van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zoals voorgeschreven door de Nederlandse Corporate Governance Code is in mijn ogen een mythe, een op brede schaal gedeelde doch misplaatste veronderstelling dat institutionele beleggers door het voorschrijven van verwacht gedrag, in hun verantwoordelijkheid ten aanzien van de ondernemingen waarin ze investeren kunnen worden aangezet tot het waarborgen van effectieve corporate governance om zowel nu als in de toekomst bij te dragen aan het succes van de ondernemingen op de lange termijn.

Het voorschrijven van gedrag op basis van best practices aan aandeelhouders, en institutionele beleggers in het bijzonder, is gebaseerd op de veronderstelling dat aandeelhouders en managers een *gedeelde* verantwoordelijkheid hebben om bij te dragen aan het succes van de onderneming op de lange termijn, waarbij de primaire verantwoordelijkheid bij de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van de onderneming ligt, dat bestuur respectievelijk toeziet op de activiteiten van het management; beleggers die in de onderneming investeren roepen het bestuur ter verantwoording voor de naleving van zijn verantwoordelijkheden (UK Stewardship Code (2012), p. 1), of zoals de Nederlandse Corporate Governance Code (2009), p. 6) het stelt: 'Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn'. Het voorschrijven van de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers houdt in dat (i) aandeelhouders verondersteld worden *gelijke belangen te hebben die niet in hoge mate conflicteren* met die van de managers van de onderneming, en dat (ii) aandeelhouders worden geacht te handelen op basis van deze *gedeelde verantwoordelijkheid (in plaats van hun eigenbelang)*. Uiteindelijk zijn het de relatieve financiële prestaties van institutionele beleggers ten behoeve van achterliggende begunstigden (de gepensioneerden, de verzekerden, de beleggers) die vooralsnog leidend zijn in de overwegingen van institutionele beleggers aangaande stewardship gedrag. Als stewardship van institutionele beleggers kan bijdragen aan betere rendementen (op de langere en korte termijn), zullen beleggers hun 'gedeelde verantwoordelijkheid' (of liever de investeringskans op beter rendement) voor hun rekening nemen.

---

<sup>11</sup> OECD (2012)

Zo niet, dan zal stewardship van institutionele beleggers institutionele beleggers een ‘gok’ (Heineman & Davis, 2011) blijken van de regelgevers, beleidsmakers en beroepsbeoefenaars in hun zoektocht naar een manier om corporate governance te bevorderen, het vertrouwen te herstellen in het wereldwijde kapitalistische systeem dat nog altijd de grootste motor van welvaart is, en beursgenoteerde ondernemingen op succesvolle wijze door de toekomst te loodsen. De sleutel voor een effectievere rol van de aandeelhouders in corporate governance ligt in het onderkennen van deze fundamentele drijfveer, te weten de uiteindelijke begunstigden voor wie institutionele beleggers die stemmen, die dialogen voeren, of hun aandelen kopen en verkopen, acteren.

### **3. Een aantal aannames uit de Preambule uitgelicht**

Aannames zoals deze zijn beschreven in de Code 2008 in de preambule, zijn voor een belangrijk deel onveranderd gebleven in het Voorstel voor Herziening, welke een fundamentele heroverweging verdienen.

#### *De juridische aandeelhouder en de economisch gerechtigde*

Wanneer in de Code gesproken wordt over de aandeelhouders dan dient bedacht te worden dat ‘de’ aandeelhouder niet bestaat. De aard en omvang van aandeelhouders verschilt en de belangen van institutionele beleggers zijn anders dan de belangen van kleine, veelal particuliere beleggers. Het vaststellen van de juridische bevoegdheid tot het uitbrengen van de stem kan heel lastig zijn. Hoewel het belang in het aandeel economisch aan de uiteindelijke belegger moet worden toegerekend staat daarmee nog niet vast wie juridisch, naar het recht dat toepasselijk is op elk van de partijen die het aandeel als fondsbeheerder of bewaarder houden, aangemerkt moet worden als de stemgerechtigde aandeelhouder. Zowel wereldwijd als op regionaal niveau zijn harmoniseringinitiatieven ontplooid, maar dit is een weerbarstig proces.

#### *De definitie van ‘institutionele belegger’*

De principes genoemd in de Code waarin de verantwoordelijkheden van aandeelhouders zijn beschreven, veronderstellen een eenduidige definitie van het begrip aandeelhouder in het algemeen en institutionele belegger in het bijzonder. Maar wie vallen nu eigenlijk onder het begrip ‘institutionele belegger’? De Code, die de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers beschrijft enerzijds en het wettelijk kader, welke de wettelijke verplichtingen van diezelfde institutionele beleggers beschrijft anderzijds, zijn hierin niet eenduidig. Maatgevend voor de Code is dat institutionele beleggers achterliggende begunstigden kennen, ofwel een ‘achterban’. Genoemd kunnen worden pensioenfondsen, beleggingsinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders<sup>12</sup>. De wettelijke definitie van institutionele belegger zoals omschreven in artikel 1:1 Wet op het Financieel Toezicht (hierna: Wft) luidt anders. Vermogensbeheerders nemen in toenemende mate de rol van actief aandeelhouder namens hun cliënten op zich, terwijl op grond van de Wft (art 5:86 Wft) de klanten van deze vermogensbeheerder, bijvoorbeeld het betreffende pensioenfonds dat zijn vermogen heeft uitbesteed, zelf een wettelijke verplichting hebben om over naleving en principes van de Nederlandse Corporate Governance Code mededeling te doen. De vraag is dan: wie is in geval van uitbesteding van het vermogensbeheer nu eigenlijk de institutionele belegger zoals bedoeld in hoofdstuk IV van de Nederlandse Corporate Governance Code? De vermogensbeheerder of de klant voor wie de vermogensbeheerder het vermogen beheert? In hoeverre kan de Code beiden als institutionele belegger beschouwen? De Code is onduidelijk over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders, of tussen vermogensbeheerders en de zogenaamde ‘asset owners’, de pensioenfondsen, of uiteindelijk de ultieme begunstigden. Er bestaat onvoldoende inzicht in de terzake gemaakte afspraken tussen deze partijen.

#### *Het oogmerk van de aandeelhouder: lange termijn samenwerking en/of beleggingsrendement en liquiditeit*

De Code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen.

---

<sup>12</sup> De Monchy, C.W. e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers, 2009.

De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de Raad van Commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. In hoeverre is sprake van spanning tussen enerzijds het zijn van belegger (gericht op realiseren van een beleggingsrendement bij een bepaald risicoprofiel en mate van liquiditeit in de beleggingsportefeuille) en anderzijds het zijn van een betrokken aandeelhouder met een lange termijn betrokkenheid in beursvennootschappen? En als er sprake is van spanning tussen deze beide uitgangspunten, welk uitgangspunt is leidend? Een volgende vraag in dit kader is: wordt betrokken aandeelhouderschap ingegeven door een op voorhand bestaande visie dat men als institutionele belegger een lange termijn samenwerkingsverband aan wil gaan? Of, wordt de ‘shareholder engagement’ pas serieus opgepakt als geen beter rendement kan worden gerealiseerd door ‘met de voeten te stemmen’, bijvoorbeeld bij het ontbreken van voldoende liquiditeit? Hoe is de samenwerking tussen portfoliomanagers enerzijds en corporate governance afdelingen – voor zover aanwezig – anderzijds? De Code gaat uit van een lange termijn samenwerkingsverband tussen vennootschap en belegger. De mate waarin dit voor institutionele beleggers als aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen lange termijn betrokkenheid als uitgangspunt geldt, is niet in de Code onderkend.

*Het afleggen van ‘verantwoording’: beursvennootschappen versus institutionele beleggers*

De principes in de Code kunnen worden opgevat als breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance. De principes zijn uitgewerkt in concrete best practice bepalingen. Deze bepalingen creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders, commissarissen én aandeelhouders. Zij geven de nationale ‘best practice’ weer en kunnen worden opgevat als een nadere invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance. *Beursvennootschappen* kunnen hiervan afwijken. Afwijkingen kunnen onder omstandigheden gerechtvaardigd zijn. De vennootschap vermeldt elk jaar in haar jaarverslag op welke wijze zij de principes en best practice bepalingen van de Code in het afgelopen jaar heeft toegepast en zet, indien van toepassing, zorgvuldig gemotiveerd uiteen waarom een bepaling niet is toegepast. Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de Raad van Commissarissen over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen. De Code uit 2003 is bij algemene maatregel van bestuur van 30 december 2004 aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Dit houdt in dat beursvennootschappen sinds 1 januari 2004 verplicht zijn in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de Code en daarbij gemotiveerd opgave dienen te doen over de tot het bestuur en de Raad van Commissarissen gerichte principes en best practice bepalingen die niet worden toegepast. De wettelijke vereisten die aan deze corporate governance verklaring worden gesteld worden ter uitvoering van Europese (jaarverslaggevings)richtlijnen uitgebreid.

Maar hoe werkt dit mechanisme van verantwoording voor de principes en best practice bepalingen gericht tot de aandeelhouders van de beursvennootschappen en in het bijzonder de institutionele beleggers? Sinds 1 januari 2007 zijn Nederlandse *institutionele beleggers* op grond van artikel 5:86 Wft verplicht in hun jaarverslag of op hun websites mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes of best practice bepalingen. Volgens de Code handelen institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben institutionele beleggers een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen. Maar wie roept de institutionele belegger ter verantwoording over niet-naleving van de op hen toepasselijke principes en best practice bepalingen, zoals aandeelhouders het bestuur en de Raad van Commissarissen over de naleving van de hoofdstukken 1, 2 en 3 van de Code ter verantwoording kunnen roepen? *‘Who monitors the monitor?’* De achterliggende begunstigden of beleggers?

Voorgenoemde verplichting wordt welbewust niet door een toezichthouder (zoals de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) of De Nederlandsche Bank (hierna: DNB)) gehandhaafd<sup>13</sup>. Handhaving dient primair plaats te vinden door achterliggende begunstigen van institutionele beleggers, bijvoorbeeld de particulier die zijn pensioen bij het betreffende pensioenfonds heeft ondergebracht. De in de Wet opgenomen verankering van de Nederlandse Corporate Governance Code versterkt de positie van de achterliggende begunstigen. Maar nemen de achterliggende begunstigen ook bewust deze positie in? De AFM heeft als gevolg van deze civielrechtelijke wijze van handhaving geen taak ten aanzien van het toezicht op de naleving van deze verplichting. Bestaat er voor institutionele beleggers dan eigenlijk een 'incentive' of een 'sanctie' op 'niet-naleving'? Onderzoek naar de mate waarin en wijze waarop achterliggende begunstigen van institutionele beleggers handhaving van de Code monitoren, alsmede onderzoek naar expliciete en impliciete incentives en sancties voor institutionele beleggers in geval van niet-naleving, vallen beide buiten het bereik van ons onderzoek, maar verdienen nader onderzoek.

*De Algemene Vergadering van Aandeelhouders: zinnvolle beraadslaging of formaliteit?*

In de Code is opgenomen dat 'goede corporate governance een volwaardige deelname veronderstelt van aandeelhouders aan de besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De vennootschap stelt, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid op afstand te stemmen en met alle (andere) aandeelhouders te communiceren. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de Raad van Commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van 'checks and balances' in de vennootschap. Besluiten van het bestuur over een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders onderworpen'. Op grond van onderzoek is het aannemelijk dat ten aanzien van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een verschil bestaat tussen de juridische werkelijkheid en de werkelijkheid van de beleggers. Vanuit juridisch perspectief geldt: er is een stem of een stemvolmacht nodig op de vergadering om de vergadering te laten besluiten. En besluiten worden genomen nadat deliberatie heeft plaatsgevonden. *Besluitvorming is de vrucht van gedachtewisseling ter vergadering*' (HR 15 juli 1968, NJ1969,101 Wijsmuller). In dit arrest is opgenomen: '... bij besluitvorming door een meerhoofdig orgaan van een rechtspersoon moet het besluit tot stand komen als vrucht van overleg van alle leden van dat orgaan, die, na daartoe in de gelegenheid te zijn gesteld, aan dat overleg wensen deel te nemen'. In werkelijkheid lijkt de stemming vooraf te zijn bepaald door stemvolmachten, 'proxies', die niet de vrucht zijn van gedachtewisseling in de vergadering, maar van besluitvorming voorafgaand aan de vergadering, of op zijn best de vrucht van de gedachtewisseling vóór de vergadering. De communicatie tussen de beleggers en de ondernemingsleiding vóór de vergadering lijkt belangrijker, omdat op basis van die communicatie de aandeelhouders (beleggers) hun proxy bepalen en op basis van die proxy er een besluit tot stand komt. Dit is niet de heersende opvatting: die is dat de besluitvorming in beginsel ter vergadering plaatsvindt. In werkelijkheid lijkt de besluitvorming zijn grondslag te hebben in de vertrouwelijke dialoog en meningsvorming voorafgaand aan de vergadering. De vraag of de Algemene Vergadering van Aandeelhouders nog steeds een zinnvolle beraadslaging is of een formaliteit, verdient nader onderzoek en zou bij een volgende herziening tot aanpassingen in de Code moeten leiden.

---

<sup>13</sup> Eumedion schreef op 2 juni 2006 een brief aan de Tweede Kamer. De brief bevatte commentaar op het wetsvoorstel betreffende introductie van publiek toezicht op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Dit wetsvoorstel werd op 8 juni a.s. door de Tweede Kamer besproken. Volgens Eumedion bood het wetsvoorstel de AFM een opening om de motivering van eventuele afwijkingen op deugdelijkheid te toetsen. Eumedion was hier op tegen. "De vormgeving en uitvoering van corporate governance (de implementatie van de Code Tabaksblat daarbij inbegrepen) is primair een zaak tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders", aldus Eumedion.



**Mr. Herman Mulder – Executive Lecturer Nyenrode Business Universiteit**

*Herman Mulder is penningmeester van de Vereniging Worldconnectors en bestuursvoorzitter van het True Price Foundation (die aandacht heeft voor EP&L, SP&L en reële prijzen) bestuurslid van NCP-NL (OECD richtlijnen voor internationale organisaties), Global Reporting Initiative (GRI) en het International Institute of Governance & Leadership (IIGL) en tevens ook lid van de Raad van Advies bij The Economics of Ecosystems & Biodiversity (TEEB). Hij is jurylid voor de VBDO Sustainable Supply Chain Award (sinds 2007), ambassadeur voor de International Integrated Reporting Council (IIRC) en adviseur voor de Natural Capital Coalition (NCC). Herman Mulder was o.a. Senior Executive Vice President Group Risk Management bij de ABN AMRO (1998-2006), hoofd Global Structured Finance (1995-1998) en de initiatiefnemer van de Equator Principles (2002/2003: de eerste vrijwillige, wereldwijde sector code op milieu- en sociale kwesties voor de financiële sector).*

## **1. Algemeen**

De huidige Code en de nieuw voorgestelde zijn van toepassing op Nederlandse beursvennootschappen en bevatten principes en best practice bepalingen voor de governance van deze beursvennootschappen en de verantwoording daarover richting aandeelhouders. De naleving van de huidige Code Frijns nadert, op basis van het Rapport van de Commissie Monitoring over het boekjaar 2014, de 100% en is een belangrijke richtsnoer geworden voor aandeelhouders, bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen.

De Code is zelf-regulering, het is een document van de “markt”. De partijen waar de Code zich op richt zijn bestuurders (RvB, directie), commissarissen en aandeelhouders. De “schragende” partijen van de Code zijn: Eumedion, Euronext, Vereniging van Effectenbezitters, Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen, VNO-NCW; voorts FNV en CNV.

Gezien het belang van de OESO Richtlijnen voor MNO's (waartoe bijna alle beursfondsen behoren) voor het ondernemingsbeleid en evenzeer in het kader van de in ontwikkeling zijnde Sector Covenanten, op initiatief van het Kabinet, is het gewenst dat de NCP-NL een oordeel geeft over het Voorstel, althans voorzover deze binnen het kader van de verantwoordelijkheid en missie van het NCP-NL vallen.

## **2. Inhoud**

De Commissie heeft zich bij de herziening van de Code Frijns ten doel gesteld ontwikkelingen rondom actuele corporate governance vraagstukken een plaats te geven in Principles en Best Practices. Goede corporate governance verlangt, naar haar oordeel, dat zeven thema's bijzondere aandacht vragen: lange termijn waardecreatie (Principe 1.1), verstevigen risicobeheersing (Principe 1.2), effectief bestuur en toezicht (Principe 2), cultuur (Principe 2.5), beloningen (Principe 3), de relatie met aandeelhouders (Principe 4), alsmede de daarbij behorende kwaliteit van uitleg en verantwoording (Principes 1.1, 1.4 en 4.2). Naleving van de Code is gebaseerd op het “pas toe of leg uit (waarom niet)“-principe.

Bij het formuleren van de voorstellen heeft de Commissie zich rekenschap gegeven van alle wensen die zij van de “schragende” partijen en andere belanghebbenden heeft ontvangen en de actuele ontwikkelingen in nationale en internationale context. De blik van de Commissie is, in haar eigen bewoordingen, “op de toekomst gericht”.

In het laatste verband wordt, inter alia, expliciet verwezen naar: de OESO Principles of Corporate Governance (zoals in September 2015 bekrachtigd door de G20), de Richtlijn 2014/95/EU m.b.t. corporate rapportage betreffende niet-financiële informatie en diversiteit (de AMVB in Nederland hieromtrent is in voorbereiding). Samen met nationale en Europese wetgeving en jurisprudentie vormt de Code een bouwwerk voor corporate governance dat als geheel moet worden gezien.

Geen verwijzing wordt gemaakt naar (internationaal) de OESO Richtlijnen voor MNO's en (nationaal) naar het kabinets-initiatief m.b.t. het 2015-2017 Sector Covenanten Proces (dat uitdrukkelijk de OESO Richtlijnen en de UNGPs als grondslagen kent).

De Commissie wil in de herziene Code meer nadruk leggen op de focus op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming. Die focus verlangt van bestuur en commissarissen dat zij duurzaam handelen, door zich bij de uitoefening van de hun toebedeelde taken te richten op lange termijn waardecreatie, aandacht te hebben voor kansen en risico's en daarbij de belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders mee te wegen. Onder stakeholders verstaat de Commissie groepen en individuen die direct het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door beïnvloed worden, zoals aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, werknemers, toeleveranciers, afnemers en maatschappelijke groeperingen (nb: in de Engelse vertaling wordt gesproken over "civil society", kennelijk (bewust?) niet van civil society "organisations"; onduidelijk of bijvoorbeeld natuur, klimaat hiertoe behoren). Deze benadering, aldus de Commissie, sluit aan bij recente ontwikkelingen waarbij ondernemingen (meer) rekening houden met de risico's en kansen op het gebied van niet-financiële aspecten van de onderneming, waaronder de ontwikkelingen op het gebied van integrated reporting en de verplichtingen die voortvloeien uit de binnenkort in nationale wetgeving te implementeren Europese Richtlijn 2014/95/EU inzake bekendmaking van niet-financiële informatie en diversiteit.

In haar toelichting op "strategie voor lange termijn waardecreatie" pleit de Commissie voor zorgvuldige belangenafweging *van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders*, waarbij de volgende aspecten worden meegewogen, zoals vermeld in Principe 1.1.1:

- i. implementatie en haalbaarheid;
- ii. het business model en de markt waarin de vennootschap opereert;
- iii. kansen en risico's voor de vennootschap;
- iv. operationele en financiële doelen en de invloed hiervan op de marktpositie;
- v. voor de vennootschap relevante niet-financiële aspecten van ondernemen, zoals milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, eerbiediging van mensenrechten en bestrijden van corruptie en omkoping;
- vi. afweging van belangen van alle stakeholders.

Aandacht voor "relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen" wordt in de huidige Code Frijs apart genoemd, maar de Commissie stelt dat maatschappelijk ondernemen niet een afzonderlijk na te streven doel is, maar een integraal onderdeel vormt van de dagelijkse bedrijfsvoering van een vennootschap die zich richt op lange termijn waardecreatie. Deze focus houdt in, aldus de Commissie, dat er tevens aandacht is voor niet-financiële aspecten van ondernemen en het maken van een zorgvuldige afweging van belangen van alle bij de vennootschap betrokken stakeholders. Bij het formuleren van de strategie moet aandacht worden besteed aan deze aspecten.

De aandacht voor een integrale (financiële en niet-financiële) risico aanpak komt echter niet duidelijk tot uitdrukking in de "in control"-verklaring: ondanks dat Principe 1.1,1.v melding maakt van niet-financiële risico's als onderdeel van lange termijn waarde-creatie, beperkt Principe 1.4.2 zich m.b.t. de "in control"-verklaring tot :

1. interne risico-beheersings- en controle –systemen hebben naar behoren gewerkt;
2. voornoemde systemen geven een redelijke mate van zekerheid dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat;
3. de verwachting is dat de continuïteit van de vennootschap voor de komende twaalf maanden gewaarborgd is.

In Principe 1.2.1 m.b.t. risico assessment wordt gesteld dat het bestuur de risico's die zijn verbonden aan de strategie en de activiteiten van de vennootschap moet inventariseren en analyseren.

Zij stelt vast wat de risk appetite is waarbinnen de vennootschap risico's kan accepteren en welke beheersmaatregelen tegenover de risico's worden gezet. De context voor deze analyse wordt bepaald door aspecten als continuïteit, reputatie, financiële verslaggeving, financiering, operationele aspecten *en lange termijn waarde creatie*.

### 3. Commentaar

De volgende aspecten in het Voorstel roepen vragen/ commentaar op:

1. **doelgroep:** de Code zal van toepassing zijn (zoals ook eerdere Codes) op beursgenoteerde vennootschappen; in twee dimensies is dit een beperking; enerzijds zijn er veel maatschappelijk-relevante vennootschappen die niet beursgenoteerd zijn (waaronder expliciet ook overheidsvennootschappen op wie de OESO Richtlijnen van MNO's ook van toepassing zijn) en anderzijds de realiteit dat bedoelde vennootschappen in het algemeen het "moeder"-bedrijf zijn van internationaal opererende ondernemingen waarvoor bestuur en commissarissen een (concern-/groeps-)verantwoordelijkheid dragen; de Code zou deze groeps-verantwoordelijkheid duidelijker kunnen aangeven;
2. **waarde-keten:** de scope van de verantwoordelijkheid van de onderneming wordt gevoerd door de vennootschap: de gehele waardeketen behoort in principe tot de verantwoordelijkheid (en de verantwoording) van het bestuur, die verder gaat dan de 1<sup>st</sup> graads toeleveranciers en afnemers (conform de EU-Directive 2014/95 m.b.t. niet-financiële verslaggeving) en heeft ook consequenties voor een onderneming die opereert in landen met een in regelgeving en/of handhaving slecht functionerende overheid. De mate van verantwoordelijkheid in deze verbanden wordt nader bepaald in de hoofdstukken I (Concepts and Principles), met een eigenstandige verantwoordelijkheid van de onderneming t.o.v. overheid, en II (General Policies) van de OESO Richtlijnen voor MNO's, met speciale aandacht voor de bijdrage die de onderneming levert aan "adverse impacts" op grond van de OESO Richtlijnen. Binnen de OESO bestaat hiervoor overigens, en nogal ongelukkig, geen adequate beleids-coherentie omdat de OESO Principles of Corporate Governance van 2015 geen verwijzing maken naar "supply chains" (i.t.t. eerdere drafts in 2014 en afwijkend van de 2011 OESO Richtlijnen);
3. **"what matters to whom":** deze wordt, althans ogenschijnlijk, vooral beoordeeld vanuit het perspectief van de onderneming; de impact die de onderneming rechtstreeks of via zijn waardeketen heeft op de "maatschappij" ("do no harm", of in de toekomst wellicht "do good") wordt niet voldoende erkend. Een aantal beursfondsen houdt al stakeholder-consultaties (mede gebaseerd op GRI-G4) waarin belangen van bedrijf en stakeholders (resp. samenleving) in een materialiteits-matrix worden ge-plot en in het jaarverslag gepubliceerd: hiermee wordt zichtbaar gemaakt hoe de onderneming de diverse belangen beoordeelt (en daar in een aantal gevallen ook KPI's aan verbindt); deze stakeholder exercities t.b.v. de materialiteits-matrix maken in toenemende mate onderdeel van de externe accountantsverklaring;
4. **verantwoording:** de "in control-" statement van het bestuur en de publieke verantwoording stelt nog altijd financiële verslaggeving centraal; duurzaamheids-/ niet-financiële-rapportage (met externe audit-verificatie) wordt nauwelijks genoemd, behoudens een algemene verwijzing naar de EU Richtlijn 2014/95/EU en de a.s. AMVB in Nederland.

Overigens moet worden aangetekend dat de "governance-" issue in de OESO RLs nogal mager is geformuleerd: hoofdstuk II (General Policies), artikel A.6 stelt dat "de onderneming good governance practice moet toepassen, inclusief in het gehele concern"; verder geen verwijzing naar corporate governance.

### 4. Voorgestelde wijzigingen op de tekst

1. **Preambule:** een algemene verwijzing naar de OESO Richtlijnen voor MNO's en naar MVO definitie in de eerder genoemde EU Directive 2014/95 voor MVO is gewenst om daarmee de ook door de Commissie beoogde "op de toekomst gerichte blik" en aansluiting bij "best practices" in de

Code te bevestigen; deze OESO Richtlijnen worden door veel beursfondsen al in theorie en praktijk als internationaal leidend erkend. Hiertoe behoren ook internationale bedrijfsorganisaties zoals BIAC, WBCSD. Hiermee wordt het niet meer expliciet vermelden van (nationaal en internationaal) “maatschappelijk verantwoord ondernemen” in de Code (hetgeen een verkeerde indruk zou kunnen vestigen m.b.t. het belang hiervan) en de door de Commissie, overigens terecht, gewenste integrale beoordeling van risico’s toch weer hersteld.

## 2. Lange termijn waardecreatie:

**artikel 1.1.1.vi:** tekst als volgt aanpassen: “de afweging van de belangen (risico’s, impacts) van alle bij de onderneming betrokken stakeholders in de gehele waardeketen, als ook die van de maatschappij in het algemeen”;

**artikel 1.2.1.** (risico assessment), laatste zin als volgt: ”De context voor deze analyse wordt bepaald door aspecten als continuïteit, reputatie, financiële en niet-financiële verslaggeving (gebaseerd op integrale risico’-beoordeling voor een vennootschap en op diens impacts op de maatschappij), financiering, operationele activiteiten en lange termijn waarde creatie” (nb door aanpassing van artikel 1.1.1.vi is de bredere verantwoordelijkheid al aangegeven);

**artikel 1.4.2.ii** (“in control”- verklaring), tekst hiervan als volgt aan te passen: “dat voornoemde systemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële en niet-financiële verslaggeving geen onjuistheden of onvolledigheden van materieel belang voor de onderneming, haar stakeholders en de maatschappij bevatten”;

**artikel 1.7.2.** (audit plan): in de tekst wordt 2x verwezen naar “jaarrekening”: voorgesteld wordt dit te vervangen door “jaarverslaggeving” waardoor de noodzaak tot “integrale risico-en impact analyse” (i.pl.v. financial accounting only) wordt benadrukt;

**artikel 1.7.3:** zelfde verandering van “jaarrekening” tot “jaarverslaggeving”.

## **Drs. Remko Renes RA - universitair docent Corporate Governance**

*Remko Renes is universitair docent Corporate Governance bij Nyenrode Business Universiteit en lid van het Center of Audit & Assurance en het Nyenrode Corporate Governance Instituut. Remko Renes was hoofdonderzoeker van het team dat onderzoek deed naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in 2014 en 2013, in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code*

CodeIn deze bijdrage maak ik graag enige opmerkingen bij het voorstel voor herziening van de Nederlandse corporate governance Code (herziene Code). De opmerkingen in deze bijdrage zijn gebaseerd op de ervaringen van de afgelopen jaren met de Code en monitoring daarvan alsmede met enkele persoonlijke voorkeuren of ervaringen met onderdelen uit de Code.

### **Vergelijkbaarheid, implementatie, toepassing & gebruik Code**

De nieuwe Code bevat een aantal nieuwe onderwerpen die internationaal niet herkenbaar zijn, althans niet in deze vorm en detaillering. Ook is de opbouw van de Code geheel aangepast. Dat leidt tot een aantal aandachtspunten voor de eerste jaren na inwerkingtreding van de herziene Code:

- Op welke wijze wordt de vergelijkbaarheid van de naleving van oude Code met de nieuwe Code gewaarborgd?
- De invoering van de herziene Code kan worden opgevat als een quasi experiment, waarbij de commissie schijnbaar bekende problemen anno 2016 met de herziene Code wenst op te lossen. Vanuit zorgvuldigheid is het wenselijk om vooraf te expliciteren wat de te verwachten uitkomst van inwerkingtreding in de eerste periode na implementatie van deze Code is. De eerste resultaten jaren van monitoring van de herziene Code zullen de hypothesen van de commissie kunnen bevestigen of falsificeren.
- De herziene Code is beperkt internationaal vergelijkbaar. De unieke kenmerken van de herziene Code en eisen voor beursvennootschappen kunnen internationaal gezien als relatief nadelig of belastend worden ervaren. Het is daarom aan te bevelen dat de Commissie voorafgaand aan implementatie van de herziene Code onderzoekt in welke mate de unieke eisen op het gebied van corporate governance en verantwoording de aantrekkelijkheid van een notering op de Nederlandse beurs voor (internationale) vennootschappen beïnvloed.

### **Verantwoording en monitoring**

Gelet op de ervaringen met monitoring ontbreekt de bepaling dat vennootschappen dienen mee te werken aan een door de monitoring commissie corporate governance Code bepaalde vorm van monitoring van de naleving van de Code. Dat wil zeggen antwoord geven op vragen bijvoorbeeld door middel van een online survey alsmede antwoord geven op concept rapportages die door onderzoekers na bijvoorbeeld desk research in opdracht van de commissie worden voorgelegd. Ook zouden vennootschappen door middel van 'Comply or Explain' aan deze bepaling ten aanzien van naleving dienen te voldoen.

Tekstvoorstel:

*"De vennootschap werkt mee aan een door de monitoring commissie corporate governance Code gekozen en bekend gemaakte vorm van onderzoek naar de naleving van de Code en beantwoordt binnen een redelijke termijn vragen van de commissie, die eventueel door onderzoekers namens de commissie aan de vennootschap worden voorgelegd. De commissie beperkt de belasting van vennootschappen voor de medewerking aan het onderzoek naar de naleving van de Code zoveel mogelijk."*

### **De Code kan nog korter**

Alle 18 **indien-bepalingen** leveren de afgelopen monitoring jaren bijna allemaal 100% "NVT" op en zouden best achterwege kunnen blijven, of ondervangen in een algemene b.p.b. dat relevante gebeurtenissen in het verslaggevingsjaar wat betreft de corporate governance (structuur) adequaat moeten worden verantwoord door het bestuur in het jaarverslag (bij de omschrijving kan dan aansluiting bij de onderwerpen van de indien-bepalingen worden gezocht).

Een aantal **opendeuren-bepalingen** kunnen achterwege blijven, omdat ze niets nieuws of aanvullends toevoegen:

- B.p.b. 2.3.7: dat de vice-voorzitter van de RvC bij gelegenheid de voorzitter vervangt is voor de hand liggend en hoeft niet in een Code opgenomen.
- B.p.b. 4.2.1 (Vergaderorde) in een Code hoeft echt niet te worden opgenomen dat de voorzitter van de RvC verantwoordelijk is voor een goede vergaderorde. Dat is voor de hand liggend en af te leiden uit de functie van “voorzitter”.

### Aandacht voor lange termijn

De aandacht voor lange termijn waardecreatie in de herziene Code als belangrijke peiler voor het invullen van het doel van de onderneming (Purpose of the Corporation) valt te prijzen. Het lijkt alsof de aandacht voor de lange termijn en de brede groep van belanghebbenden die bi beursvennootschappen betrokken zijn nog niet overall even systematisch aandacht krijgen in de herziene Code. Aandacht voor de lange termijn dient ook systematisch betrekking te hebben op niet financiële informatie en verantwoordingen van de vennootschap.

Volledigheidshalve verwijs ik voor meer robuuste evaluatie van de wijze waarop de aandacht voor lange termijn in de herziene Code naar het verslag van de Round Table die door Nyenrode in samenwerking met Frank Bold op 15 februari heeft plaatsgevonden. Het verslag met als titel “Corporate Governance for a Changing World” is ook aan de Commissie gestuurd. In dit verslag zijn ook tekstvoorstellen opgenomen voor wijzingen van bepalingen voor een meer integrale verwerking van de belangrijke aandacht voor lange termijn waardecreatie in het belang van alle stakeholders.

### Nieuwe onderwerpen zullen leiden tot box-ticking & boilerplate teksten

*Drie nieuwe onderwerpen zijn dominant geïntroduceerd in de nieuwe Code, maar deze zijn geenszins gedefinieerd. Het betreft de focus op LT waardecreatie, aandacht voor niet financiële risico's (m.b.t. risicomangement) en aandacht voor goede cultuur. Omdat deze onderwerpen niet zijn voorzien van een eenduidig referentiekader of begrippenkader zal vanwege het comply-or-explain principe de publieke verantwoording hierover zeer waarschijnlijk uitmonden in relatief veel nietszeggende boilerplate reporting en worden deze bepalingen mogelijk al snel een box-ticking exercitie.*

Wat betreft de onderbouwing van de aandacht voor deze nieuwe onderwerpen in de herziene Code is onduidelijk voor welke problemen deze mate van aandacht (op deze wijze) voor deze onderwerpen een oplossing is.

1. Persoonlijk ontbreekt voor mij een overtuigende argumentatie (bewijs) dat gebrek aan LT focus tot problemen heeft geleid.
2. Wat is lange termijn en wat is een lange termijn strategie?
  - a. Uit onderzoek naar de lange termijn strategie van enkele AEX fondsen binnen Nyenrode is gebleken dat er geen eenduidige maatstaf is voor waarvoor uiteindelijk in de geschiedenis zal worden opgetekend en geconcludeerd dat een beslissing of opvatting of plan een lange termijn strategisch karakter heeft gehad.
  - b. Een eenduidige definitie en eenduidig normenkader ontbreken voor het begrip LT strategie
  - c. De rapportagevereiste in b.p.b.1.1.3 lijkt te uitgebreid en zal als resultaat naar verwachting veel nietszeggende (boilerplate) verantwoordings teksten opleveren. Want niemand kan op enig moment aangeven wat dit jaar – over bijvoorbeeld tien jaar – een strategische beslissing blijkt te zijn.
3. Wat is de materialiteit voor de zogenaamde nieuwe niet-financiële risico's als er bij een in-control verklaring ook aandacht aan deze niet-financiële risico's moet worden besteed.
  - a. Welk begrippenkader kan worden gebruikt?
  - b. Welk rapportage-raamwerk kan worden gebruikt?
  - c. Wat is de gewenste materialiteit en wat moet wel wat hoeft niet te worden gerapporteerd?
4. Wat is een goede cultuur, en hoe kan deze worden bepaald of geëvalueerd. Welk begrippenkader kan worden gebruikt.
  - a. De rapportagevereiste in b.p.b. 2.5.5 is relatief algemeen geformuleerd en zal als resultaat naar verwachting veel nietszeggende (boilerplate) verantwoordings teksten opleveren. Want welke activiteiten kunnen dit jaar – over bijv. tien jaar – worden beschouwd als wel/niet bijdragend

aan lange termijn waardecreatie, als al niet eens eenduidig te bepalen is wat lange termijn waardecreatie en een lange termijn strategie is.

**Probeer niet goed gedrag te reguleren maar voorkom ongewenst gedrag.**

Weinigen zullen tegen lange termijn waardecreatie, niet tegen risicomangement over niet financiële risico's en niet tegen een goede cultuur zijn, maar het zal bijzonder gecompliceerd zijn om effectief verantwoording te kunnen afleggen en te voorkomen dat deze drie belangrijke onderwerpen verworden tot een box-ticking exercitie. Want daarmee is geen van de belanghebbenden gebaat. De commissie zou wellicht in een implementatieplan kunnen aangeven hoe vennootschappen zouden kunnen rapporteren over deze onderwerpen. Door monitoring van vennootschappen zouden nu reeds voorbeelden (best practices) kunnen worden verzameld.

Door in de herziene Code aandacht te besteden aan wat nodig of gewenst is, wordt gepoogd uitputtend te (laten) beschrijven hoe vennootschappen het moeten doen. Eigenlijk zijn deze onderwerpen (terecht overigens) in de herziene Code opgenomen, omdat voorkomen moet worden dat ongewenst gedrag optreedt; bijvoorbeeld korte termijn gewin, pervers niet-integer gedrag en een niet-integer cultuur en prima financiële resultaten, maar een slagveld van milieuvervuiling, sociale uitbuiting etc.

Voor onafhankelijke vennootschappen zou het als een inbreuk op de vrije meningsvorming kunnen worden opgevat wanneer de commissie goed gedrag vooraf wil reguleren terwijl de commissie effectiever zou kunnen aangeven dat ongewenst gedrag en ongewenst handelen moet worden vermeden. En als het toch is opgetreden, dat je er dan openheid over geeft (constatering, impact en remediatie van de oorzaak). De nieuwe Code besteedt nadrukkelijk aandacht aan de volgende drie onderwerpen:

1. Vennootschappen dienen zich meer te richten op streven naar lange termijn waardecreatie, in plaats van het laten bepalen van het bedrijfsbeleid door een korte termijn focus. Beursvennootschappen dienen zich meer te richten op stakeholders (in plaats van alleen aandeelhouders). Een korte termijn focus – zo werd als toelichting gegeven – wordt helaas beïnvloedt door de kosten van juridische claims, opgelopen reputatieschade en leidt af van de lange termijn strategie, zodat eventuele disruptie van het bedrijfsmodel om de hoek komt kijken.
2. Vennootschappen wordt gevraagd de strengere aanbevelingen op te volgen met betrekking tot risicomangement, waarbij de Commissie nadrukkelijk kiest voor een bredere definitie van het begrip interne beheersing. Net als in de oorspronkelijke Code van Tabaksblat uit 2003 worden Vennootschappen gevraagd bij de beoordeling van en verantwoording over risicomangement rekening te houden met strategische, operationele, financiële, compliance en niet-financiële risico's.
3. Tenslotte wordt nadrukkelijk aandacht gevraagd voor het onderwerp 'gedrag en cultuur'. De raad van bestuur is verantwoordelijk voor de cultuur en het gedrag binnen de Vennootschap, zowel van de top alsook op de werkvloer. De eigen verantwoordelijkheid van het bestuur en commissarissen worden omschreven als de Toon aan de Top en daarbij komen onderwerpen aan bod als de "core values" en het voorbeeld gedrag "walk the talk".

**De genoemde drie onderwerpen hebben allen als overeenkomst dat belanghebbenden niet tegen deze bepalingen kunnen zijn.** Wie is er tegen lange termijn waardecreatie? Wie zou durven aangeven dat bestuurders en toezichthouders geen rekening met bijvoorbeeld niet-financiële risico's hoeven te houden. En een cultuur die niet gericht is op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, zal daar vast geen openlijk voorstander van zijn.

Een mogelijk probleem van de nieuwe Code voor bovengenoemde onderwerpen is dat hoewel je "niet tegen" kan zijn, het ook niet duidelijk is wanneer je als bestuurder of toezichthouder het indachtig de Code wel goed doet. Er ontbreekt een eenduidig begrippenkader en dat zal snel tot onduidelijkheid in verantwoording en verslaggeving over deze onderwerpen leiden. Wat is bijvoorbeeld een goede lange termijn strategie? Een eenduidige en algemeen geldende definitie voor het begrip is er niet. Op basis van onderzoek dat binnen Nyenrode wordt uitgevoerd naar de lange termijn strategie onder AEX-fondsen in de afgelopen 30 tot 40 jaar blijkt bijvoorbeeld dat het oordeel goede of niet goede lange termijn strategie doorgaans subjectief wordt bepaald door de betrokken beslisser, waarbij de bestuursvoorzitter doorgaans de

meeste invloed heeft. Dat dit oordeel sterk subjectief wordt bepaald bleek toen tijdens interviews met ex-bestuursvoorzitters bij een van de onderzochte AEX-fondsen over de acquisitie van een omvangrijke onderneming. Noemt de ene ex-bestuursvoorzitter het de meest zinvolle acquisitie van de Vennootschap, de ander noemde het de minst logische en onnodige. Eén overname, maar twee totaal verschillende en haaks op elkaar staande oordelen. Wanneer twee betrokken en goed geïnformeerde ex-bestuursvoorzitters al zo verschillend van oordeel zijn, wat is dan het voorland van publieke verantwoording van Beursvennootschappen over de lange termijn waardecreatie.



**Prof. dr. Leen Paape RA RO CIA - Dean en lid van het College van Bestuur**

*Leen Paape is Dean en lid van het College van Bestuur van Nyenrode Business Universiteit. Sinds 1984 verzorgt hij onderwijs op het vakgebied van de Bestuurlijke Informatieverzorging en van 1996 tot 2007 was hij Program Director Internal/Operational Auditing aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. In 2007 werd hij benoemd tot hoogleraar aan Nyenrode. Eerder was hij executive director van Protivity Independent Risk Consulting en partner van PricewaterhouseCoopers Advisory. Paape is tevens lid van verschillende audit commissies.*

1. De huidige Code heeft weliswaar een hoge mate van naleving, maar tot op heden ontbreekt overtuigend bewijs dat de Code werkelijk een bijdrage heeft geleverd aan beter ondernemingsbestuur en een vermindering van het aantal incidenten en schandalen. Uiteraard is zo'n bewijs niet eenvoudig te leveren omdat er geen vergelijking mogelijk is met een wereld zonder de Code, maar als de afgelopen jaren op een rij worden gezet dan is de schijn helaas niet in het voordeel van de Code. De vraag is dan ook of de Code gebaseerd is op de juiste uitgangspunten en veronderstellingen;
2. Het uitgangspunt dat actief aandeelhouderschap goed is, is nimmer aangetoond en daarmee ontvalt mogelijk de basis van dit uitgangspunt. Op dit punt zou het wenselijk zijn dat de Commissie bevordert dat hiernaar onderzoek wordt gedaan;
3. Als het lange termijnperspectief meer nadruk behoeft en ook nog eens de belangen van alle stakeholders in aanmerking dienen te worden genomen, veronderstelt dit dat de ondernemingsleiding op elk moment in staat is duidelijk te maken welke doelen met welk oogmerk zijn gesteld en op welke wijze die doelen de belangen van alle groepen van stakeholders dienen en hoe die bijdragen aan de lange termijn waardecreatie. Dit is een op zich terechte vraag, maar ook een vraag die veel gaat vragen van de ondernemingsleiding omdat de samenhang tussen de diverse doelen en hoe die elkaar onderling beïnvloeden, zeker als die meerdere doelgroepen regardereren, in ieder geval een zeer ingewikkelde zaak is waar nog geen wetenschappelijke gevalideerde methoden en technieken voor bestaan;
4. Binnen de inmiddels gebruikelijke systematiek rondom 'integrated reporting' wordt gewerkt met het begrip materialiteit om te voorkomen dat een jaarverslag straks 1.000 pagina's omvat. Het lijkt dan ook wenselijk het materialiteitsbegrip ook een prominente plaats te geven in de Code en daarmee de ondernemingsleiding een instrument in handen te geven waarmee keuzes kunnen worden gemaakt, die overigens op grond van datzelfde begrip wel dienen te worden geëxpliciteerd;
5. De bepalingen inzake het versterken van risicomangement zijn dusdanig algemeen dat niet verwacht kan worden dat daar substantiële verbeteringen door zullen worden gerealiseerd. Risicomangement staat in het merendeel van de bedrijven nog in haar kinderschoenen. De uitzondering is de financiële sector maar die sector heeft helaas in de afgelopen jaren laten zien dat dit nog allerminst een garantie is voor goede ondernemingsprestaties;
6. Het zou in ieder geval aanbeveling verdienen ondernemingen te stimuleren de 'risk appetite' niet alleen te formuleren maar dat vooral te doen in financiële/kwantitatieve termen. Dit laatste geschiedt nu niet of nauwelijks, uitzonderingen betreffen alweer financiële instellingen. Met een meer kwantitatieve benadering worden ondernemingen uitgenodigd de risk appetite zodanig te expliciteren dat er ook werkelijk mee gestuurd en verantwoording over afgelegd kan worden;
7. De opmerking dat gewerkt dient te worden aan de hand van een internationaal erkend raamwerk waarbij expliciet COSO wordt genoemd is af te raden. Ondernemingen dienen een voor hun situatie specifiek gemaakt model te werken, waarbij internationale modellen uiteraard als inspiratiebron kunnen worden gehanteerd. Het weinige wetenschappelijke onderzoek dat er is heeft op zijn minst aangetoond dat het COSO model zeker geen aantoonbare positieve bijdrage levert op het terrein van risicomangement. Ook is dit model vanwege haar complexiteit niet eenvoudig op een positieve bijdrage te toetsen;
8. Het ware aan te bevelen dat de interne auditfunctie vooraleerst rapporteert aan de Auditcommissie en daarna aan de ondernemingsleiding. Uiteraard stelt de Auditcommissie de internal auditor dan aan en is zij tevens verantwoordelijk voor de jaarlijkse beoordeling. Dit zou de onafhankelijkheid

- van de functie zeer bevorderen en de risico's om minder aangehaakt te zijn op en bij de onderneming zelf lijken marginaal.
9. Verder zou het wenselijk zijn dat bij vertrek/ ontslag van de verantwoordelijke voor de internal auditfunctie dit in een persbericht wordt gemeld, evenals dat verwacht wordt bij dat van de externe accountant;
  10. Het werkplan dient in ieder geval ook door de Auditcommissie te worden goedgekeurd en vastgesteld. Evenzeer is het logisch dat de Raad van Bestuur betrokken is bij de totstandkoming ervan;
  11. Het argument dat er geen behoefte aan een interne auditfunctie is op grond van een beperkte schaalgrootte en gebrek aan complexiteit snijdt mijns inziens geen hout. Als de Commissie vindt dat die functie van groot belang is dan is aan te bevelen dat in die gevallen gewezen wordt op de mogelijkheid de betreffende werkzaamheden uit te besteden aan een externe partij;
  12. De opmerking dat de internal audit functie ook onderwerpen op het terrein van cultuur en gedrag adresseert is te vrijblijvend en levert in potentie, zeker als de ondernemingsleiding onderwerp van onderzoek is, vast de nodige discussie op. Ook om die reden is ophanging aan de Auditcommissie aan te bevelen. Zoals eerder door het Maastricht Auditing Research Center is aangetoond, is in het verleden bij meer dan de helft van grote Europese schandalen gebleken dat het topmanagement verantwoordelijk was voor malversaties en fraude. Reden te meer om expliciet te vermelden dat juist het topmanagement op het punt van cultuur en gedrag onderwerp van onderzoek dient te zijn. Dat veronderstelt wel dat de internal audit functie die verantwoordelijkheid uiteraard ook kan dragen qua deskundigheid/ bemensing;
  13. Een 'in control' verklaring die veronderstelt dat de komende 12 maanden de continuïteit gegarandeerd is lijkt mij onwenselijk, want teveel gevraagd; een economische crisis als die in 2008 laat zich niet altijd voorkomen. Vooruitzien is ten enenmale onmogelijk;
  14. Gegeven het feit dat alle grote ondernemingen 'integrated reports' uitbrengen en dat dit ook de internationale trend is, is het raadzaam de Auditcommissie zich te laten buigen over deze rapporten en niet slechts de financiële rapportages;
  15. In paragraaf 1.7.2 zou het wenselijk zijn te vermelden dat de Auditcommissie zich buigt over de door de accountant gerapporteerde 'niet verwerkte controleverschillen' en zich daar dan ook een mening over vormt. Dit stelt de Auditcommissie in staat een beeld te hebben van die onderwerpen waar accountant en ondernemingsleiding elkaar niet hebben gevonden;
  16. Indien de externe accountant als eerste rapporteert aan de Auditcommissie omdat die ook haar opdrachtgever is, kan het niet zo zijn dat er materiele wijzigingen in haar concept management letter of accountantsverslag worden aangebracht op verzoek van de Raad van Bestuur. Deze bepaling zou dan niet meer nodig zijn;
  17. Het ontgaat mij waarom een commissaris in principe maar voor 8 jaar benoemd kan worden en een bestuurder kennelijk voor meerdere termijnen in aanmerking kan komen. Een grens van 8 jaar lijkt ook hier voor de hand te liggen. Of er omstandigheden kunnen zijn die verlenging mogelijk maken laat zich niet eenvoudig omschrijven;
  18. Er wordt niets gezegd over de maximale omvang van een Raad van Commissarissen terwijl er toch genoeg onderzoek is gedaan waaruit blijkt dat een RvC die uit meer dan 6-7 leden bestaat aan effectiviteit inboet;
  19. Ten aanzien van de opmerkingen inzake cultuur en gedrag en aanspreekbaarheid op dat punt merk ik graag op dat 'daar waar dat het hardst nodig is, dit het minst mogelijk is'; ergo, ik ben het er zeer eens, maar ben niet optimistisch gestemd in die gevallen waarin de cultuur juist op dat punt te wensen over laat. Hoe dat dan op te lossen lijkt me des poedels kern;
  20. Ten aanzien van de beloningsparagraaf volsta ik met de opmerking dat er meer dan voldoende bewijs (en ervaring) is dat 'pay for performance' een minder geschikt middel is om 'alignment' te creëren dan wel de waarde van de onderneming voor de lange termijn zeker te stellen. Resultaatsafhankelijke beloning dat een bonus van 20% van het basissalaris te boven gaat ware ten enenmale te vermijden, het leidt slechts tot het excessief nemen van risico's en korte termijn sturing.

## Reacties in de pers van NCGI-leden op herziening Nederlandse Corporate Governance Code

### Prof. dr. mr. Marcel Pheijffer RA - Hoogleraar Accountancy aan Nyenrode Business Universiteit en hoogleraar Forensische Accountancy aan de Universiteit Leiden

*Marcel Pheijffer is hoogleraar Accountancy aan Nyenrode Business Universiteit en hoogleraar Forensische Accountancy aan de Universiteit Leiden. Daarnaast is hij raadsheer-plaatsvervanger bij het Gerechtshof Den Haag. Voorheen was hij onder meer werkzaam bij de Fiscale Inlichten- en Opsporingsdienst (FIOD). Hij is columnist in het Financieele Dagblad en blogger op [www.accountant.nl](http://www.accountant.nl). Aandachtsgebieden van Marcel zijn onder meer: forensische accountancy, fraude & witwassen, ethiek & integriteit alsmede public & corporate governance.*

#### ***Een reactie (tevens gepubliceerd in het Financieele Dagblad d.d. 17 februari 2016)***

De afgelopen 15 jaar zullen de geschiedenisboeken ingaan als een periode van boekhoudschandalen en een crisis binnen de financiële sector. De reactie daarop is onder meer gegeven in de vorm van wet- en regelgeving, met name op het gebied van corporate governance. Stap voor stap zijn 'checks & balances' ingevoerd voor goed organisatiebestuur. Binnen de overheid en het bedrijfsleven, vaak sectorgewijs.

Wat mij betreft gaat het in het algemeen om stappen in de goede richting, waarbij ik niet de illusie heb dat met Codes op het gebied van bijvoorbeeld corporate governance veel boekhoudschandalen en crises kunnen worden voorkomen. Besturen, toezicht houden en controle daarop uitvoeren blijft mensenwerk. En telkens weer blijkt dat het de mens is die de zwakke schakel vormt bij de uitvoering van organisatiebestuur en al wat daarmee samenhangt.

De monitoringcommissie corporate governance onder leiding van Jaap van Manen heeft een voorstel gedaan voor een herziening van de Nederlandse corporate governance Code. Die ligt tot 6 april ter consultatie voor, waarna het voorstel kan worden herzien en wettelijk zal worden verankerd. Met het voorstel wordt de huidige Code gemoderniseerd. De monitoringcommissie zet op onderdelen — bijvoorbeeld als het gaat om de internal auditfunctie en risicomanagement — duidelijke accenten. De commissie is voorspelbaar als het gaat om het pleidooi inzake diversiteit (zo langzamerhand trekken aan een dood paard). Enigszins verrassend echter is de opschoning en vereenvoudiging ten aanzien van het onderwerp beloningen. Juist dit onderwerp wekt nogal eens de verontwaardiging en toorn op van politici, media en volk. Maar gelukkig relateert de monitoringcommissie het onderwerp, dat immers niet het belangrijkste is als het gaat om hygiëne in organisaties.

De commissie slaat nog meer piketpaaltjes. Ten eerste door stevig in te zetten op lange termijn waardecreatie. Ondernemingsbesturen moeten zich niet louter laten leiden door financiële targets inzake winst en aandeelhouderswaarde. In de strategie dient nadrukkelijk aandacht te zijn voor milieu, mensenrechten en de bestrijding van corruptie. Commissielid Sietze Hepkema heeft ongetwijfeld dat laatste onderwerp, waarmee hij veel ervaring heeft opgedaan bij SBM Offshore, ingebracht.

De tweede piketpaal — het centraal stellen van cultuur en gedrag — zou door voorzitter Van Manen geslagen kunnen zijn. Als commissaris van DNB kent hij het rapport 'Leading by example' over de bestuurscultuur binnen financiële instellingen. Een rapport dat de monitoringcommissie dan ook citeert: 'een zorgvuldige oordeels- en besluitvorming door het bestuur en de raad van commissarissen houdt in dat bestuurders en commissarissen elkaar actief bevragen, constructief discussiëren en elkaar uitdagen'. En als accountant kent Van Manen het rapport van de werkgroep Toekomst Accountantsberoep, waarin het belang van cultuur en gedrag ook stevig wordt benadrukt.

## **Mr. Jan Maarten Slagter – Program Director Board & Governance Programs Nyenrode**

*Jan Maarten Slagter werkt sinds september 2014 als programmadirecteur bij Nyenrode Business Universiteit. Hij is medeverantwoordelijk voor het New Board Program, Nyenrodes “flagship” governance programma, en lid van het NCGI. Daarnaast is hij onder meer commissaris van KPMG Nederland en lid van de Commissie Kapitaalmarkt AFM. Eerder was Slagter directeur van beleggersvereniging VEB, correspondent van Het Financieele Dagblad in Londen en advocaat.*

### **Een reactie (tevens gepubliceerd in De Financiële Telegraaf d.d. 23 februari 2016)**

Het is u misschien nog niet opgevallen, maar Nederland is sinds een week of twee een ander land. En zoals vaak in de geschiedenis is het niet een dramatische, publieke “revolte” die de koers van een land verandert, maar is de kiem gezaaid door enkele onopvallende woorden in een weloverwogen document vol met verstandige aanbevelingen en goede intenties. Nederlandse omwentelingen worden niet veroorzaakt door een woedende massa, maar door een breed samengestelde commissie.

De commissie in kwestie is de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, de Commissie Van Manen genoemd naar zijn voorzitter. Eerder deze maand publiceerde zij een voorstel tot herziening van de genoemde Code voor de wijze waarop beursfondsen dienen te worden bestuurd, in 2003 vastgesteld door de Commissie Tabaksblat en vijf jaar later aangepast door de Commissie Frijs. Tot 6 april a.s. kan iedereen reageren op dit consultatiedocument, maar gezien de brede samenstelling van de commissie ligt het voor de hand dat het stuk in grote lijnen overeind blijft.

De fundamentele omwenteling is te vinden in de preambule die de kaders en uitgangspunten schetst. Een belangrijk uitgangspunt is dat “de vennootschap streeft naar het creëren van waarde op de lange termijn voor alle stakeholders”. Stakeholders (betrokkenen) worden gedefinieerd als “groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen”.

Dit beginsel is in de nog geldende Code op vrijwel dezelfde wijze omschreven – met één verschil. Nu worden beursfondsen nog geacht te streven “naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn”.

Met deze aanpassing verliest de beursgenoteerde onderneming het magnetische Noorden voor zijn kompas. Wat overblijft is een alle kanten op tollende naald – volkomen nutteloos bij het bepalen van de richting. Wat is de “waarde” waar de onderneming naar moet streven? Een waarde voor alle stakeholders? Voor de werknemers: de hoogste lonen? Voor de afnemers: de laagste prijzen? Voor de overheid: zo hoog mogelijke belastingafdracht? Het zijn elkaar tegensprekende waardebegrippen. En dan hebben we het nog niet gehad over de belanghebbenden die nog verder van de onderneming staan – zoals concurrenten (beïnvloeden immers eveneens het bereiken van de doelstellingen en/of worden erdoor beïnvloed).

Natuurlijk moet de ondernemingsleiding al deze belangen afwegen – maar hoe? Daar laat het voorstel voor de nieuwe Code het bestuur vrij. Dat is wat mij betreft ongepaste politieke correctheid. Er voor een beursfonds maar één moreel aanvaardbaar ultiem doel – aandeelhouderswaarde. Daar kom je pas aan toe als aan alle andere verplichtingen is voldaan: als de salarissen zijn betaald, de afnemers acceptabele producten hebben gekregen en de belastingen zijn betaald. Aandeelhouders hebben immers geen afdwingbaar recht op een stuk van de taart voordat alle andere rechthebbenden zijn voldaan.

Juist daarom moet de vennootschap ernaar streven de taart in ieder geval zo groot te maken dat er iets overblijft voor de aandeelhouder. Waarom zou hij anders zijn kapitaal ter beschikking stellen?