

## Vijf jaar Corporate Governance in Nederland

Drs. J.F.M. Peters<sup>1</sup>

Vijf jaar geleden, in 1997, verscheen het rapport: "Corporate Governance in Nederland". Dit rapport was uitvloeisel van een akkoord tussen de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging voor de Effectenhandel die separaat overeenstemming over beschermingsconstructies hadden bereikt.

Met het opstellen van een 'code of best practice' op het gebied van Corporate Governance in vreedstijd werd in Nederland het voorbeeld gevolgd van o.a. het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk waar eerder dergelijke codes\* waren verschenen.

Het na een consultatieronde tot stand gekomen rapport bevat veertig aanbevelingen voor goed bestuur, adequaat toezicht en het afleggen van verantwoording. Het streven naar transparantie en verantwoording stond daarbij centraal.

De aandacht was vooral gericht op de organen van de vennootschap. Van de veertig aanbevelingen hebben er twintig betrekking op de Raad van Commissarissen, vijf op de Raad van Bestuur en vijf op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de rol van de kapitaalverschaffers.

Daarnaast waren er tien aanbevelingen over andere, aanverwante, onderwerpen.<sup>3</sup>

Er werden – met uitzondering van het onderwerp inkoop van aandelen – geen wetswijzigingen voorgesteld, mede omdat de Commissie hoopte dat aan de Amsterdamse beurs genoteerde ondernemingen door middel van zelfregulering de noodzakelijke verbeteringen op het gebied van Corporate Governance zouden doorvoeren.

Om het rapport effectief onder de aandacht te brengen van de direct betrokken partijen gaf aanbeveling 39 de aanzet tot een proces van monitoring dat in 1998 zou moeten plaatsvinden. Van alle beursgenoteerde ondernemingen werd verwacht dat hun jaarlijkse Algemene vergadering van Aandeelhouders in 1998 ten minste gedeeltelijk zou worden gewijd aan dit onderwerp. Als leidraad voor de discussies zouden besturen en commissarissen hun houding ten opzichte van de veertig aanbevelingen in een notitie aan die vergadering moeten voorleggen. Aan die oproep is ruim gehoor gegeven en de veertig aanbevelingen zijn daardoor in 1998 inderdaad het gesprekstema geweest in vennootschapsland.

De monitoring zelf is in opdracht van AEX en VEVO uitgevoerd door een team van onderzoekers verbonden aan de Universiteit van Tilburg. Het resultaat was een omvangrijk rapport dat op 3 december 1998 werd gepresenteerd.

Met betrekking tot de aanbevelingen, die de bestuursstructuur van de onderneming raken, kon toen worden geconstateerd dat deze vrij algemeen werden gevolgd. De bespreking daarvan duidde allerminst op belangrijke controverses tussen belanghebbende aandeelhouders en hen die als bestuurder of commissaris verantwoordelijkheid dragen voor de gang van zaken in de onderneming.

De overige aanbevelingen, in hoofdzaak gericht op het functioneren van de kapitaalmarkt, gaven de onderzoekers aanleiding een volledige staalkaart samen te stellen van alle beperkingen die in vennootschapsland worden gehanteerd om (stem)rechten van de individuele aandeelhouder te beperken. Deze staalkaart gaf de voorzitter van het onderzoeksteam, prof. drs. G.G.M. Bak r.a. aanleiding te concluderen: ... "dat de door de Commissie Corporate Governance in paragraaf 5.4.2 van haar rapport aangegeven grote diversiteit aan regelingen en structuren inderdaad bestaat en dat de invloed van kapitaalverschaffers hierdoor inderdaad aanzienlijk wordt beperkt. Er zijn door de onderzoekers ook weinig signalen opgevangen die duiden op drastische verandering daarin."

In mei 1999 formuleerde het kabinet zijn visie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance. Het kabinet wilde de zeggenschap van aandeelhouders verbeteren. Dit moest vooral tot uitdrukking komen door verbeterde transparantie in de jaarrekening, betere verantwoording door de Raad van Commissarissen en betere mogelijkheden van de aandeelhouders om hun wensen kenbaar te maken.

Het kabinet meende dat wijzigingen van wet- en regelgeving noodzakelijk waren om Corporate Governance in Nederland te verbeteren, omdat, anders dan de Commissie Corporate Governance twee jaar eerder nog had gesteld, zelfregulering niet altijd bleek te werken.

Het kabinet wilde via wetswijziging bijvoorbeeld meer transparantie realiseren over de bezoldiging en het effectenbezit van individuele bestuurders en

commissarissen. Ook wilde het kabinet via wetswijziging meer inzicht geven in de zeggenschapsverhoudingen binnen de onderneming (bijvoorbeeld het bestaan van beschermingsconstructies en/of groot-aandeelhouders).

Voor het vergroten van de zeggenschap van aandeelhouders zou er wetgeving komen die stemmen per volmacht (proxy voting) mogelijk maakte. Verder wilde het kabinet de werking van beschermingsconstructies in vrede tijd via wetswijziging beperken, omdat zaken als certificering, stemrecht- en volmachtbeperkingen een goed functioneren van proxy voting frustreren. Het kabinet meende dat de 'stichting Toezicht Effectenverkeer (thans Autoriteit Financiële Markten) de aangewezen partij was om toezicht te houden op de naleving van de regels voor Corporate Governance bij beursgenoteerde ondernemingen. Ook besloot het kabinet de werking van het structuurregime te onderzoeken. Deze voorname zijn inmiddels goeddeels uitgevoerd.

In 1998 werd de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP) opgericht om pensioenfondsen in staat te stellen te werken aan verbetering van de Corporate Governance van ondernemingen waarin zij beleggen. Het Rapport van de Commissie Corporate Governance uit 1997 was hiervoor een eerste richtsnoer.

Om de discussie over Corporate Governance in Nederland te stimuleren en aanvullende onderzoeken te doen verrichten werd op 30 november 1999 de Nederlandse Corporate Governance Stichting opgericht door Amsterdam Exchanges, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP), de Vereniging Effecten Uitgeven- de Ondernemingen, Unilever en de verzekeraars Achmea, AEGON, ASR, Delta Lloyd en ING.

De stichting tracht haar doel in het bijzonder te bereiken door de instelling van een deeltijdleerstoel aan de Economische Faculteit van de Universiteit van Tilburg. Aldaar wordt door prof. dr. P.W. Moerland gedurende een dag in de week Corporate Governance gedoceerd, onderzoek verricht en promotieonderzoek begeleid.

De stichting organiseerde onder andere op 16 juni 2001 een ronde tafel conferentie over de op handen

zijnde voorstellen voor wijziging van het structuurregime en publiceerde in oktober 2001 een brochure "Tien over Toezicht" van de hand van prof. dr. P.W. Moerland en ondergetekende. Bestuursleden van de stichting zijn vertegenwoordigd in diverse overlegorganen. Voorts leidde het door de stichting gesubsidieerde promotieonderzoek in het najaar van 2002 tot de publicatie van een studie over de geschiedenis van de Corporate Governance.

Daarnaast ondernamen anderen ook tal van activiteiten, nationaal en internationaal. De Universiteit van Amsterdam stelde een leerstoel Corporate Governance in. De SCGOP sloot zich aan bij het International Corporate Governance Network (ICGN). De Foundation for European Corporate Governance kwam tot stand. De Vereniging Effectenbezitters bleef onverminderd actief. Maatschappelijke discussie over optiebeloning leidde tot het formuleren van separate codes op dit gebied door VNO/NCW en het Nederlands Centrum voor Directeuren.

Dat is niet verwonderlijk. Corporate Governance moet antwoord geven op steeds nieuwe vragen die in de praktijk rijzen. De inzichten ten aanzien van de optimalisering van de relatie tussen aandeelhouders en beursfondsen zijn nog steeds onderdeel van een leerproces. Corporate Governance is een onderwerp dat in Nederland al zeker vier eeuwen lang tot discussie aanleiding geeft. In 1602 werd de Verenigde Oost-Indische Compagnie opgericht, die bij haar ontstaan de meest ontwikkelde naamloze vennootschap van die tijd was. De VOC steunde op een kapitaal, bijeengebracht door particuliere aandeelhouders, wier aandelen voor overdracht vatbaar waren. Hier voltrok zich dus in feite reeds een scheiding tussen leiding (bestuurders) en eigenaren (actiehouders). Vanaf dat moment ontspoon zich een heftig debat over "besturen en beheersen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht", dus over Corporate Governance.<sup>4</sup>

Gebrek aan transparantie en verantwoordingszin, zelfbeoordeling, verschansings-gedrag, al deze tekortkomingen op het vlak van Corporate Governance hebben zich in die vierhonderd jaar steeds weer gemanifesteerd.<sup>5</sup> Ook in de afgelopen vijf jaar hebben voorvallen in ondernemingsland, zoals

blijkt uit de in dit rapport opgenomen casuïstiek en uit het verslag van de Adviescommissie Fondsenreglement, in Nederland aanleiding gegeven tot een hernieuwde en kritische benadering van het onderwerp. In een aantal gevallen is de Ondernemingskamer in het geweer gekomen.

**Ook** internationaal staat het onderwerp Corporate Governance sterk in de aandacht. In vele landen waren de ontwikkelingen de laatste vijf jaar aanleiding om de eerste 'codes of best practice' op het gebied van Corporate Governance aan te vullen. Een leidraad daartoe werd geboden door de in 1999 door de OECD geformuleerde universele beginselen van Corporate Governance. Overal is een proces in de richting van meer transparantie en verantwoording gaande.

In een groot aantal landen zijn door verschillende commissies in gedragscodes aanbevelingen vastgelegd voor betere Corporate Governance. In de Verenigde Staten hebben enkele geruchtmakende schandalen in 2002 aanleiding gegeven tot de eerste federale wetgeving op Corporate Governance gebied (Sarbanes-Oxley) die mogelijk ook gevolgen zal hebben voor Nederlandse ondernemingen met een beursnotering in New York. De New York Stock Exchange nam Corporate Governance bepalingen op in de noteringseisen. De Europese Commissie kwam eind 2002 met aanbevelingen om dergelijke financiële schandalen, die zich in iets minder grote omvang ook hier voordeden, te voorkomen. Het is dus nuttig om de ontwikkelingen in Nederland te toetsen aan die van elders.

Niet alleen op het gebied van regelgeving is er de afgelopen vijf jaren veel veranderd. Ook de aandelenmarkt was sterk in beweging. Het aandelenbezit nam belangrijk toe. Volgens de Nederlandsche Bank is het percentage huishoudens met direct aandelenbezit of met aandelen in een beleggingsfonds van 11% in 1995 gestegen tot 27% in 2002. Daarnaast steeg het aandelenbezit van de pensioenfondsen aanzienlijk.

Na een lange periode met min of meer gelijke koersen was er eind jaren negentig sprake van een periode met grote koersstijgingen, nu echter weer gevolgd door enkele jaren met grote koersdalingen.

Dat betekent dat de discussie over Corporate Governance nu, anders dan in 1997, niet meer gevoerd wordt tegen de rustgevende achtergrond van een groeiklimaat met stijgende beurskoersen, maar in een moeilijk beursklimaat, waar sprake is van tanend vertrouwen.

De combinatie van toenemende aantallen aandeelhouders en dalende koersen, maakt de maatschappelijke relevantie van Corporate Governance beter zichtbaar. Juist in deze moeilijker tijden worden de kwaliteit van bestuur en toezichthouders getest.

Dan kan ook een test van de bestaande veertig aanbevelingen niet achterwege blijven. Op basis van nieuwe inzichten uit de praktijk, nieuwe ontwikkelingen op het gebied van (internationale) regelgeving en de ontwikkeling op de aandelenmarkten heeft de Nederlandse Corporate Governance Stichting het initiatief genomen om de ontwikkelingen op het terrein van Corporate Governance en de wijze waarop de Nederlandse beursvennootschappen hiermee omgaan, te evalueren.

Het voorliggende rapport heeft betrekking op de ontwikkelingen over de afgelopen vijf jaar. Onderzocht is in hoeverre de beursondernemingen die opgenomen zijn in de AEX-index en de AMX-index sindsdien verbeteringen hebben doorgevoerd in hun omgang met vraagstukken van Corporate Governance.

Voorts zijn diverse ontwikkelingen op het terrein van wet- en regelgeving in kaart gebracht. Specifieke aspecten en enkele in het oog gesprongen casusposities worden afzonderlijk belicht. Al met al beoogt de Nederlandse Corporate Governance Stichting met dit rapport een actueel beeld van het speelveld en de praktijk van Corporate Governance in Nederland te schetsen. Dit geschiedt nadrukkelijk in internationaal perspectief. De bundel biedt een momentopname en is een samenbundeling van bijdragen van verschillende auteurs die ieder vanuit hun eigen optiek het brede terrein van Corporate Governance bestrijken.

Nieuw aandachtspunt in de internationale discussie is dat sinds 1997 meer en meer duidelijk is geworden dat Corporate Governance bij beursgenoteerde vennootschappen niet alleen maar het functioneren van de vennootschappelijke organen bestuur, commissie-

rissen en de vergadering van aandeelhouders regardeert. Ook bij andere schakels in de keten tussen kapitaalverschaffer en beursgenoteerde onderneming komen integriteit en transparantie ter discussie te staan. Dat geldt met name voor de accountant en de zakenbank en binnen die laatste vooral voor de beleggingsanalist.

Maar **ook** de rol van de professionele aandeelhouder, als beheerder van de lange termijn besparingen van anderen, komt nadrukkelijker onder de aandacht in tijden van parallel met de aandelenkoersen teruglopende pensioenreserves. Daarom zal in dit rapport ook aan deze andere partijen aandacht worden geschonken.

De in tijden van dalende koersen toenemende maatschappelijke aandacht voor Corporate Governance in al zijn facetten, leidt tot verdere aanscherping van allerlei vormen van toezicht. Maar uiteindelijk zal een aanvaardbare praktijk van Corporate Governance moeten berusten op het verantwoordelijkheidsgevoel en de integriteit van de betrokkenen. In 1997 werd nog de nadruk gelegd op de sleutelwoorden transparantie en verantwoording, waarbij integriteit impliciet werd verondersteld. Thans is integriteit geworden tot een sleutelbegrip van Corporate Governance dat zeer expliciet ter discussie staat.

Alle reden om na vijf jaar het onderwerp Corporate Governance in Nederland opnieuw aan de orde te stellen, waarbij aandacht wordt geschonken aan de ontwikkelingen in de praktijk, aan nieuwe regelgeving hier en in het buitenland en aan de veranderende rol van de professionele intermediairs.

De Nederlandse Corporate Governance Stichting dankt al degenen, die bij de totstandkoming van dit rapport betrokken waren, voor hun inzet en hoopt dat dit rapport bij kan dragen aan de verdere verbetering van de Corporate Governance bij het Nederlandse bedrijfsleven.

- 1 Drs J.F.M. Peters is voorzitter van het bestuur van de Nederlandse Corporate Governance Stichting en was in 1997 voorzitter van de Commissie Corporate Governance die toen zijn 40 aanbevelingen publiceerde.
- 2 Door commissies onder leiding van respectievelijk Cadbury en Viénot.
- 3 Zie voor de veertig aanbevelingen uit 1997 bladzijde 93 van dit rapport.
- 4 Zie het rapport van de Commissie Corporate Governance (1997) pagina 9.
- 5 Zie het proefschrift Corporate Governance 1602-2002 van P. Frentrop (2002).

\* \*