

## **De effectiviteit van de comply or explain-regel in Nederland**

*Drs. R. Abma en mr. M. Olaerts<sup>1</sup>*

***Gepubliceerd in Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur 2011-5***

### 1. Inleiding

Als gevolg van de financiële crisis is de discussie omtrent de doeltreffendheid van corporate governance mechanismen weer opgelaid. Tegen de achtergrond van deze discussie heeft de Europese Commissie in april van dit jaar het Groenboek over het corporate governance kader in de Europese Unie (EU) ter consultatie aangeboden (hierna: het Groenboek of Groenboek corporate governance).<sup>2</sup> De raadpleging maakt onderdeel uit van de lange termijn evaluatie van het EU-kader inzake corporate governance binnen zowel financiële als niet-financiële instellingen. Het Groenboek beoogt een debat uit te lokken met betrekking tot een ruim scala aan onderwerpen zoals onder meer de samenstelling, het functioneren en de diversiteit van het bestuur en de raad van commissarissen, de rol van het bestuur en de raad van commissarissen inzake risicobeheer, de toepasselijkheid van corporate governance codes voor kleinere (niet-beursgenoteerde) ondernemingen, de rol en de betrokkenheid van aandeelhouders op de lange termijn en de handhaving van en het toezicht op de naleving van corporate governance codes. Voor wat betreft laatstgenoemd onderwerp plaatst de Commissie onder meer vraagtekens bij de doeltreffendheid van de zogenaamde ‘comply or explain’-regel, die aan de basis ligt van een groot aantal corporate governance codes. De geschiktheid van dit mechanisme voor beursgenoteerde ondernemingen met controlerende aandeelhouders, wordt in twijfel getrokken. De vraag die in dit verband wordt gesteld is of minderheidsaandeelhouders, wanneer zij met een controlerend aandeelhouder worden geconfronteerd, over voldoende middelen beschikken teneinde hun belangen op doeltreffende wijze te verdedigen.<sup>3</sup>

Het Groenboek en de door de Commissie opgeworpen vragen over het functioneren van corporate governance codes vormt voor ons de aanleiding om het functioneren van de zogenaamde ‘comply or explain’-regel of het principe van het ‘naleven of motiveren’, ‘pas toe of leg uit’, kritisch tegen het licht te houden.<sup>4</sup> In deze bijdrage zullen wij nagaan of het comply or explain principe een doeltreffend middel is gebleken ter bevordering van corporate governance in Nederland. In dit verband zullen wij in het hiernavolgende in de eerste plaats kort ingaan op de achtergrond en de herkomst van het comply or explain beginsel en de eventueel daarmee gepaard gaande moeilijkheden. In de tweede plaats zal, aan de hand van eigen onderzoek, worden bekeken of de in de literatuur gesignaleerde moeilijkheden zich ook in Nederland hebben voorgedaan. Vervolgens worden mogelijkheden geïnventariseerd om de

---

<sup>1</sup> Drs. R. Abma is directeur van Eumedion en mr. M. Olaerts is universitair docent aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Maastricht.

<sup>2</sup> De raadpleging stond open tot 22 juli 2011. Het consultatiedocument is te downloaden via de website [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/corporate-governance-framework\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate-governance-framework_en.htm).

<sup>3</sup> Zie voor wat betreft onder meer de positie van de meerderheids aandeelhouder binnen de corporate governance structuur C. van der Elst en E.P.M. Vermeulen, ‘Corporate Governance 2.0: Assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission’, *ECL* 2011, p. 165-174.

<sup>4</sup> In deze tekst worden de termen ‘pas toe of leg uit’ en ‘comply or explain’ als synoniemen gehanteerd.

doeltreffendheid van de comply or explain regel in Nederland te vergroten. Het artikel sluit af met een aantal aanbevelingen.

## 2. De contouren van het comply or explain principe.

De bakermat van de corporate governance codes ligt in het Verenigd Koninkrijk waar aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw het Cadbury-rapport verscheen. Dit rapport vormt de voorloper van de moderne (veelal nationale) corporate governance codes die thans in de meeste EU-lidstaten van kracht zijn. De methodiek die aan het Cadbury-rapport ten grondslag ligt, met als basis het comply or explain principe, is in veel landen overgenomen. Sinds 2006 is het pas toe of leg uit principe tevens verankerd in Europese regelgeving waardoor het thans heeft te gelden als leidend beginsel voor de toepassing en handhaving van corporate governance codes in de EU.<sup>5</sup> Het principe biedt beursgenoteerde ondernemingen de mogelijkheid om de best practice bepalingen die in corporate governance codes zijn opgenomen toe te passen of desgewenst daarvan gemotiveerd af te wijken. De corporate governance code is met andere woorden nageleefd wanneer de vennootschap de codebepalingen toepast of, voorzover dit niet wenselijk wordt geacht, daarvan gemotiveerd afwijkt.<sup>6</sup>

Verskillende redenen worden aangedragen teneinde het gebruik van codes in combinatie met het pas toe of leg uit principe, in tegenstelling tot regulering van corporate governance op wettelijke basis, te rechtvaardigen. Een van de voordelen van het gebruik van bepalingen die in codes zijn verankerd is dat deze bepalingen eenvoudig kunnen worden aangepast zonder dat daarvoor een ingewikkeld en tijdrovend wetgevingsproces dient te worden doorlopen.<sup>7</sup> De codes bieden daarmee meer flexibiliteit en de mogelijkheid om snel in te spelen op veranderingen in de markt. Daarnaast biedt het gebruik van codes bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders de mogelijkheid om de corporate governance van hun onderneming aan te passen aan de specifieke karakteristieken van hun bedrijf en aan hun eigen behoeften. Vanuit het oogpunt van de onderneming zelf leiden codes tot een flexibelere regulering van de corporate governance. Door gebruik te maken van de pas toe of leg uit regel wordt erkend dat er geen ‘one size fits all’ aanpak is maar dat een goede corporate governance maatwerk vereist.<sup>8</sup> De idee in het Groenboek om bepaalde corporate governance regels beter

---

<sup>5</sup> Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen. Zie Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 11 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

<sup>6</sup> I. MacNeil and X. Li, “Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 486.

<sup>7</sup> I. MacNeil and X. Li, “Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 493-494.

<sup>8</sup> I. MacNeil and X. Li, “Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 487; S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and*

te laten aansluiten op kleinere beursgenoteerde ondernemingen gaat dan ook in zekere zin voorbij aan de bedoelingen van deze ‘soft law’-regulering en de comply or explain regel. Het uitgangspunt is immers dat van de codes kan worden afgeweken indien dat bijvoorbeeld in verband met de omvang van de onderneming wenselijk is. Dat neemt uiteraard niet weg dat er wel best practice bepalingen kunnen worden geformuleerd die meer zijn toegespitst op kleinere ondernemingen. Bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders dienen gezamenlijk overeen te komen wat de beste governance structuur is voor hun onderneming.<sup>9</sup> De aandeelhouders worden dan ook aangewezen als de ultieme waakhond met betrekking tot het afdwingen van goed ondernemingsbestuur.<sup>10</sup>

De comply or explain regel is ontsproten aan en past binnen de karakteristieken van de Britse markt aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw die gekenmerkt werd door een gespreid aandeelhouderschap, de dominante aanwezigheid van binnenlandse institutionele beleggers en een invloedrijke financiële pers omkaderd door een traditie van ‘common law’ en zelfregulering.<sup>11</sup> Het Britse vennootschapsrecht en de normen die van toepassing zijn op de interne verhoudingen worden, in tegenstelling tot sommige continentaal-Europese rechtssystemen, van oudsher gekenmerkt door flexibiliteit en een zekere vrijblijvendheid.<sup>12</sup> Bij het overnemen van dit, van oorsprong Britse, comply or explain concept in andere corporate governance codes is weinig of geen rekening gehouden met afwijkende marktomstandigheden en nationale verschillen die de werking van het comply or explain beginsel kunnen beïnvloeden. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan de aanwezigheid van machtsconcentraties onder de aandeelhouders en de positie en rol van institutionele beleggers.<sup>13</sup> Daarnaast kan worden gewezen op het verschil in vennootschappelijk model: in het Verenigd Koninkrijk staat het (enlightened) shareholder model centraal terwijl verschillende continentaal-Europese landen uitgaan van een vennootschappelijk model waarin de stakeholder centraal staat.<sup>14</sup> Het is dan ook de vraag of het principe geschikt is voor toepassing in een markt die een of meerdere kenmerken van de Britse traditie op dit punt ontbeert.

---

*Economics*, 30 2010, p. 194; L. Enriques, H. Hansmann en R. Kraakman, ‘The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class’, in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press 2009, p. 67.

<sup>9</sup> S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 194. Zie voor een reactie op het Groenboek eveneens C. van der Elst en E.P.M. Vermeulen, ‘Corporate Governance 2.0: Assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission’, *ECL* 2011, p. 165-174.

<sup>10</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 november 2002, te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf); Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 183 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

<sup>11</sup> Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 178 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

<sup>12</sup> I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 486.

<sup>13</sup> Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 178 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

<sup>14</sup> Zie in dit verband <sup>14</sup> S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 195 e.v.

### 3. Theoretische kanttekeningen bij de effectiviteit van de comply or explain regel

Op Europees niveau wordt de bruikbaarheid van het comply or explain principe niet generiek in twijfel getrokken. Uit onderzoek, verricht in opdracht van de Europese Commissie naar toezicht- en handhavingssystemen voor corporate governance codes in de lidstaten, blijkt een grote tevredenheid van zowel wetgevers als marktdeelnemers, zijnde beleggers en ondernemingen, ten aanzien van de bruikbaarheid en het functioneren van dit principe.<sup>15</sup> Een algehele herziening van de leest waarop de moderne corporate governance codes zijn geschoeid, lijkt daarmee van de baan. Wel wordt op meerdere plaatsen erkend dat het pas toe of leg uit beginsel niet in alle omstandigheden even doeltreffend is en dat maatregelen dienen te worden genomen teneinde de effectiviteit van de pas toe of leg uit regeling te bevorderen.<sup>16</sup> In dit verband wordt een aantal knelpunten van de pas toe of leg uit aanpak op Europees niveau geïdentificeerd. Gewezen wordt bijvoorbeeld op de vermeende passiviteit van de aandeelhouders. De code en het comply or explain principe zijn gericht op handhaving door de aandeelhouders. Zij bevinden zich in de beste positie om bestuurders en commissarissen aan te spreken op de gekozen corporate governance structuur. De aan de pas toe of leg uit regeling ten grondslag liggende gedachte is volgens sommige auteurs sterk gericht op de aandeelhouders en het creëren van aandeelhouderswaarde. Het principe is ontstaan tegen de achtergrond en binnen de traditie van een shareholder model waarin weinig ruimte is voor het waarborgen van stakeholder belangen.<sup>17</sup> Wanneer de aandeelhouders als belangrijkste handhavers van een goede corporate governance structuur dienen te worden aangewezen, is er weinig ruimte voor het waarborgen van stakeholder belangen wanneer die stakeholder belangen niet parallel lopen met het aandeelhoudersbelang.<sup>18</sup> Daarnaast wordt er in de literatuur op gewezen dat aandeelhouders vaak te passief zijn en hebben af te rekenen met 'free rider'-problemen.<sup>19</sup> Voor beleggers met een ruim gediversificeerde aandelenportefeuille is het houden van toezicht op het naleven van de codebepalingen een kostbare aangelegenheid.

Een ander knelpunt ten aanzien van het functioneren van de pas toe of leg uit regeling is het gebrek aan deugdelijke uitleg ingeval van afwijkingen van de code. De kwaliteit van de uitleg die ondernemingen geven wanneer zij van de best practice bepalingen zoals geformuleerd in

---

<sup>15</sup> Onderzoek naar 'Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States', 23 september 2009, p. 12 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm); Groenboek corporate governance, p. 20.

<sup>16</sup> Onderzoek naar 'Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States', 23 september 2009, te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm); Groenboek corporate governance, p. 20.

<sup>17</sup> J. Parkinson en G. Kelly, 'The Combined Code on Corporate Governance', *The Political Quarterly* 1999, p. 101-107; S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, 'Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?' *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 195.

<sup>18</sup> Helaas valt het buiten het bestek van deze bijdrage om in te gaan op de interessante vraag naar het waarborgen van andere belangen dan het aandeelhouders belang met behulp van corporate governance codes.

<sup>19</sup> A. Steeno, 'Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a "Comply or Explain" Approach', *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2005-2006, p. 400; Onderzoek naar 'Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States', 23 september 2009, p. 15 e.v. te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm); Groenboek corporate governance, p. 21.

de code afwijken, laat nogal eens te wensen over en dient te worden verbeterd.<sup>20</sup> De uitleg is soms zo summier dat aandeelhouders op basis van datgene wat bekend is gemaakt geen betekenisvolle dialoog met het bestuur kunnen aangaan teneinde de redenen voor afwijking op hun merites te beoordelen.<sup>21</sup> Bovendien blijken aandeelhouders volgens sommige auteurs pas in actie te komen en zijn zij pas bereid de door het bestuur gemaakte corporate governance keuzes kritisch tegen het licht te houden nadat er zich problemen hebben voorgedaan en het bestuur onvoldoende heeft gepresteerd.<sup>22</sup> In de literatuur wordt erop gewezen dat beleggers geneigd zijn om de aandelenprijs te hanteren als graadmeter voor de kwaliteit van corporate governance binnen een onderneming. Doordat aandeelhouders zo een reactieve positie innemen en de aandelenprijs als graadmeter hanteren, is de handhaving van corporate governance codes door aandeelhouders met name gericht op compliance en niet op de uitleg die aan een afwijking van de code wordt gegeven.<sup>23</sup> De effectiviteit van de corporate governance codes en het daaraan ten grondslag liggende pas toe of leg uit principe zou echter gebaat zijn bij een inhoudelijk oordeel van de aandeelhouders over de kwaliteit van de code bepalingen voor ‘hun’ onderneming in vergelijking met de kwaliteit van de afwijkende regeling die de vennootschap toepast.<sup>24</sup> Het gevolg is dat bestuurders uit angst om door de markt te worden afgerekend, niet van de best practice bepalingen in de codes durven af te wijken. Zelfs niet wanneer dat voor hun vennootschap tot een effectievere vorm van corporate governance zou leiden. Het is voor bestuurders immers onduidelijk of aandeelhouders de afwijkingen achteraf op gelijke wijze zullen waarderen.<sup>25</sup> Het gevolg is dat de code ondanks de beoogde flexibiliteit toch een strak keurslijf vormt waarbij een one size fits all formule door iedereen wordt toegepast.<sup>26</sup>

---

<sup>20</sup> Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 178 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).; Groenboek corporate governance, p. 20. Zie ook voor wat betreft de situatie in de UK I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 489 en S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 193-201. Zie ook in dit verband N.K. Cankar, S. Deakin and M. Simoneti, ‘The Reflexive Properties of Corporate Governance Codes: The Reception of the ‘Comply-or-explain’ Approach in Slovenia’, *Journal of Law and Society* 2010, volume 37, nr. 3, p. 501-525.

<sup>21</sup> I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 490.

<sup>22</sup> In die zin onder meer I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 492; S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 199 e.v.

<sup>23</sup> Zie in dit verband I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 487 e.v.; en S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, ‘Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?’ *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 199 e.v.; L. Enriques, H. Hansmann en R. Kraakman, ‘The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class’, in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press 2009, p. 67.

<sup>24</sup> I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 486.

<sup>25</sup> I. MacNeil and X. Li, “‘Comply or Explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code, *Corporate Governance* 2006, volume 14 nr. 5, p. 487.

<sup>26</sup> L. Enriques, H. Hansmann en R. Kraakman, ‘The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class’, in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press 2009, p. 67 voetnoot 65 onder verwijzing naar G. Hertig, ‘On-going Board Reforms: One Size Fits All and Regulatory Capture’,

Zoals in de inleiding reeds werd aangegeven, is de spreiding van het aandeelhouderschap en de aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders een ander knelpunt dat de effectiviteit van het comply or explain principe kan beïnvloeden. In tegenstelling tot het Verenigd Koninkrijk, wordt een aantal van de continentaal-Europese landen niet gekenmerkt door een gespreid maar veeleer door een geconcentreerd aandelenbezit in handen van één of meerdere controlerende aandeelhouders.<sup>27</sup> Doorgaans wordt gesteld dat machtsconcentratie aanleiding geeft tot een betere corporate governance en een strenger toezicht op het bestuur van de vennootschap.<sup>28</sup> Echter, de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder leidt tot een andersoortig agency probleem namelijk het probleem dat de belangen van de controlerende aandeelhouder veelal niet parallel lopen aan die van de minderheidsaandeelhouder en dat die minderheidsaandeelhouder voor wat betreft het bepalen van de corporate governance structuur van de onderneming en de behartiging van zijn belangen wordt overschaduwed door de controlerende aandeelhouder(s). Het gevaar bestaat dat de controlerende aandeelhouder de vennootschap gebruikt (en soms ook misbruikt) om uitsluitend zijn eigen belang te dienen.<sup>29</sup> Volgens sommigen leidt de aanwezigheid van een controlerend aandeelhouder binnen familiebedrijven tot minder transparantie en gebrekkige uitleg over het gekozen corporate governance beleid.<sup>30</sup> De controlerende aandeelhouder zou zich veelal als een insider gedragen en weinig redenen hebben om private informatie publiekelijk bekend te maken.<sup>31</sup> Uit ander onderzoek blijkt dan weer geen directe link te bestaan tussen de kwaliteit van de uitleg voor afwijking van de code en de aanwezigheid van een controlerend aandeelhouder.<sup>32</sup> Binnen een vennootschap met controlerende aandeelhouders is wellicht een ander type corporate governance geboden dan in een vennootschap die gekenmerkt wordt door gespreid aandeelhouderschap. De comply or explain regeling biedt de mogelijkheid om in dergelijke,

---

*Oxford Review of Economic Policy* 2005, p. 273-274. Zie in die zin ook P. Coombes en S. Chui-Yin Wong, 'Why Codes of Governance Work', *The McKinsey Quarterly* 2004, nr. 2, p. 53.

<sup>27</sup> L. Enriques en P. Volpin, 'Corporate Governance Reforms in Continental Europe', *Journal of Economic Perspectives* 2007, volume 21 nr. 7, p. 117. Hierbij dient echter te worden opgemerkt dat een strikte scheiding tussen beide modellen slecht aan te brengen is. De aandeelhoudersstructuur zal immers per onderneming verschillen en beide vormen van aandeelhouderschap, verspreid en geconcentreerd kunnen zich in eenzelfde markt voordoen. Zie E. Mouthaan, 'Corporate Governance Reform in the US and EU-Time for a Change', *European Company Law* 2008, p. 124.

<sup>28</sup> A. Steeno, 'Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a "Comply or Explain" Approach', *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2005-2006, p. 405; L. Enriques en P. Volpin, 'Corporate Governance Reforms in Continental Europe', *Journal of Economic Perspectives* 2007, volume 21 nr. 7, p. 122.

<sup>29</sup> A. Steeno, 'Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a "Comply or Explain" Approach', *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2005-2006, p. 406; L. Enriques en P. Volpin, 'Corporate Governance Reforms in Continental Europe', *Journal of Economic Perspectives* 2007, volume 21 nr. 7, p. 122; E. Mouthaan, 'Corporate Governance Reform in the US and EU-Time for a Change', *European Company Law* 2008, p. 124. Zie over de verhouding tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders eveneens Ronald J. Gilson, 'Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy', 119 *Harv. L. Rev.* 2006 1641-1679.

<sup>30</sup> S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, 'Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?' *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 198 onder verwijzing naar M. Becht, P. Bolton en A. Roell, 'Corporate Governance and Control' in: G. Constantinides, M. Harris en R. Stulz (red.), *Handbook of the economics of finance*, London: Elsevier Science.

<sup>31</sup> S. Arcot, V. Bruno, A. Faure-Grimaud, 'Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?' *International Review of Law and Economics*, 30 2010, p. 198.

<sup>32</sup> Onderzoek naar 'Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States', 23 september 2009, p. 14 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)

op de vennootschap en de aandeelhoudersstructuur toegespitste, afwijkende corporate governance structuren te voorzien.<sup>33</sup> De vraag is echter of de minderheidsaandeelhouder over voldoende middelen beschikt teneinde een dergelijke afwijking af te dwingen. In het Groenboek corporate governance vraagt de Commissie zich dan ook af of het systeem van naleven en motiveren wel zonder meer geschikt is voor vennootschappen die te maken hebben met een aandeelhouder met overwegende zeggenschap. Onder dergelijke omstandigheden kan het voor minderheidsaandeelhouders moeilijk zijn om hun stempel te drukken op het corporate governance beleid. De vraag is dan ook of in dergelijke gevallen het systeem van naleven en motiveren niet dient te worden geflankeerd door wetgeving ter bescherming van de minderheidsaandeelhouder.

#### 4. De werking van de comply or explain regel in Nederland

In deze paragraaf bekijken wij, deels aan de hand van eigen onderzoek, of de in de vorige paragraaf gesignaleerde knelpunten zich ook in Nederland voordoen, acht jaar nadat de Nederlandse corporate governance code tot stand is gekomen.<sup>34</sup>

##### *4.1 De activiteiten van aandeelhouders*

De effectiviteit van de comply or explain regel is afhankelijk van de mate waarin aandeelhouders het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording roepen over de toepassing van de codebepalingen en over de deugdelijkheid van de motivering van eventuele afwijkingen. Aandeelhouders kunnen daarbij gebruik maken van de hen ter beschikking staande rechten (binnen en buiten de algemene vergadering).<sup>35</sup> De vraag is echter of de aandeelhoudersvergadering haar voorziene rol als de ultieme waakhond van de code waarmaakt. Om deze vraag te beantwoorden nemen wij hieronder in beschouwing: i) de mate van betrokkenheid van aandeelhouders bij de besluitvorming op de Nederlandse algemene vergaderingen in de zin van het stemmen op deze vergaderingen, het stellen van vragen en het maken van opmerkingen over corporate governance, ii) het zelf agenderen van corporate governance onderwerpen en iii) het voeren van juridische procedures over corporate governance.

Blijkens grafiek 1 is de betrokkenheid van aandeelhouders bij het reilen en zeilen van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, sinds de totstandkoming van de Nederlandse corporate governance code, sterk toegenomen. Steeds meer aandeelhouders nemen deel aan de stemming over belangrijke corporate governance agendapunten zoals de benoeming van

---

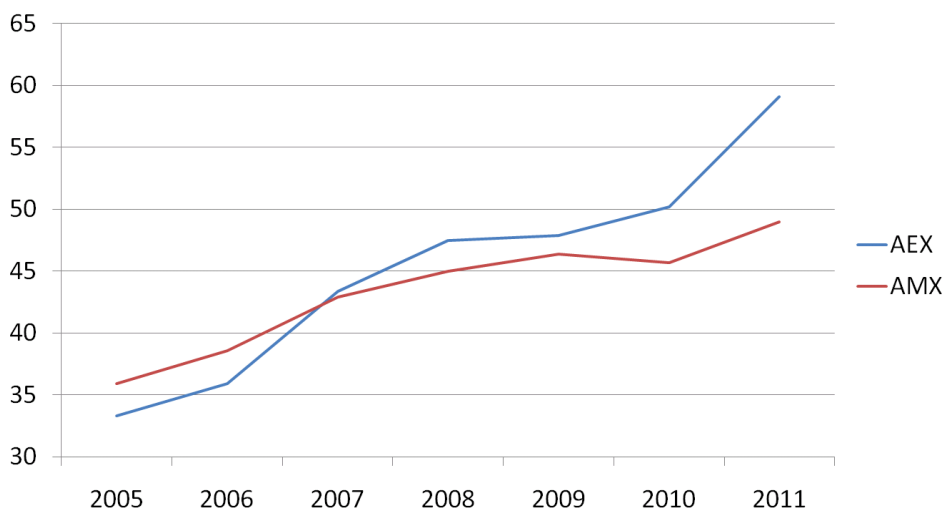
<sup>33</sup> Zie over de bescherming van minderheidsaandeelhouders door de corporate governance code A. Steeno, 'Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a "Comply or Explain" Approach', *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 2005-2006, p. 405 e.v.

<sup>34</sup> In het hiernavolgende hanteren wij de termen Code Tabaksblat of Nederlandse corporate governance code ter verwijzing naar de thans in Nederland geldende corporate governance code. Wij spreken voorts van 'Code Tabaksblat 2003' wanneer wij de eerste versie van de Nederlandse corporate governance code, zoals opgenomen in *Stcrt.* nr. 250 d.d. 27 december 2004, bedoelen en van 'Code Tabaksblat 2008' wanneer wij de in 2008 gewijzigde Nederlandse corporate governance code, zoals opgenomen in *Stcrt.* nr. 18499 d.d. 3 december 2009, bedoelen.

<sup>35</sup> Zie ook paragraaf 8 van de preambule van de Code Tabaksblat 2003.

bestuurders en commissarissen, de décharge van het bestuur en van de raad van commissarissen en statutenwijzigingen.

*Grafiek 1: aantal uitgebrachte stemmen op algemene vergaderingen van de Nederlandse vennootschappen waarvan aandelen zijn opgenomen in de AEX- en AMX-index (% van het totaal; exclusief de stemmen uitgebracht door administratiekantoren)<sup>36</sup>*



De Monitoring Commissie Corporate Governance Code heeft een aantal jaren onderzoek laten verrichten naar de aandeelhoudersactiviteiten op het terrein van corporate governance tijdens aandeelhoudersvergaderingen. Uit tabel 1 blijkt dat er elk jaar honderden vragen worden gesteld en opmerkingen worden gemaakt over corporate governance in het algemeen en de Code Tabaksblat in het bijzonder. Opvallend is wel dat dit aantal in 2008 is afgenomen. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat vijf jaar na inwerkingtreding van de code de meeste beursgenoteerde ondernemingen hun corporate governance structuur beter op orde hebben.

*Tabel 1: aantal vragen gesteld en opmerkingen gemaakt over corporate governance en Code Tabaksblat tijdens algemene vergaderingen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen<sup>37</sup>*

|   | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|------|------|------|
| Aantal vragen over corporate governance | -    | 713  | 720  | 522  |
| Aantal vragen over Code Tabaksblat      | 400  | 323  | 299  | 177  |
| Opmerkingen over corporate governance   | -    | 457  | 468  | 367  |

<sup>36</sup> Bron: R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011', *Ondernemingsrecht*, 2011, 74, p. 367-375 (afl. 10/11).

<sup>37</sup> Bron: de in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code door Rematch Holding verrichte onderzoeken naar de activiteiten van aandeelhouders in 2006, 2007 en 2008 (te downloaden via [www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)).



|   |   |      |      |     |
|---|---|------|------|-----|
| Totaal aantal vragen en opmerkingen over corporate governance | - | 1170 | 1188 | 889 |
|---|---|------|------|-----|

De in de algemene vergadering gestelde vragen en gemaakte opmerkingen over de toepassing en afwijkingen van de Code Tabaksblat hebben in een aantal gevallen geleid tot het door de algemene vergadering verwerpen of intrekken van de door de ondernemingsleiding voorgestelde besluiten. Dit gebeurde in 2008 bijvoorbeeld bij de voorstellen tot wijziging van het beloningsbeleid bij Philips, VastNed Retail en Corporate Express. Aandeelhouders maakten bij deze ondernemingen vooral bezwaar tegen het ontbreken van uitdagende prestatiecriteria bij de toekenning van variabele beloningselementen, één van de kernprincipes van de Code Tabaksblat (principe II.2).<sup>38</sup> In 2011 verleende de algemene vergadering van TNT de raad van commissarissen geen decharge in verband met onder andere de afwijking van best practice bepaling IV.1.1<sup>39</sup> door TNT Express – de divisie van TNT die in 2011 naar de beurs werd gebracht<sup>40</sup>. In 2010 kon het voorstel van ING Groep over de wijze van implementatie van de Code Tabaksblat 2008 alleen met ‘hulp’ van het administratiekantoor van ING Groep worden aangenomen. De ING-certificaathouders die op grond van een stemvolmacht van het administratiekantoor zelf aan de besluitvorming meededen, stemden met een grote meerderheid tegen de wijze waarop de bank-verzekeraar voornemens was de code te implementeren.<sup>41</sup>

Aandeelhouders hebben niet alleen vragen gesteld over, opmerkingen gemaakt bij en gestemd over corporate governance voorstellen die waren voorbereid door de ondernemingsleiding, zij hebben in een aantal gevallen zelf – via het agenderingsrecht op de voet van artikel 2:114a BW – ook het initiatief genomen corporate governance onderwerpen te agenderen. Tussen 2005 en 2011 hebben aandeelhouders in totaal veertig keer gebruik gemaakt van het agenderingsrecht. 18 van deze gevallen hadden betrekking op de belangrijke corporate governance onderwerpen ontslag en benoeming van bestuurders en commissarissen<sup>42</sup>. Eén keer werd expliciet een codebepaling geagendeerd, namelijk de bespreking van best practice bepaling IV.1.1. Een aandeelhouder van ASM International vroeg in 2006 aan het bestuur en de raad van commissarissen bij dat agendapunt aan de algemene vergadering uit te leggen waarom niet wordt voorgesteld om de statuten van de vennootschap in overeenstemming te brengen met best practice bepaling IV.1.1. van de Code Tabaksblat.<sup>43</sup>

<sup>38</sup> R. Abma, ‘Ontwikkelingen in het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2008’, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, nr. 5, p.109-117.

<sup>39</sup> Best practice IV.1.1 heeft betrekking op de ontslag- en benoemingsprocedure van bestuurders en commissarissen.

<sup>40</sup> R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011’, *Ondernemingsrecht*, 2011, 74, p. 367-375 (afl. 10/11).

<sup>41</sup> R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010’, *Ondernemingsrecht*, 2010, 109, p. 526-536 (afl. 13).

<sup>42</sup> R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010’, *Ondernemingsrecht*, 2010, 109, p. 526-536 (afl. 13), aangevuld met gegevens uit R. Abma, ‘Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011’, *Ondernemingsrecht*, 2011, 74, p. 367-375 (afl. 10/11).

<sup>43</sup> Zie toelichting op agendapunt 20 van de algemene vergadering van ASM International van 18 mei 2006 (www.asm.com).

Een laatste indicator voor de aandacht van aandeelhouders voor corporate governance onderwerpen is het aan de orde stellen van de corporate governance structuur en van de bepalingen uit de Code Tabaksblat in rechtszaken. In de afgelopen jaren is dat in een aantal gevallen gebeurd. Bepalingen uit de Code Tabaksblat hebben bijvoorbeeld een rol gespeeld bij de volgende rechtszaken welke door aandeelhouders zijn aangespannen: Versatel<sup>44</sup> (onder andere de bepalingen over tegenstrijdige belangen), ABN Amro<sup>45</sup> (onder andere de bepalingen over de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de algemene vergadering en over de ontslagvergoeding) en ASM International<sup>46</sup> (onder andere de bepalingen over de benoemings- en ontslagprocedure van bestuurders en commissarissen en over de rol van de raad van commissarissen).

Uit de hiervoor behandelde indicatoren kan geconcludeerd worden dat aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen corporate governance een belangrijk onderwerp vinden. Zij hebben tijdens de algemene vergadering over en bij dit onderwerp talloze vragen gesteld en opmerkingen geplaatst en soms resulteerde dit in het verwerpen van door het bestuur en de raad van commissarissen voorgestelde besluiten. Aandeelhouders hebben via het agenderingsrecht ook zelf corporate governance onderwerpen op de agenda van algemene vergaderingen geplaatst en zij zijn in een aantal gevallen rechterlijke procedures gestart om de rechter te laten oordelen in geschillen die onder andere betrekking hadden op de corporate governance structuur van de betreffende onderneming en/of het niet-toepassen van codebepalingen. Het lijkt er derhalve op dat aandeelhouders zich goed rekenschap hebben gegeven van de oproep van de Commissie Tabaksblat in paragraaf 8 van de Code Tabaksblat 2003 om bij impasses ten aanzien van “zwaarwichtige kwesties” gebruik te maken van de aan aandeelhouders ter beschikking staande rechten (binnen en buiten de aandeelhoudersvergadering), rechterlijke procedures inbegrepen.

#### *4.2 Deugdelijkheid van de motivering van afwijkingen*

Een volgende kritische factor voor de effectiviteit van de comply or explain regel is het door beursgenoteerde ondernemingen verschaffen van een serieuze motivering voor afwijkingen van codebepalingen. Volgens paragraaf 5 van de preambule van de Code Tabaksblat 2003 zijn afwijkingen op zich niet verwerpelijk. Deze afwijkingen dienen echter, zoals in dezelfde paragraaf beschreven, te zijn gestoeld op “concrete omstandigheden waarin de vennootschap en haar aandeelhouders zich bevinden”. Een afwijking dient dus een specifieke en geen generieke grond te hebben.

Om een oordeel te vellen over de situatie in Nederland hebben wij de motivering van de afwijking van een aantal best practice bepalingen nader onder de loep genomen. Het betreft

---

<sup>44</sup> HR 14 september 2007, *JOR* 2007, 238, r.o. 3.2 en r.o. 4.4.3.

<sup>45</sup> HR 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178, r.o. 4.4 en Rechtbank Amsterdam, 29 december 2008, *JAR* 2009, 26, r.o. 1.7, 1.8, 1.21 en 29.

<sup>46</sup> HR 9 juli 2010, *JOR* 2010, 228, r.o. 3.1, 3.4.8, 4.4.2 en 4.5.1 en OK 14 april 2011, *JOR* 2011, 179, r.o. 3.14 en 3.17.

die best practice bepalingen waarvan vaak wordt afgeweken<sup>47</sup>: de best practice bepalingen II.1.1 (maximum benoemingstermijn van bestuurders)<sup>48</sup>, II.2.8 (maximum ontslagvergoeding voor bestuurders), III.3.5 (maximum zittingstermijn van commissarissen) en IV.1.1 (vereisten voor de algemene vergadering om een bindende benoemingsvoordracht te doorbreken en/of om bestuurders en commissarissen te ontslaan). Wij hebben een inventarisatie gemaakt van de rapportages over de naleving van bovengenoemde best practice bepalingen in het boekjaar 2010 door de honderd grootste Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

*Tabel 2: aard van de uitleg van ondernemingen die van bepaalde best practice bepalingen afwijken (totaalaantal onderzochte ondernemingen: 100)*

|                          | II.1.1 | II.2.8 | III.3.5 | IV.1.1 |
|--------------------------|--------|--------|---------|--------|
| Generieke uitleg         | 13     | 17     | 9       | 9      |
| Behoud van flexibiliteit | 3      | 7      | 5       |        |
| Specifieke uitleg        |        | 2      | 2       | 1      |
| Geen uitleg              |        |        | 3       | 18     |

*Noot: onder “generieke uitleg” verstaan wij uitleg aan de hand van argumenten die de Commissie Tabaksblad reeds had meegewogen bij het opstellen van de definitieve code, zoals kenbaar uit de ‘Verantwoording van het werk van de commissie’ (bijlage bij Code Tabaksblad 2003), dus niet specifiek toegespitst op de situatie van de onderneming.*

*Onder “behoud van flexibiliteit” rangschikken wij uitleg als: “in beginsel” of “in principe” wordt voldaan aan de betreffende codebepaling, maar de vennootschap wil de vrijheid behouden om in specifieke omstandigheden toch te kunnen afwijken.*

*Onder “specifieke uitleg” scharen wij uitleg die is toegespitst op de specifieke omstandigheden van de onderneming.*

*Als sprake is van “geen uitleg” wil dat zeggen dat wij in de corporate governance paragraaf of statement geen uitleg aantreffen voor een afwijking.*

Uit tabel 2 blijkt dat slechts een gering aantal ondernemingen de motivering van de uitleg toespitst op de specifieke situatie bij de betreffende onderneming. Indien van de code wordt afgeweken, wordt in de meerderheid van de gevallen volstaan met een generieke uitleg of wordt helemaal geen uitleg verschaft. Dit laatste komt relatief vaak voor bij de niet-toepassing van best practice bepaling IV.1.1, waardoor ondernemingen in strijd met de wet handelen.<sup>49</sup>

Onze bevinding ten aanzien van dit onderdeel is dat in de overgrote meerderheid van de gevallen waarbij sprake is van een afwijking, de motivering in algemene bewoordingen is

<sup>47</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, ‘Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code’, december 2010, tabel 1, p. 18-19.

<sup>48</sup> ‘Bestaande gevallen’, d.w.z. benoemingstermijnen van bestuurders die reeds bestuurder waren voor inwerkingtreding van de Code Tabaksblad 2003, zijn door ons niet aangemerkt als afwijking, mede gelet op paragraaf 12 van de Code Tabaksblad 2003.

<sup>49</sup> Wij komen ten aanzien van best practice bepaling IV.1.1 op 28 afwijkingen, terwijl de Monitoring Commissie in haar monitoring rapport van december 2010 (over boekjaar 2009) uitkomt op een totaal van 16. Dit doet bij ons het vermoeden rijzen dat de Monitoring Commissie alleen afgaat op de corporate governance rapportage die door de onderneming wordt gegeven en dat niet wordt getoetst of deze rapportage consistent is met andere, openbare informatiebronnen, zoals statuten en persberichten.

geformuleerd, er een ‘disclaimer’ is ingebouwd of de motivering helemaal ontbreekt. Deze bevinding is een bevestiging van de in paragraaf 3 besproken kritische kanttekeningen die in de literatuur bij het functioneren van de comply or explain regel worden geplaatst. Het gebrek aan motivering draagt niet bij aan het vertrouwen van de maatschappij, aandeelhouders en andere stakeholders in de effectiviteit van de comply or explain regel.<sup>50</sup>

#### *4.3 De werking van de ‘pas toe of leg uit’-regel bij ondernemingen die worden gekenmerkt door één of meerdere controlerende aandeelhouders*

In paragraaf 3 beschreven wij dat de pas toe of leg uit regel bij ondernemingen die worden gekenmerkt door één of meerdere controlerend aandeelhouders mogelijk ineffectief kan blijken. Om dit te onderzoeken hebben wij de motivering van afwijkingen van de best practice bepalingen beoordeeld die zien op de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen (best practice bepaling III.2.1), de zittingstermijn van commissarissen (III.3.5) en het functioneren van het administratiekantoor (best practice bepalingen onder IV.2). Indien controlerende aandeelhouders de codebepalingen niet serieus zouden nemen, zouden wij juist bij deze codebepalingen relatief vaak afwijkingen verwachten. Wij kunnen ons namelijk voorstellen dat controlerend aandeelhouders in de raad van commissarissen zitting willen hebben en in dat geval ook minder geneigd zijn zich te houden aan de door de code opgelegde maximale zittingstermijn. Daarnaast kunnen wij ons voorstellen dat de grootaandeelhouder van ‘gecertificeerde’ ondernemingen – het administratiekantoor – het lastig kan vinden om zijn ‘macht’ vrijwillig op te geven. Een controlerend aandeelhouder wordt in dit verband door ons gedefinieerd als een aandeelhouder die een belang houdt dat groter is dan 30%, omdat de wetgever veronderstelt dat een partij die een dergelijk percentage bereikt “overwegende zeggenschap” heeft over een onderneming en verplicht is om een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen.<sup>51</sup>

Van de honderd onderzochte ondernemingen kennen 26 ondernemingen één of meerdere controlerende aandeelhouders, administratiekantoren uitgezonderd. 15 ondernemingen hebben hun gewone aandelen (deels) bij een administratiekantoor ondergebracht en hebben slechts de certificaten van aandelen aan een effectenbeurs genoteerd.

De bevindingen ten aanzien van best practice bepaling III.2.1 en III.3.5 zijn in tabel 3 gepresenteerd.

---

<sup>50</sup> De kwaliteit van de uitleg van afwijkingen door Nederlandse ondernemingen steekt nog wel gunstig af bij die van veel ondernemingen die in andere EU-lidstaten zijn gezeteld (Onderzoek naar ‘Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States’, 23 september 2009, p. 14 te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)).

<sup>51</sup> Art. 5:70 jo. art. 1:1 Wft. Partijen die bij inwerkingtreding van deze wettelijke verplichting reeds een controlerend belang hadden, zijn uitgezonderd van de biedplicht, alsmede partijen die in het kader van een beursgang een controlerend belang houden. De door de wetgever vastgestelde controlegrens neemt niet weg dat bij ondernemingen met wijdverspreid aandeelhouderschap en een geringe participatie van aandeelhouders aan de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering, aandeelhouders met een geringer belang dan 30% al feitelijk controle kunnen hebben.

*Tabel 3: Aantal afwijkingen van best practice bepaling III.2.1 en III.3.5 door de 26 ondernemingen die één of meerdere controlerende aandeelhouders kennen*

|           | III.2.1   | III.3.5 |
|-----------|-----------|---------|
| Afwijking | 4 (= 15%) | 6 (23%) |

Van de vier ondernemingen die afwijken van best practice bepaling III.2.1 en die één of meer aandeelhouders met een controlerend belang kennen, hangt de afwijking mede samen met het feit dat één of meerdere commissarissen gelieerd zijn aan de betreffende controlerend aandeelhouder. In de motivering wordt verwezen naar bedongen rechten van de controlerend aandeelhouder dan wel dat de onderneming vindt dat kennis en ervaring belangrijker zijn dan onafhankelijkheid. Van de gehele populatie onderzochte ondernemingen zijn er in totaal tien die afwijken van best practice bepaling III.2.1. Van de zes ondernemingen die een afwijking rapporteren van best practice bepaling III.3.5 en die worden gekenmerkt door één of meerderde controlerende aandeelhouders hangt bij één onderneming de afwijking samen met het feit dat de commissaris die gelieerd is aan de grootaandeelhouder langer dan 12 jaar deze post bekleedt. Zoals blijkt uit tabel 2 zijn er van de honderd onderzochte ondernemingen in totaal 19 ondernemingen die een afwijking rapporteren van best practice bepaling III.3.5.

Van de 15 ondernemingen die hun gewone aandelen (deels) hebben gecertificeerd, rapporteren vier (27%) een afwijking van de bepaling dat het administratiekantoor in alle omstandigheden volmachten verschaft aan certificaathouders. Bij de motivering van deze afwijking verwijzen twee ondernemingen naar bestaande wetgeving en de overige twee naar de noodzakelijke bescherming van de onderneming in verband met de grootte van de onderneming dan wel om het vertrouwelijke karakter van de informatie van opdrachtgevers te borgen. Dit zijn geen ondernemings specifieke motiveringen. De overige elf ondernemingen hebben het beschermingskarakter van certificering in de afgelopen jaren opgeheven.

Uit deze bevindingen kan worden geconcludeerd dat inderdaad een aantal ondernemingen dat een controlerend aandeelhouder kent, afwijkt van belangrijke bepalingen die minderheidsaandeelhouders tegen de ‘macht’ van de controlerend aandeelhouder moeten beschermen. Daarbij moet echter wel worden aangetekend dat dit een minderheid van de ‘gecontroleerde’ ondernemingen betreft en dat het aantal afwijkingen van deze bepalingen niet groter is (integendeel: kleiner) dan bij ondernemingen die niet een controlerend aandeelhouder kennen. Daarbij komt dat in het geval van certificering van aandelen een ruime meerderheid van de betreffende ondernemingen vrijwillig dan wel onder druk van de code heeft gekozen voor het afschaffen van het beschermingskarakter van certificering en op deze wijze de macht van de controlerend aandeelhouder zelf heeft ingeperkt.

#### 5. Naar een doeltreffendere comply or explain regel

Uit paragraaf 4 blijkt dat de aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen corporate governance en de naleving van de Code Tabaksblat belangrijke onderwerpen vinden, maar dat zij blijkbaar niet in staat zijn om i) een deugdelijke motivering van belangrijke afwijkingen van codebepalingen af te dwingen en ii) ondernemingen aan te

spreekt op het ontbreken van de rapportage van een afwijking wanneer deze afwijking uit andere informatiebronnen blijkt. Daarbij doet zich geen (statistisch) verschil voor tussen ondernemingen die door één of enkele aandeelhouders worden gecontroleerd en ondernemingen die een verspreid aandeelhouderschap kennen. Wij constateren dat de afwezigheid van rapportages over afwijkingen en de gebrekkige deugdelijkheid van de onderbouwing van afwijkingen derhalve de belangrijkste knelpunten in de effectiviteit van het code-instrument in Nederland zijn. In deze paragraaf bekijken wij of er mogelijkheden zijn om deze knelpunten weg te nemen. Wij behandelen achtereenvolgens de rol van de accountant, de rol van de publieke toezichthouder, de versterking van de rol van de aandeelhouder en een uitbreiding van de taak van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

### *5.1 Uitbreiding van de taak van de accountant*

Op grond van artikel 2:393 lid 3 BW onderzoekt de externe accountant onder andere of het jaarverslag overeenkomstig de wettelijke voorschriften is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is. In artikel 3c van het Besluit tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag<sup>52</sup> is het onderzoek van de externe accountant naar de corporate governance verklaring gespecificeerd: de externe accountant moet onderzoeken of de beursgenoteerde onderneming in het jaarverslag heeft opgenomen:

- a) een mededeling over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de Code Tabaksblad die zijn gericht tot het bestuur of de raad van commissarissen;
- b) een motivering van (voorgenomen) afwijkingen van principes en best practice bepalingen van de Code Tabaksblad.

In een zogenaamde praktijkhandreiking<sup>53</sup> heeft de beroepsorganisatie van accountants, het Koninklijk NIVRA, verduidelijkt dat wanneer de hiervoor genoemde informatie (deels) ontbreekt dit tot uitdrukking moet komen in de strekking van de controleverklaring. Het NIVRA onderscheidt daarbij de volgende situaties:

- i) er is sprake van tekortkomingen in het jaarverslag, bijvoorbeeld omdat de codebepalingen niet allemaal zijn toegepast en de verantwoording hierover niet in het jaarverslag is opgenomen;
- ii) de verantwoording over de toepassing van de bepalingen geeft een materieel onjuiste voorstelling van zaken;
- iii) de verantwoording in het jaarverslag betreffende de informatie over de toepassing van de codebepalingen bevat materiële tegenstrijdigheden ten opzichte van de jaarrekening.

In het monitoring rapport 2010 van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code schrijft de voorzitter: *“De Monitoring Commissie is zich ervan bewust dat onduidelijkheid bestaat over de rol van de accountant waar het gaat om de controle op de naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen. De Commissie roept de accountant evenwel op*

---

<sup>52</sup> Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (*Stb.* 747). Laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 10 december 2009 (*Stb.* 545).

<sup>53</sup> Praktijkhandreiking 1109, ‘De verantwoordelijkheid van de accountant bij de toetsing van in het jaarverslag opgenomen corporate governance-informatie’, Koninklijk NIVRA, 11 maart 2010.

*het bestuur van de onderneming aan te spreken, als de Code niet wordt nageleefd (dat wil zeggen niet word (sic) toegepast of uitgelegd).*”<sup>54</sup> De door de voorzitter van de Monitoring Commissie gesignaleerde onduidelijkheid kan wellicht betrekking hebben op de vraag hoe ver de accountant dient te gaan bij het uitvoeren van een controle en meer in het bijzonder bij het beantwoorden van de vraag of sprake is van een “materieel onjuiste voorstelling van zaken” wanneer de onderneming geen afwijking van bijvoorbeeld best practice bepaling IV.1.1 (zie paragraaf 4.2) rapporteert, terwijl de statuten op dit punt niet ‘Tabaksblat proof’ blijken te zijn. De vraag is met andere woorden: dient de accountant niet alleen na te gaan of een corporate governance verklaring in het jaarverslag aanwezig is, maar ook of de inhoud van deze verklaring consistent is met andere informatiebronnen? Wij menen in het geval van dit aangehaald voorbeeld van wel, aangezien het achterwege laten van deze afwijking beleggers op het verkeerde been kan plaatsen. In het verleden is gebleken dat de aanwezigheid of het afbreken van beschermingsconstructies – verhoogde drempels voor de aandeelhoudersvergadering om bestuurders en commissarissen te ontslaan kunnen hieronder worden gevoegd – wel degelijk koerseffecten kan hebben en juiste informatie daarover voor beleggers van materieel belang is.<sup>55</sup> Wij pleiten er derhalve voor dat de externe accountant de corporate governance verklaring ook onderzoekt op consistentie met andere, bij de externe accountant bekende, publieke dan wel niet-publieke, informatiebronnen. Een dergelijke controle dient in ieder geval plaats te vinden wanneer informatie over de (niet-)naleving van de betreffende codebepaling de beleggingsbeslissing van een belegger kan beïnvloeden. Volgens ons volgt een dergelijke toetsing uit de opdracht van de externe accountant om te onderzoeken of de door de onderneming verschaft informatie over de corporate governanceverklaring geen materieel onjuiste voorstelling van zaken geeft.

Wij zijn geen voorstanders van een uitbreiding van de werkzaamheden van de externe accountant naar ook het toetsen en het beoordelen van de uitleg van afwijkingen van de codebepalingen. Een dergelijke toetsing zou in de eerste plaats vergen dat de externe accountant zich uitsprekt over de kwaliteit van de motivering. Het geven van een dergelijk oordeel zou een apart toetsingskader vergen, hetgeen op dit moment (nog) niet voorhanden is. Een oordeel over de naleving van dit toetsingskader zou ook in grote mate subjectief zijn, hetgeen (nu nog) niet past bij de rol van de externe accountant. Bovendien zou de externe accountant zich moeten uitspreken over de vraag of, gelet op de situatie van de onderneming, i) de afwijking gerechtvaardigd is en ii), voor zover niet wordt afgeweken, het toepassen van de best practice bepaling recht doet aan de bijzondere omstandigheden van de desbetreffende onderneming. De comply or explain regeling is er immers op gericht om afwijkingen mogelijk te maken indien een afwijking onder omstandigheden tot een betere corporate governance zou leiden (zie in dit verband paragraaf 3). Het past naar onze mening niet bij de taakopdracht van de externe accountant om zich een oordeel te vellen over de inrichting van de corporate governance structuur van de betreffende onderneming. De externe accountant

---

<sup>54</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, ‘Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code’, december 2010, p. 7.

<sup>55</sup> Zie bijvoorbeeld de aangehaalde beleggers in het artikel “Activisme bij TNT levert bitter weinig op” in *Het Financieele Dagblad* van 21 juni 2011.

zou dan in wezen een oordeel vellen over het beleid van het bestuur. Dat moet wat ons betreft voorbehouden blijven aan de raad van commissarissen, die tezamen met het bestuur, daarover verantwoording afleggen aan de aandeelhoudersvergadering.<sup>56</sup>

### *5.2 Uitbreiding van de taak van de publieke toezichthouder*

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) toetst in het kader van het toezicht op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen of in het jaarverslag een verklaring over de naleving van de Code Tabaksblat is opgenomen, zoals vereist op grond van artikel 2a Besluit tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag jo. artikel 2:391 lid 5 BW. In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel waarin het publieke toezicht op de financiële verslaggeving werd geïntroduceerd, is door de regering opgemerkt dat de AFM de corporate governance verklaring niet inhoudelijk toetst.<sup>57</sup> De AFM moet wel toetsen *“of de inhoud van deze mededeling consistent is met de inhoud van de rest van het jaarverslag en van andere openbare informatie (consistentietoets). De AFM toetst dus of de inhoud van de mededeling consistent is, maar niet of de inhoud van de mededeling inzake corporate governance inhoudelijk juist is of naar het inzicht van de AFM blijkt geeft van goede corporate governance. Dat is de verantwoordelijkheid van de AvA”*, aldus de regering.<sup>58</sup>

Uit diverse activiteitenrapporten van de AFM over het toezicht op de financiële verslaggeving en ook uit de jurisprudentie valt op te maken dat de AFM sinds zij toezicht houdt op de financiële verslaggeving elk jaar meerdere ondernemingen schriftelijk heeft medegedeeld dat de corporate governance verklaring tekort schiet en/of een aanbeveling heeft gegeven om de rapportage over de naleving van de Code Tabaksblat te verbeteren.<sup>59</sup> Gelet op de hiervoor aangehaalde passage uit de toelichting op het wetsvoorstel ter introductie van het toezicht op de financiële verslaggeving gaan wij ervan uit dat deze mededelingen en aanbevelingen geen betrekking hadden op de deugdelijkheid van de motivering van afwijkingen. Uit de activiteitenrapporten wordt niet duidelijk of de mededelingen en aanbevelingen (deels) betrekking hadden op het ontbreken van consistentie tussen de inhoud van de corporate governance verklaring en andere openbare informatie zoals de statuten.

De Europese Commissie heeft in het Groenboek gesuggereerd de rol van de publieke toezichthouder te willen uitbreiden naar het toetsen van de deugdelijkheid van de uitleg (zie

---

<sup>56</sup> Dat neemt niet weg dat de externe accountant een eigen, professioneel oordeel kan hebben over de kwaliteit en de effectiviteit van de corporate governance structuur van de betreffende onderneming. De uitkomst van dit oordeel kan eventueel worden betrokken bij de controleverklaring en de vraag of een ‘emphasis of the matter’ of ‘other matters’ paragraaf moet worden opgenomen.

<sup>57</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 30 336, nr. 3, p. 14.

<sup>58</sup> Zie hierover ook J. Dinant, ‘Comply or explain; Publiekrechtelijk toezicht op de naleving van de Code Tabaksblat’, *Tijdschrift voor Jaarrekeningrecht*, 2007, nr. 4, p. 66-71.

<sup>59</sup> Zie de AFM-activiteitenrapporten financiële verslaggeving 2007, 2008, 2009 en 2010, te raadplegen via [www.afm.nl](http://www.afm.nl), en OK 28 december 2007 (Spyker/AFM), *JOR* 2008, 38, r.o. 3.58. In totaal heeft de AFM 22 mededelingen aan beursgenoteerde ondernemingen doen uitgaan waarin wordt aangegeven dat er redenen zijn om te twijfelen aan de juiste toepassing van de verslaggevingsvoorschriften omtrent de code (variërend van 9 in 2007 tot 3 in 2010); zie ook *Kamerstukken II* 2010/11, 22 112, nr. 1220, p. 8.



paragraaf 1). Hoe de Europese Commissie dit voor zich ziet, wordt niet duidelijk. In lijn met onze opmerkingen in paragraaf 5.1 zal een kader voor de toetsing van de deugdelijkheid van de uitleg noodzakelijk zijn. Bovendien zal de toezichthouder, indien hij een inhoudelijk oordeel wil vellen over de geschiktheid van de afwijking, zich op de hoogte moeten stellen van de specifieke omstandigheden waarin de onderneming zich bevindt. Het is de vraag of een dergelijke rol passend is voor een publieke toezichthouder. Ook hier dient prelabel de vraag gesteld te worden of het wenselijk is dat de publieke toezichthouder een inhoudelijke rol krijgt bij de vormgeving van de corporate governance structuur van beursgenoteerde ondernemingen.<sup>60</sup> Voor financiële instellingen is de regering inmiddels tot de conclusie gekomen dat een dergelijke rol wenselijk is.<sup>61</sup> Het is voor ons zeer de vraag of dit toezicht zou moeten worden uitgebreid naar de niet-financiële instellingen. De vormgeving en uitvoering van corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen, daaronder beslissingen om van de best practice bepalingen van de code af te wijken begrepen, hoort naar onze mening primair een zaak te zijn en te blijven tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders<sup>62</sup>, eventueel aangevuld met een monitoring commissie die op basis van zelfregulering is ingesteld en aanbevelingen en interpretaties geeft (zie paragraaf 5.4). Indien wordt geconstateerd dat er corporate governance gebreken zijn, zoals een tekortschietende motivering van afwijkingen van codebepalingen, dan zouden deze gebreken ons inziens eerder ‘gerepareerd’ moeten worden door een wijziging van de interne vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling, met inbegrip van de mogelijkheden voor aandeelhouders om mee te beslissen over de vormgeving en uitvoering van de governance, dan dat het heil van een publieke toezichthouder moet worden verwacht.<sup>63</sup>

Wel vinden wij dat de AFM strenger kan toetsen op de consistentie tussen de inhoud van de corporate governance verklaring en andere, openbare<sup>64</sup> informatiebronnen. Blijkens onze bevindingen over de toepassing van best practice bepalingen III.3.5 en IV.1.1 (zie tabel 2) heeft de handhaving van de AFM op dit punt nog niet voldoende resultaat opgeleverd. Daarnaast verdient het aanbeveling dat de AFM in de jaarlijkse activiteitenrapporten naar de buitenwereld expliciet maakt of de verzonden mededelingen en aanbevelingen over de naleving van de corporate governance code betrekking hadden op i) onvolledige

---

<sup>60</sup> Zie in dit verband eveneens P. Davies e.a., ‘Response to the European Commission’s Green Paper “The EU Corporate Governance Framework”’ European Company Law Experts, te raadplegen via: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1912548](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548).

<sup>61</sup> Zie het voorontwerp van het Wijzigingsbesluit financiële markten 2012 ([www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)). Zie ook het op 20 juli 2011 gepubliceerde richtlijnvoorstel van de Europese Commissie voor strengere kapitaalvereisten en beter ondernemingsbestuur voor banken en beleggingsondernemingen (‘CRD IV’), met name de voorgestelde artikelen 86 tot en met 91 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:EN:PDF>).

<sup>62</sup> Zo ook de Minister van Financiën in *Kamerstukken II* 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 25.

<sup>63</sup> J.B.S. Hijink wijst er bijvoorbeeld op dat de Spaanse toezichthouder een grote rol heeft in het toezicht op de naleving van de Spaanse corporate governance code, terwijl de kwaliteit van de uitleg van Spaanse ondernemingen veel lager is dan die van Nederlandse ondernemingen. Zie J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (dissertatie), Kluwer, 2010, p. 468.

<sup>64</sup> Hierin schuilt het verschil met de taak van de accountant (zie paragraaf 5.1): deze kan ook niet-openbare, maar wel bij hem bekende, informatiebronnen betrekken bij de toets op consistentie.

verantwoording over de toepassing van de codebepalingen in het jaarverslag, ii) inconsistentie tussen de inhoud van de corporate governance verklaring en andere openbare bronnen of iii) inconsistentie tussen de inhoud van de corporate governance verklaring en de jaarrekening.

### *5.3 Versterking van de rol van de aandeelhouder*

De aandeelhouders beschikken over een aantal mogelijkheden om het bestuur en de raad van commissarissen van een beursgenoteerde onderneming ter verantwoording te roepen over de inhoud van de corporate governance verklaring. Zij kunnen in de eerste plaats het bestuur en de raad van commissarissen binnen en buiten de algemene vergadering bevragen over de toepassing van de Code Tabaksblat. Indien aandeelhouders het oneens zijn met de mate van naleving van de code door de onderneming of vinden dat de motivering van afwijkingen tekort schiet, kunnen zij in de algemene vergadering, zoals opgemerkt in paragraaf 8 van de preambule van de Code Tabaksblat 2003, bijvoorbeeld besluiten het bestuur en de raad van commissarissen niet te dechargeren, de jaarrekening niet vast te stellen, het bezoldigingsbeleid van het bestuur aan te passen of af te keuren of het bestuur en de raad van commissarissen te ontslaan. Tevens hebben zij de mogelijkheid om zelf de mate van naleving van de Code als discussie- of stempunt te agenderen en daarbij het bestuur en de raad van commissarissen te verzoeken de mate van naleving te verhogen door bijvoorbeeld arbeidsovereenkomsten aan te passen en/of een statutenwijziging voor te bereiden. Eventueel kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure. In paragraaf 4.1 hebben wij opgemerkt dat aandeelhouders in de afgelopen jaren ook daadwerkelijk gebruik hebben gemaakt van deze rechten. De vraag is echter of de rechten van aandeelhouders (verder) moeten worden uitgebreid om de twee gesignaleerde gebreken in de effectiviteit van het code-instrument weg te nemen. Ten aanzien van het eerste gebrek, het niet vermelden van afwijkingen terwijl die er wel zijn, zijn wij van mening dat de externe accountant en de AFM hierin een rol hebben (zie paragrafen 5.1 en 5.2). Bovendien vinden wij dat aandeelhouders een eigen verantwoordelijkheid hebben door zelf de beschikbare documenten goed te bestuderen en inconsistenties binnen dan wel buiten de algemene vergadering onder de aandacht van het bestuur, de raad van commissarissen en de externe accountant te brengen en om opheldering te vragen. Het huidige recht tot spreken op de algemene vergadering (artikel 2:117 BW) en om inlichtingen te vragen (artikel 2:107 BW) volstaat. Ten aanzien van het tweede gebrek, het gebrek aan deugdelijke motivering van afwijkingen, denken wij dat het op de algemene vergadering in stemming brengen van de corporate governance verklaring het bestuur en de raad van commissarissen een prikkel tot betere motivering geeft.<sup>65</sup> Dit geldt temeer nu de representativiteit van de algemene vergadering de afgelopen jaren sterk is toegenomen (figuur 1). De prikkel is het grootst wanneer elke afwijking (en motivering) afzonderlijk in stemming wordt gebracht, zodat over elke afwijking het expliciete oordeel van de algemene vergadering wordt gevraagd. Wanneer

---

<sup>65</sup> Een aantal ondernemingen heeft dit in 2005, 2006 en 2010 ook gedaan, zoals Ballast Nedam, Beter Bed Holding, Fugro, Heineken, ING Groep, Sligro Food Group en Wereldhave. De corporate governance verklaringen van deze ondernemingen werden door de aandeelhoudersvergaderingen goedgekeurd, waarbij wel zij aangetekend dat vijf van de hiervoor genoemde ondernemingen een controlerend aandeelhouder kent (al dan niet een administratiekantoor).

de algemene vergadering niet overtuigd is door de motivering moet naar onze mening de consequentie van de niet-goedkeuring zijn dat het bestuur en de raad van commissarissen maatregelen treft om de afwijking van de Code op te heffen. In de literatuur wordt erop gewezen dat bestuurders, uit angst om door de aandeelhouders te worden afgerekend, niet durven af te wijken van de best practice bepalingen omdat onduidelijk is of de aandeelhouders de afwijkingen op gelijke wijze zullen waarderen (zie paragraaf 3). Wij gaan ervan uit dat die angst van bestuurders voor wat betreft de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in ieder geval beperkt zal blijven. Gelet op de grote betrokkenheid van aandeelhouders bij het onderwerp corporate governance in Nederland (zie paragraaf 4), ligt het in de rede dat de aandeelhouders afwijkingen zullen goedkeuren wanneer de ondernemingsleiding hiervoor steekhoudende, op de onderneming toegespitste, argumenten geeft en dit in het (aandeelhouders)belang van de onderneming is. Voor zover een aandeelhouder van mening is dat het in het belang van de vennootschap is om, in afwijking van de opvatting van het bestuur, van één of meerdere best practice bepalingen af te wijken, staat het hem vrij dit op de voet van artikel 2:114a BW te agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Als het deze aandeelhouder lukt een meerderheid van de ter vergadering uitgebrachte stemmen achter zich te krijgen, is het echter de vraag of het bestuur een dergelijke aanbeveling van de aandeelhouders zal overnemen. Het bestuur is daartoe ons inziens niet verplicht; de algemene vergadering heeft geen instructierecht. Wel kan de aandeelhouder op die manier een inhoudelijke interne dialoog over het corporate governance beleid op gang brengen.

Door de afwijkingen aan de aandeelhoudersvergadering voor te leggen, kan het bestuur zijn beslissing vooraf toetsen en hoeft de reactie van de markt op de afwijking (die negatief kan uitvallen) niet te worden afgewacht. De aandeelhouders worden verzocht zich een inhoudelijk oordeel te vormen over de vraag of volledige toepassing van de code wel passend is voor de betreffende onderneming en over de kwaliteit van de uitleg van de afwijkingen van de best practice bepalingen hetgeen, indien de aandeelhouder die taak ook serieus uitoefent, de kwaliteit van de corporate governance ten goede kan komen.

#### *5.4 Uitbreiding van de taak van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code*

De Nederlandse overheid heeft bij de inwerkingtreding van de Nederlandse corporate governance code een commissie aangesteld die tot taak heeft de actualiteit en bruikbaarheid van de code te bevorderen, de zogenoemde Monitoring Commissie Corporate Governance Code.<sup>66</sup> Deze, uit zelfregulering ontsproten, commissie rapporteert jaarlijks over de toepassing van de codebepalingen door de beursgenoteerde ondernemingen en de institutionele beleggers en kan leemtes en onduidelijkheden in de code signaleren en daarop haar visie geven, bijvoorbeeld door het formuleren van interpretaties, richtsnoeren of aanbevelingen. De oprichting van een dergelijke commissie heeft ons inziens ertoe bijgedragen dat er de afgelopen jaren permanent aandacht was voor het onderwerp corporate governance, dat relatief snel interpretaties bij onduidelijkheden konden worden gegeven en dat de code op die manier een ‘levend’ document werd. De instelling van de Monitoring Commissie heeft echter de in paragraaf 4 gesignaleerde gebreken niet weten te voorkomen. De Monitoring Commissie

---

<sup>66</sup> *Stcrt.* 14 december 2004, nr. 241, p. 11.

heeft dit zelf ook onderkend. Zo heeft zij aangekondigd ondernemingen individueel te gaan aanspreken op niet-naleving (het ontbreken van uitleg van een afwijking) en beoogt zij de kwaliteit van de uitleg over het niet-toepassen van een codebepaling te verhogen.<sup>67</sup> Op welke wijze zij dit laatste punt wil gaan doen, is niet duidelijk.

Wij zouden de Monitoring Commissie willen aanbevelen de namen te openbaren van de ondernemingen die in de ogen van de Monitoring Commissie geen uitleg van afwijkingen van codebepalingen verschaffen of wanneer de uitleg kwalitatief onder de maat is.<sup>68</sup> Het hieruit voortvloeiende potentiële reputatieverlies bij beleggers en klanten kan ondernemingen aanzetten om de code na te leven dan wel om de deugdelijkheid van de motivering van afwijkingen te verbeteren. Het is hierbij wel van belang dat de Monitoring Commissie een toetsingskader ontwikkelt voor het beoordelen van de kwaliteit van de uitleg en dit toetsingskader ook openbaar maakt.<sup>69</sup> Het mag daarbij overigens enkel gaan om het beoordelen van de deugdelijkheid van de motivering die voor de afwijking gegeven wordt en niet over de deugdelijkheid van de afwijking zelf. Een oordeel over de vraag of in de gegeven omstandigheden een afwijking te prefereren is boven het naleven van de code, is immers voorbehouden aan het bestuur, de raad van commissarissen en de aandeelhouders. Voordat de Commissie de naam van een tekortschietende onderneming in de openbaarheid brengt, zal zij zich bovendien op de hoogte moeten stellen van de specifieke kenmerken en structuren van de betreffende onderneming en van de specifieke omstandigheden waarin de onderneming zich bevindt. Daarbij ligt het in de rede dat de Monitoring Commissie het principe van hoor en wederhoor toepast.

## 6. Conclusie

In het Groenboek plaatst de Commissie een aantal vraagtekens bij het functioneren van de comply or explain regeling. Dit was voor ons de aanleiding om het functioneren van het comply or explain principe in Nederland nader te onderzoeken. In de literatuur worden de passiviteit en desinteresse van de aandeelhouders, het gebrek aan deugdelijke motivering van eventuele afwijkingen van de code en de spreiding van aandeelhouderschap alsmede de aanwezigheid van controlerende aandeelhouders genoemd als belangrijke factoren die de effectiviteit van de comply or explain regeling beïnvloeden. Uit ons onderzoek naar de effectiviteit van de Nederlandse corporate governance code blijkt echter dat de kritiek uit de wetenschappelijke literatuur op het gebruik van de comply or explain regel slechts gedeeltelijk opgeld doet bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen hebben, door het stellen van vragen en het maken van kritische opmerkingen, blijk gegeven van het feit dat zij corporate governance en

---

<sup>67</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, ‘Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code’, december 2010, p. 15.

<sup>68</sup> De Monitoring Commissie lijkt deze weg ook op te willen blijken het artikel “Hoeder van ‘Tabaksblad’ kritiseert TNT” in *Het Financieele Dagblad* van 27 mei 2011.

<sup>69</sup> De Monitoring Commissie zou bijvoorbeeld kunnen voortbouwen op het experiment in het monitoring rapport van 2007 om de kwaliteit van de gegeven uitleg te beoordelen (zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, ‘Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code’, december 2007, p. 33-35).

de Code Tabaksblat belangrijke onderwerpen vinden. Daarnaast ‘scoren’ ondernemingen die één of meerdere controlerende aandeelhouders kennen niet significant slechter op de naleving van die best practice bepalingen die mede als oogmerk hadden om minderheidsaandeelhouders te beschermen tegen controlerende aandeelhouders. Uit ons onderzoek blijkt echter wel, en dat is in lijn met de kritiek in de wetenschappelijke literatuur, dat in de overgrote meerderheid van de gevallen waarbij sprake is van een afwijking van een codebepaling, de motivering in algemene bewoordingen is geformuleerd, er een ‘disclaimer’ is ingebouwd of de motivering helemaal ontbreekt. Deze gebreken kunnen volgens ons binnen de huidige wettelijke regels worden weggenomen wanneer:

- i) de externe accountant en de AFM strikter hun taken uitoefenen en aandeelhouders scherper letten op de consistentie tussen de inhoud van de door de onderneming opgenomen corporate governance verklaring en andere openbare informatiebronnen, zoals statuten, persberichten en toelichtingen op agendavoorstellen;
- ii) ondernemingen elke afwijking (en motivering daarvan) ter stemming voorleggen aan de aandeelhoudersvergadering;
- iii) de Monitoring Commissie Corporate Governance Code de namen van die ondernemingen openbaar maakt die geen uitleg van afwijkingen van codebepalingen verschaffen of die uitleg verschaffen welke kwalitatief onder de maat is. De Monitoring Commissie dient hiervoor wel een toetsingskader op te stellen en publiek te maken.

Meer regelgeving of een grotere rol voor de toezichthouder is derhalve, zoals gesuggereerd in het Groenboek in het geval van Nederland, niet nodig.