

# De Code in de crisis: het derde nalevingsrapport van de Corporate Governance Code (2011)

*Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M.\**

## Inleiding en achtergrond

Op 9 december 2011 publiceerde de Monitoring Commissie Corporate Governance Code haar jaarlijkse rapport in haar huidige samenstelling over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code).<sup>1</sup> Het rapport van 2011 – over de naleving van de Code in het boekjaar 2010 – is het derde rapport van de Monitoring Commissie in haar huidige samenstelling en het zevende jaarlijkse rapport over de naleving van de Code in totaal. Via de rapporten van de Monitoring Commissie is in de loop der jaren een waardevolle verzameling gegevens en inzichten over uiteenlopende onderwerpen van de Code ontstaan. De Monitoring Commissie beperkt zich niet tot het produceren van scorestaatjes over de naleving van de best practices van de Code, maar stelt zich juist actief op in het debat. Zij formuleert een eigen onderzoeksagenda, organiseert klankbordsessies en expert meetings en neemt waar zij dat nodig acht zelf ook inhoudelijk stelling. De jaarlijkse rapporten van de Monitoring Commissie vormen dus zowel een weergave van de actuele discussies op het gebied van corporate governance voor Nederlandse beursvennootschappen, alsook een bijdrage aan deze discussies. *Required reading* dus voor de ondernemingsrechtelijke praktijk.

Meer nog dan de vorige edities staan de meest recente nalevingsrapporten echter nadrukkelijk in de schijnwerpers. De reden hiervoor is de financiële crisis die in Nederland met de reddingsoperaties van verschillende financiële instellingen in het najaar van 2008 haar – voorlopige – hoogtepunt bereikte en waarvan de geest sindsdien nadrukkelijk rondwaart in de politiek en in de publieke opinie. Het feit dat banken in zulke problemen konden raken, zorgde voor een daling van het maatschappelijk vertrouwen in het zelfregulerend vermogen van de financiële sector. In het kielzog hiervan kwam ook het bredere onderwerp corporate governance in het vizier.<sup>2</sup> Op basis van de toenmalige berichtgeving ontstond een beeld van

bestuurders die gedreven werden door de perverse prikkels in hun beloningspakket, commissarissen die faalden in hun toezicht en aandeelhouders die beursvennootschappen hun op de korte termijn gerichte wil konden opleggen.<sup>3</sup> Dit beeld deed de vraag rijzen in hoeverre het huidige kader aan wet- en regelgeving op het gebied van corporate governance in het licht van de uit de financiële crisis gebleken tekortkomingen nog voldeed. Deze vraag stond onder meer centraal in het EU Groenboek over corporate governance in financiële instellingen dat in de zomer van 2010 verscheen.<sup>4</sup> In navolging hiervan besloot de Europese Commissie om de reikwijdte van het debat over corporate governance te verbreden naar alle beursvennootschappen met de publicatie van het EU Corporate Governance Framework in april 2011.<sup>5</sup> Ook op nationaal niveau is de politieke discussie in volle gang.<sup>6</sup> Aldus kan worden geconstateerd dat het onderwerp corporate governance – en daarmee dus ook het werk van de Monitoring Commissie – door de financiële crisis prominent op de agenda is geplaatst.

Voor de Monitoring Commissie zijn het in het bijzonder spannende tijden. Zowel op nationaal als op Europees niveau lijkt de effectiviteit van (zelf)regulering op basis van de Code via het ‘comply or explain’-mechanisme ter discussie te staan. Op Europees niveau is dit onderwerp aan de orde gesteld in het Corporate Governance Framework. De Europese Commissie oordeelde in het algemeen positief over het ‘comply or explain’-mechanisme, maar signaleerde tegelijkertijd een aantal problemen bij dit systeem, met name het verschijnsel van

\* Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M. is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, 9 december 2011, te raadplegen via <www.commissiecorporategovernance.nl>.

2. Zie M.J. Kroeze, L. Timmerman & E. Lokin, *The credit crisis and Dutch company law*, *Ondernemingsrecht* 2009, p. 135.

3. Zie voor een overzicht van de discussie J.W. Winter, *The financial crisis: Does good corporate governance matter and how to achieve it?*, *Duisenberg School of Finance policy paper* 2011, nr. 14, te raadplegen via <www.ssrn.com>.

4. Europese Commissie, *Green paper on corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, 2 juni 2010, COM(2010)284 final.

5. Europese Commissie, *Green paper on the EU Corporate Governance Framework*, 5 april 2011, COM(2011)164 final. Hierover M.J. van Ginneken, *Het Groenboek Corporate Governance, Ondernemingsrecht* 2011, p. 81 en P.M. van de Ven, *De wenselijkheid van nieuwe Europese corporate governance-regelingen*, *V&O* 2011, p. 177-180.

6. Zie bijv. het rapport *Verloren krediet van de tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (commissie-De Wit)* van 10 mei 2010, *Kamerstukken II* 2009/10, 31 980, nr. 4.

gebrekkige motiveringen bij afwijkingen.<sup>7</sup> In de reactie op het Corporate Governance Framework gaf het Nederlandse kabinet aan, onder expliciete verwijzing naar de rapportages van de Monitoring Commissie, geen noodzaak tot wijziging van de bestaande 'comply or explain'-systematiek te zien.<sup>8</sup> Deze stelling kan wellicht als een blijk van vertrouwen aan de Monitoring Commissie worden opgevat, maar dit neemt niet weg dat het instrument van de Code in Nederland wel degelijk onder druk staat. Met name op het gebied van bestuurdersbeloningen lijkt de wetgever – getuige het wetsvoorstel Clawback<sup>9</sup> – weinig geduld meer te hebben met zelfregulering op basis van de Code.<sup>10</sup> Aldus was het de Monitoring Commissie er veel aan gelegen om met goede nalevingsresultaten te komen.

In deze bijdrage bespreek ik de hoofdpunten van het recent verschenen rapport van de Monitoring Commissie (hierna: het Rapport). Ik wil hierbij met name stilstaan bij het krachtenveld waarin de Monitoring Commissie opereert, de methoden die zij daarbij hanteert en het perspectief waar vanuit zij haar taken verricht. Dit stuk bevat geen puntsgewijze behandeling van alle thema's die in het Rapport zijn aangestipt; dit is mijns inziens gelet op de goede leesbaarheid en overzichtelijkheid van het Rapport zelf ook niet nodig. Mijn beschouwing van het Rapport is eerder gericht op het duiden van het werk van de Monitoring Commissie. Daartoe geef ik eerst een kort overzicht van de inhoud van het Rapport en zal ik daarna uitgebreider ingaan op enkele kernpunten daarvan. Mijn conclusie is dat de Monitoring Commissie zich door het huidige politieke en maatschappelijke klimaat voor aanzienlijke uitdagingen ziet gesteld om het blijvend succes van de Code te waarborgen. In zoverre kan worden geconstateerd dat ook de Code zelf zich in zekere mate in een crisis bevindt.

### Het Rapport in kort bestek

In het kader van haar taak om jaarlijks te rapporteren over de naleving van de bepalingen van de Code heeft de Monitoring Commissie de 'comply or explain'-verklaringen van de Nederlandse beursvennootschappen waarop de Code van toepassing is, onderzocht. Anders dan voorgaande jaren strekte het onderzoek van de Monitoring Commissie zich niet uit tot alle best practices van de Code, maar heeft zij alleen die best practices onderzocht waarvan het nalevingspercentage in de afgelopen vier jaar ten minste één keer onder de grens van 90% is gedaald.<sup>11</sup> Ook de nieuwe best practices die bij de wijziging

van de Code in 2008 (Code Frijns) zijn ingevoerd, zijn specifiek op naleving onderzocht;<sup>12</sup> dit aangezien in het rapport van vorig jaar pas voor het eerst over de naleving van deze nieuwe bepalingen is gerapporteerd.<sup>13</sup> Daarnaast heeft de Monitoring Commissie onderzoek verricht op het gebied van een aantal specifieke onderwerpen, zoals bestuurdersbeloningen, de samenstelling van de raden van commissarissen en meer in het algemeen de kwaliteit van de door de beursvennootschappen gegeven uitleg bij afwijkingen van best practices van de Code.<sup>14</sup> Voorts heeft de Monitoring Commissie een onderzoek laten verrichten naar het stemgedrag van institutionele beleggers die op de Nederlandse markt actief zijn.<sup>15</sup> Hoewel dit onderzoek strikt genomen het bestek van de Code te buiten gaat – deze richt zich immers tot de vennootschap – sluit het onderzoek aan bij het beleidsprogramma dat de Monitoring Commissie bij haar aantreden heeft geformuleerd en zijn de inzichten in het gedrag van beursaandeelhouders nuttig voor een goed begrip van het gehele bestel van corporate governance. Tot slot bevat het Rapport nog een beknopte *tour d'horizon* van de in de ogen van de Monitoring Commissie relevante ontwikkelingen op het gebied van corporate governance in de ons omringende landen en op Europees niveau.

Interessant om te zien is dat de Monitoring Commissie bij haar deelonderzoeken niet louter rapporteert over wat zij heeft aangetroffen, maar zich ook als scheidsrechter opstelt ten opzichte van de geconstateerde afwijkingen van de Code. Zo stelt de Monitoring Commissie op een aantal plaatsen expliciet dat zij een gegeven uitleg voor een afwijking van bepaalde best practices niet 'accepteert' en dus als niet-naleving beschouwt, zoals het verwijzen naar bestaande arbeidsovereenkomsten daterend van na 2004 om een afwijking van best practice II.2.8 inzake de maximale vertrekvergoeding van bestuurders te rechtvaardigen.<sup>16</sup> Ook het omgekeerde komt voor. De Monitoring Commissie stelt bijvoorbeeld uitdrukkelijk dat zij de mogelijkheid om vanwege fiscale verplichtingen van de minimale aanhoudperiode voor aan bestuurders toegekende aandelen (best practice II.2.5) af te wijken acceptabel acht.<sup>17</sup> Dergelijke expliciete oordelen over de acceptatie van bepaalde afwijkingen waren in de eerdere nalevingsrapporten minder prominent zichtbaar dan thans in het Rapport het geval is. Het ligt voor de hand dat de Monitoring Commissie in lijn met de huidige discussie haar rol op dit punt heeft willen verzwaren om meer sturing te kunnen geven aan de kwaliteit van de uitleg bij afwijkingen van de Code.

7. Europese Commissie 2011, p. 18-20.

8. Kabinetsreactie op het EU Corporate Governance Framework van 31 mei 2011, Kamerstukken II 2010/11, 22 112, nr. 1181, p. 5-6. Zie bevestigend R. Abma & M. Olaerts, De effectiviteit van de 'comply or explain'-regel in Nederland, TvOB 2011, p. 103-114.

9. Wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 BW en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers en deskundigheidstoetsing van commissarissen, Kamerstukken II 2010/11, nr. 32 512.

10. Kritisch S.F. de Beurs & G.T.M.J. Raaijmakers, Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance 2010, Ondernemingsrecht 2011, p. 59.

11. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 18.

12. Ibid.

13. Hierover De Beurs & Raaijmakers 2011 en J.A.M. Hamers, Het rapport van december 2010 van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, V&O 2011, p. 70-73.

14. Zie voor een overzicht van alle specifieke onderwerpen Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 18.

15. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 39-47.

16. Ibid., p. 24-25.

17. Ibid., p. 23-24.

Wat de naleving van de Code betreft zijn de cijfers van de Monitoring Commissie overwegend positief.<sup>18</sup> Los van een enkele negatieve ontwikkeling, zoals een toename van het aantal gevallen waarin als uitleg voor het niet toepassen van bepaalde best practices zonder nadere motivering werd verwezen naar een eigen regeling van de beursvennootschap, constateert de Monitoring Commissie in hoofdzaak positieve ontwikkelingen. Wel wordt de lezer mogelijk op het verkeerde been gezet door de specifieke betekenis die de Monitoring Commissie toekent aan het begrip naleving. In lijn met haar eerdere rapporten verstaat de Monitoring Commissie onder naleving zowel het toepassen van een bepaalde best practice als het niet toepassen met gemotiveerde uitleg.<sup>19</sup> De Monitoring Commissie hanteert hiermee een precies omgekeerd woordgebruik als het Besluit corporate governance,<sup>20</sup> waarin het woord naleven juist alleen ziet op de gevallen waarin de vennootschap een best practice strikt toepast. Dit verschil in woordgebruik wordt door de Monitoring Commissie wel onderkend,<sup>21</sup> maar dit maakt de verwarring niet minder groot. Men zij er dus op bedacht dat wanneer de Monitoring Commissie tevreden stelt dat het nalevingspercentage van de principes en best practices van de Code hoog is,<sup>22</sup> zij feitelijk niet meer zegt dan dat de beursvennootschappen waarop de Code van toepassing is aan hun wettelijke verplichtingen over de inhoud van hun jaarverslag hebben voldaan.

In zijn voorwoord plaatst de voorzitter van de Monitoring Commissie, Jos Streppel, het werk en de bevindingen van de Monitoring Commissie in een breder perspectief. Wat echter opvalt is zijn ongebruikelijk scherpe toon ten opzichte van de wetgever. In niet mis te verstane bewoordingen bekritiseert Streppel het initiatief van het kabinet om de best practices van de Code inzake de aanpassing en terugvordering van variabele bestuurdersbeloningen (II.2.10-II.2.11) in het al genoemde wetsvoorstel Clawback te willen codificeren. Volgens Streppel is deze voorgenomen codificatie een symptoom van 'een neiging om maatschappelijk gevoelige onderwerpen uit de Code te halen en in wet te verankeren, ofwel *cherry picking*'.<sup>23</sup> Hij vervolgt:

'Als naleving langere tijd slecht blijft, is het begrijpelijk dat wetgeving in beeld komt als ultimum remedium. (...) Met het succes van de Code in het achterhoofd was het in meerdere gevallen beter geweest om de naleving van nieuwe Code-bepalingen via zelfregulering meer tijd te gunnen.'<sup>24</sup>

Voorts klaagt Streppel dat de wijze waarop bepalingen van de Code worden vertaald in wetsvoorstellen niet altijd recht doet aan het in de Code verankerde gedachtegoed.<sup>25</sup> Als voorbeeld hiervan noemt hij de bij amendement in het wetsvoorstel Clawback opgenomen bepaling op grond waarvan de waarde van een door bestuurders gehouden pakket opties kan worden bevroren.<sup>26</sup> Ook over de invulling van het wetsvoorstel corporate governance (Wetsvoorstel Frijns<sup>27</sup>) is Streppel negatief. Zijn klacht ziet op het feit dat het kabinet in afwijking van eerder advies van de Monitoring Commissie vasthoudt aan de voorgenomen bepaling die een aandeelhouder met een belang van meer dan 3% verplicht tot het melden of hij al dan niet bezwaar tegen de strategie van de beursonderneming heeft. Kort na verschijning van het Rapport is deze klacht – wellicht niet geheel toevallig – herhaald in een gezamenlijke brief van VNO-NCW, de VEUO en Eumedion aan de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer.<sup>28</sup> Wat er ook verder zij van de inhoudelijke bezwaren van de Monitoring Commissie en de genoemde belangenorganisaties, Streppel verwoordt het sentiment van de Monitoring Commissie scherp door te stellen dat 'dit huidige wetsvoorstel – hoewel de naamgeving anders doet vermoeden – niet conform de aanbeveling van de Commissie Frijns [de vorige Monitoring Commissie; FO] is'.<sup>29</sup>

### Analyse en commentaar

In het voorwoord van het Rapport gaat de Monitoring Commissie nadrukkelijk de confrontatie met de wetgever aan over de vraag hoe de verhouding tussen wetgeving en de Code zou moeten zijn. Bij nadere beschouwing lijkt achter deze confrontatie vooral een verschil van inzicht over het doel van de Code schuil te gaan. Hierbij speelt de reeds gesignaleerde specifieke invulling van het begrip naleving door de Monitoring Commissie een belangrijke rol. De voornaamste klacht van de Monitoring Commissie aan het adres van de wetgever komt er in de kern op neer dat de wetgever tot codificatie van bepalingen van de Code overgaat zonder de naleving van Codebepalingen via zelfregulering voldoende tijd te gunnen. In de visie van de Monitoring Commissie zou wetgeving kennelijk pas in beeld mogen komen wanneer het nalevingspercentage op specifieke punten van de Code gedurende een langere tijd ondermaats blijft. Op zichzelf is dit een niet-onbegrijpelijk standpunt, zij het dat de opvatting van de Code als superieur instrument van regulering ten opzichte van wetgeving naast

18. Zie voor een overzicht Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 21.

19. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 9, voetnoot 1.

20. Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb. 2004, 747, zoals laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 10 december 2009, Stb. 2009, 545.

21. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 9, voetnoot 1.

22. Ibid., p. 5.

23. Ibid.

24. Ibid.

25. Ibid., p. 6.

26. Zie de derde Nota van Wijziging van 27 oktober 2011, Kamerstukken II 2011/12, 32 512, nr. 9.

27. Wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007, wetsvoorstel van 3 augustus 2009, Kamerstukken II 2008/09, 32 014.

28. Brief van VNO-NCW, de VEUO en Eumedion aan de vaste commissie van Financiën van de Tweede Kamer inzake de implementatie van het Wetsvoorstel Frijns (32 014) van 12 januari 2012. Te raadplegen via <www.eumedion.nl>.

29. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 6.

haar pleitbezorgers<sup>30</sup> zeker ook de nodige tegenstanders kent.<sup>31</sup> De redenering van de Monitoring Commissie miskent echter het feit dat een gemotiveerde afwijking van een bepaalde best practice voor haar als 'naleving' geldt, terwijl de wetgever op deze punten kennelijk juist géén afwijkingen wil toestaan. Het is dan ook maar de vraag of de wetgever genoeg zou nemen met een hoog nalevingspercentage in de door de Monitoring Commissie bedoelde zin. De indruk ontstaat dat de Monitoring Commissie en de wetgever op dit punt langs elkaar heen praten, wat de helderheid van de discussie niet ten goede komt. Een en ander neemt niet weg dat de inhoudelijke opmerkingen van de Monitoring Commissie bij de verschillende wetsvoorstellen zeker van waarde kunnen zijn. Het is uiteraard voor iedereen van belang dat wetgeving en de Code goed op elkaar aansluiten en gezamenlijk een coherent en bruikbaar kader aan regels vormen.

Ten aanzien van de naleving van de Code rijst de vraag hoe groot de ruimte voor beursvennootschappen moet zijn om bepaalde best practices gemotiveerd niet toe te passen. De Monitoring Commissie heeft goed ingespeeld op het debat over de effectiviteit van het 'comply or explain'-mechanisme door in het kader van het Rapport de kwaliteit voor de gegeven uitleg voor afwijkingen nadrukkelijk te onderzoeken. Dat zij hierbij bepaalde uitlegverklaringen als niet-naleving bestempelt of deze juist uitdrukkelijk accepteert, geeft sturing aan de praktijk en zal naar verwachting positief uitwerken op de kwaliteit van de verslaglegging over de Code. Dit laat echter onverlet dat het goed denkbaar is dat de politieke druk om afwijkingen van bepaalde best practices te ontmoedigen of zelfs niet langer toe te staan nog verder zal toenemen. Eenzelfde beweging was eerder al zichtbaar bij de Code Banken, waarbij de commissie-De Wit stelde dat er in haar visie zo weinig mogelijk ruimte moest zijn voor banken om van bepalingen van de Code Banken af te wijken.<sup>32</sup> In haar rapportage over de implementatie van de Code Banken van december 2011 heeft de Monitoring Commissie Code Banken geconstateerd dat banken inderdaad terughoudend omgaan met afwijkingen.<sup>33</sup> Mocht een soortgelijke beweging zich ten aanzien van de Code voordoen, dan zou de Monitoring Commissie er goed aan doen om ook zelf stelling in deze discussie te nemen. Wellicht zal daarbij een normatieve gelijkstelling van een goed gemotiveerde afwijking van een best practice met een strikte toepassing ervan niet langer in alle gevallen passend blijken te zijn.

Een bijzonder probleem doet zich voor bij de naleving van de best practices van de Code die zich tot de aandeelhouders richten (IV.4.1-IV.4.6), in het bijzonder bij de best practice inzake de responstijd (IV.4.4). De Monitoring Commissie spreekt hier – in lijn met haar nalevingsrapport over 2009 – van niet-naleving als een aandeelhouder de door het bestuur ingeroepen responstijd niet respecteert.<sup>34</sup> Dit lijkt me niet juist, de verplichting tot naleving richt zich immers tot de beursvennootschap. In hoeverre een aandeelhouder rechtens gebonden is aan best practices van de Code, hangt af van de vraag of deze best practices via de band van artikel 2:8 Burgerlijk Wetboek in de vennootschappelijke orde doorwerken, iets wat niet zonder meer gegeven is.<sup>35</sup> Zodoende geeft de nadere concretisering van de Monitoring Commissie over de gevallen waarin aandeelhouders zich al dan niet aan een ingeroepen responstijd hebben te houden weliswaar een zekere richting aan de interpretatie van de responstijd, maar blijft de afdwingbaarheid van een en ander in het ongewisse.

Voorts heb ik nog een aantal opmerkingen over de methoden en technieken van het onderzoek in het Rapport en de presentatie daarvan. De Monitoring Commissie wil enerzijds voorkomen dat de Code tot een afvinkexercitie wordt gereduceerd, maar draagt anderzijds – onbedoeld – bij aan het beeld van *box-ticking* met haar rapportage over de nalevingscijfers aan de hand van tabellen.<sup>36</sup> Het cijfermatig weergeven van het aantal gevallen waarin van strikte toepassing van bepaalde best practices wordt afgezien, heeft zeker informatieve waarde, maar vormt tegelijkertijd een bron van potentiële scorebordjournalistiek. Dit geldt te meer als men bedenkt dat de door de Monitoring Commissie becijferde procentuele afwijkingen ten opzichte van boekjaar 2009, gelet op de relatief kleine kring van beursvennootschappen waarop de Code van toepassing is en de beperking in tijd tot één jaar, een weinig bruikbare indicator zijn. Een ander probleem speelt bij de wijze waarop de Monitoring Commissie het stemgedrag van institutionele beleggers en de mate waarin zij zich hierbij door stemadviezen van stemadviesbureaus laten leiden, heeft laten onderzoeken.<sup>37</sup> De analyse van de Monitoring Commissie is gebaseerd op enquêtes die een groep institutionele beleggers op vrijwillige basis heeft ingevuld. Het valt te verwachten dat de in dergelijke enquêtes gegeven antwoorden niet in alle situaties een juist en volledig beeld van de situatie zullen schetsen. Een rigoureuze empirische studie op basis van ruwe data, zoals recent door Schouten op dit onderwerp is verricht, lijkt me voor dit type onderzoek een geschiktere methode.<sup>38</sup>

30. Bijv. J.W. Winter, Geen regels maar best practices, in: K.M. van Hassel & M.P. Nieuwe Weme (red.), 'Willems' wegen: opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems, Van der Heijden reeks nr. 102, Deventer: Kluwer 2010, p. 459-467.

31. D. Degenkamp, Zelfregulering verhult gebrek aan optreden van overheid, *Me Judice*, 18 oktober 2010, te raadplegen via <www.mejudice.nl>.

32. Rapport Verloren krediet van de tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (commissie-De Wit) van 10 mei 2010, Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 4, p. 13. Zie voorts de kabinetsreactie op dit rapport van 22 december 2010, Kamerstukken II 2010/11, 31 908, nr. 16, p. 5-6.

33. Rapport van de Monitoring Commissie Code Banken van december 2011, p. 12. Te raadplegen via <www.nvb.nl>.

34. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 14.

35. Zie J. de Bie Leuveling Tjeenk, De Corporate Governance Code als bron van ondernemingsrecht in enquêtezaken, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Van der Heijden reeks nr. 110, Deventer: Kluwer 2011, p. 215-230.

36. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 21-27, in het bijzonder p. 23 en 27.

37. *Ibid.*, p. 41-47.

38. M.C. Schouten, *Do institutional investors follow proxy advice blindly?*, working paper Duisenberg School of Finance, januari 2012, te raadplegen via <www.ssrn.com>.

Tot slot wil ik nog kort stilstaan bij de selectie van de door de Monitoring Commissie gesignaleerde internationale ontwikkelingen.<sup>39</sup> Op zich is het goed om de ontwikkelingen in verschillende landen als gelijke grootheden te presenteren. Tegelijkertijd valt niet te ontkennen dat de machtsverhoudingen binnen de Europese Unie als gevolg van de financiële crisis en thans de eurocrisis aan het verschuiven zijn. Het ligt voor de hand dat deze verschuivingen zullen doorwerken in initiatieven op Europees niveau, maar ook in de competitieve verhoudingen tussen de lidstaten onderling. Tegen die achtergrond vraag ik mij af wat een door de Monitoring Commissie aangehaald initiatief van de Irish Stock Exchange<sup>40</sup> thans voor Nederland nog aan praktische betekenis heeft. Deze selectie, net als het onderwerp diversiteit in Denemarken, is des te frapperanter nu Duitsland geheel in de lijst ontbreekt. Wil het hoofdstuk over internationale ontwikkelingen in de komende nalevingsrapporten zijn relevantie behouden, dan zal de Monitoring Commissie zich bij de selectie van relevante ontwikkelingen meer rekenschap moeten geven van de veranderende economische omstandigheden.

### Afronding

De nalevingsrapporten van de Monitoring Commissie zijn en blijven een nuttig verschijnsel. Het Rapport biedt een goede dwarsdoorsnede van de stand van zaken op het gebied van corporate governance voor beursvennootschappen. In de bovenstaande alinea's heb ik wel een aantal suggesties gedaan om de kwaliteit van deze dwarsdoorsnede te verbeteren. Vooral een betere afstemming van het door de Monitoring Commissie gebruikt begrippenkader ter zake van 'naleving' van de Code op het woord- en spraakgebruik in de politiek zou al veel aan duidelijkheid bijdragen. Ook kan wellicht de wijze van presentatie en rapportage over de nalevingscijfers nog eens kritisch tegen het licht worden gehouden en zou de Monitoring Commissie een meer gerichte selectie kunnen toepassen bij het signaleren van relevante ontwikkelingen op internationaal gebied.

Dit laat onverlet dat de Monitoring Commissie met haar werk de uitvoeringspraktijk andermaal een dienst heeft bewezen. Op deze manier blijft de Code leven en kan een voortdurend succes ervan worden bewerkstelligd. Uitdagingen zijn er momenteel genoeg; het is nu aan de sector zelf om te laten zien dat de Code daadwerkelijk tot het politiek gewenste resultaat kan leiden. Alleen als dat lukt, zal de crisis voor de Code zelf afgewend kunnen worden.

---

39. Monitoring Commissie Corporate Governance Code 2011, p. 49-51.

40. *Ibid.*, p. 51.