

**Corporate governance in Europa**

*Na de reeks ondernemingschandalen bij Enron, Worldcom, Parmalat en Ahold is de modernisering van ondernemingsbestuur en ondernemingsrecht wereldwijd in een versnelling terechtgekomen. De Verenigde Staten oefenen daarbij internationaal grote druk uit. De Europese Commissie deelt de zorgen maar is niet van plan om net als de Amerikaanse toezichthouder gedetailleerde regelgeving op te leggen. Europa kiest voor richtlijnen die lidstaten zelf moeten omzetten in wet- en regelgeving en voor zelfregulering. In deze bijdrage worden de corporate governance systemen in Europa in kaart gebracht en wordt de naleving van corporate governance codes besproken.*

**Nederland scoort goed op corporate governance**

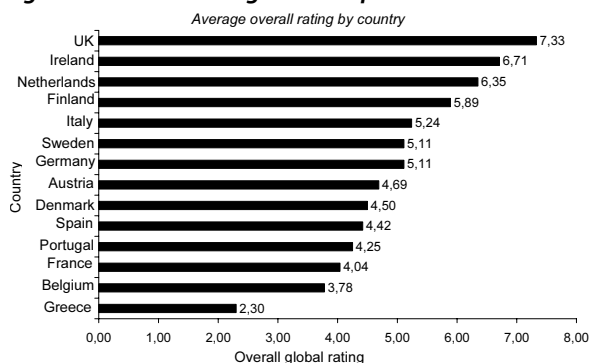
Uit verschillende onderzoeken naar corporate governance blijkt dat Nederland een goede score behaalt voor corporate governance. Het Amerikaanse werving en selectiebureau voor topmanagement Heidrich & Struggles deelt Nederland een derde plek toe onder de West Europese landen, na Zwitserland en winnaar het Verenigd Koninkrijk. Italië en Duitsland scoren het laagst. Het bureau heeft daarbij gekeken naar de structuur van het ondernemingsbestuur, de samenstelling van het bestuur en de transparantie.<sup>1</sup> Het Amerikaanse bureau Governance Metrics International (GMI) geeft Nederland eveneens een voldoende (zie figuur 1). Griekenland, België, Frankrijk, Spanje en Portugal scoren laag. GMI is ten aanzien van Nederland vooral positief over de wettelijke basis van de Nederlandse Code Tabaksblat en de overeenkomsten daarin met de Sarbanes-Oxley wetgeving.<sup>2</sup> Goed scoren ook de scheiding tussen raad van commissarissen en raad van bestuur, evenals de onafhankelijkheid van de auditcommissie. Negatief beoordeeld wordt dat de macht van de commissarissen in Nederland geconcentreerd is bij een kleine groep en deze meestal carrière hebben gemaakt bij een van de

<sup>1</sup> *Corporate governance in Europe*, Hedrick & Struggles, 2005. [www.heidrick.com](http://www.heidrick.com)

<sup>2</sup> In het KEO themabericht 2004/25 wordt een toelichting gegeven op Tabaksblat en Sarbanes-Oxley.

Nederlandse multinationals en banken. De ‘ons kent ons’ sfeer kan volgens GMI de onafhankelijkheid van commissarissen verminderen. Dit geldt ook als een vertegenwoordiger van het personeel of van de aandeelhouders in de raad zit.<sup>3</sup>

**Figuur 1: Ondernemingsbestuur per land beoordeeld**



Bron: Governance Metrics International (2005)

**Beschermingsconstructies staan onder druk**

Een van maatregelen om de corporate governance te verbeteren is het vergroten van de macht van aandeelhouders. Beschermingsconstructies staan daarbij onder druk omdat deze minderheidsaandeelhouders benadelen en een barrière vormen voor overnames. Op dit punt scoort ons land niet goed. Zo bungelt Nederland in een internationale vergelijking van de Economist onderaan de lijst (zie figuur 2<sup>4</sup>). Slechts 14% van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven past het ‘one share one vote’ principe toe. De rest van deze bedrijven geeft preferente aandelen uit of geeft bijvoorbeeld controle over stemrecht in handen aan administratieve stichtingen. Het oordeel over Nederland kan binnenkort echter wijzigen. In maart van dit jaar heeft het Ministerie van Financiën een wetsvoorstel aangekondigd waarin wordt vastgelegd dat een vijandige bidder met minstens 75% van de aandelen na een half jaar de mogelijkheid krijgt het bestuur en de commissarissen te vervangen.<sup>5</sup> De Ministerraad is

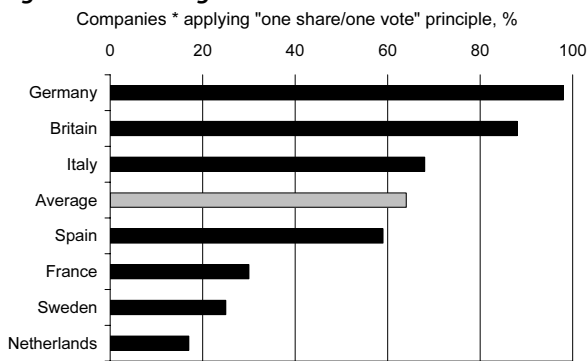
<sup>3</sup> Zie voor meer informatie de special over corporate governance in het Financieel Dagblad van 4 oktober 2005.

<sup>4</sup> *What shareholder democracy*, Economist 23 maart 2005

<sup>5</sup> *Nederland ruimt beschermingswallen op*, Financieele Dagblad van 31 maart 2005.

inmiddels met het voorstel akkoord gegaan. De zes maanden zijn bedoeld om de onderneming de tijd te geven naar een eventuele betere aanbieding te zoeken en garanties te bedingen, bijvoorbeeld behoud van banen. Het voorstel gaat verder dan de Europese overnamerichtlijn, die onder grote politieke druk van Duitsland werd uitgekleed. Lidstaten mogen daarin zelf kiezen of zij hun bedrijven willen beschermen tegen (binnenlandse of buitenlandse) overnames.

**Figuur 2: Verdeling stemrecht in EU**



\* Companies in the FTS Eurofirst 300 index

Bronnen: Association of British Insurers; Deminor rating

### **Oud-topman grote rol in toezicht in Frankrijk**

Frankrijk heeft tussen 1998 en 2003 de corporate governance hervormd en een van de belangrijkste maatregelen daarin is de splitsing tussen uitvoering van bestuur en het toezicht daarop. In de praktijk blijkt echter dat bedrijven veelal de oud-topman naar voren schuiven als de toezichthouder in de raad van bestuur. Dit heeft een aantal belangrijke nadelen. Ten eerste is het lastig om afstand te nemen tot een onderneming die iemand eerst zelf heeft geleid. Dat kan bijvoorbeeld betekenen dat iemand in zijn rol als toezichthouder besluiten moet terugdraaien die hij of zij eerder zelf in de rol van bestuursvoorzitter heeft genomen. Ten tweede is de verleiding groot om bij benoemingen voor de raad van bestuur een minder sterke kandidaat te steunen. De oud-topman weet zo zijn macht behouden.

### **Duits systeem van co-determinatie**

Duitsland heeft net als Nederland een *two tier board* met een raad van bestuur en een raad van commissarissen.<sup>6</sup> De samenstelling van de raad

van commissarissen is echter anders. In Duitsland wordt maximaal de helft voorgedragen door werknemers. Zwak punt hiervan is dat deze vertegenwoordigers het werknemersbelang volgen, wat niet per definitie overeen hoeft te komen met het ondernemingsbelang. Als een Duits bedrijf een deel van de productie wil verplaatsen naar een ander land is de kans op een afwijzende houding van de raad van commissarissen bijvoorbeeld groot. Economisch gezien wenselijke aanpassingen worden zo vertraagd. Wat ook niet helpt is dat de Duitse werknemersvertegenwoordigers 95% van het deel van hun salaris boven de 3.500 EUR per jaar moeten afstaan aan de bonden. Dit motiveert niet om goed toezicht te houden. Ook minder positief beoordeeld wordt dat bij 17 van de 30 grootste beursgenoteerde ondernemingen de voorzitter van de raad van commissarissen net als in Frankrijk een oud-topman is. In Duitsland wordt nu in een nieuwe code voorgesteld om maximaal twee oud-bestuursleden toe te laten treden tot de raad van commissarissen.<sup>7</sup>

### **Naar één Europese corporate governance?**

De Europese Commissie streeft op termijn naar één raamwerk voor corporate governance in Europa.<sup>8</sup> Doordat verschillen in regelgeving, toezicht en ook cultuur op dit moment nog groot zijn, zal dit een proces van jaren worden. Ook zullen er verschillen tussen de lidstaten blijven bestaan. Eurocommissaris McCreevy heeft twee hoofddoelen aangewezen waar het beleid van Brussel de komende jaren op is ingesteld:<sup>9</sup>

- Meer transparantie brengen in de wijze waarop ondernemingen opereren.
- Meer macht geven aan de aandeelhouders.

De Europese Commissie heeft een aantal instrumenten in handen deze doelen te bereiken. De krachtigste instrumenten zijn *richtlijnen, verordeningen en beschikkingen*. Daarnaast kan de

verschillen tussen een *one tier board* en *two tier board*.

<sup>7</sup> *No time for consensus*, Economist van 27 januari 2005

<sup>8</sup> Speech van Eurocommissaris Bolkestein op de Corporate Governance Conventie in Den Haag, oktober 2004.

<sup>9</sup> Speech van Eurocommissaris McCreevy op de Tweede Corporate Governance Conventie in Luxemburg, juni 2005.

<sup>6</sup> Zie KEO themabericht 2004/25 voor een toelichting op de

Europese Commissie kiezen voor *aanbevelingen*. *Richtlijnen* zijn bindend voor wat betreft de termijn waarop zij geïmplementeerd moeten worden en het te bereiken resultaat. Aan de nationale instanties wordt echter de bevoegdheid gelaten vorm en middelen te kiezen. *Verordeningen* zijn rechtstreeks toepasbaar en bindend in alle EU-lidstaten, zonder dat nationale omzetting nodig is. *Aanbevelingen* zijn niet bindend. *Beschikkingen* zijn verbindend voor degenen tot wie zij zijn gericht. Er zijn geen nationale omzettingsmaatregelen voor nodig. Beschikkingen kunnen tot één of tot alle lidstaten, tot ondernemingen of tot personen gericht zijn.<sup>10</sup>

### **Europese richtlijnen en aanbevelingen**

De Europese Commissie heeft op gebied van ondernemingsrecht en corporate governance meerdere instrumenten ingezet. Voorbeelden zijn de *richtlijn 2004/25/EG* van het Europese Parlement en de Raad van 21 april 2004 over het openbare overnamebod en de *Richtlijn 2003/58/EG* van 15 juli 2003 met betrekking tot de openbaarmakingsvereisten voor bepaalde soorten ondernemingen. In oktober 2001 werd *verordening* (EG) nr. 2157/2001 uitgevaardigd met betrekking tot het statuut van de Europese vennootschap. Op 15 februari 2005 deed de Europese Commissie (2005/162/EC) een *aanbeveling* over de rol van niet-uitvoerende bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen. De Europese Commissie kan ook mededelingen doen over toekomstige richtlijnen of aanbevelingen. Een voorbeeld daarvan is de *mededeling* COM (2003) 0703 van november 2003 over een voorgenomen richtlijn in zake grensoverschrijdende overnames van beursgenoteerde ondernemingen.

Bron: Europese Commissie, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

### **European Corporate Governance Forum**

De Europese Commissie heeft een werkgroep op hoog niveau ingesteld om zich over corporate governance te laten adviseren. Het *European Corporate Governance Forum* stelde in haar eerste vergadering vast dat actie voor convergentie van

corporate governance systemen alleen daar gewenst is waar specifieke problemen zijn die de efficiëntie en concurrentiekracht van bedrijven beperken. Het uitoefenen van stemrecht door buitenlandse aandeelhouders wordt als een goed voorbeeld gezien. De werkgroep zal onder meer ook kijken naar de invulling van het 'pas toe of leg uit' principe door de lidstaten en de criteria voor onafhankelijkheid van commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders.<sup>11</sup> Het 'pas toe of leg uit' principe houdt in dat bedrijven mogen afwijken van de richtlijnen in de codes, maar dit wel moeten motiveren.

### **Banken en corporate governance**

Beursgenoteerde banken met een notering in de Verenigde Staten vallen rechtstreeks onder de Sarbanes-Oxley wetgeving. De Europese richtlijnen zijn ook van toepassing op banken, net als de nationale corporate governance codes.<sup>12</sup> Banken geven in hun jaarverslagen aan hoe zij omgaan met deze codes volgens het principe 'pas toe of leg uit'. Het Basel Committee gaat nieuwe richtlijnen voor corporate governance uitbrengen voor banken. Hierin worden bepalingen opgenomen over beloning van bestuurders, belangenconflicten, de kennis van het management over risicovolle activiteiten zoals *structured finance* en *off shore bankieren*, evenals over bescherming van klokkenluiders. Het Basel Committee heeft in juli van dit jaar hierover een consultatiepaper uitgebracht.<sup>13</sup>

De hiervoor besproken richtlijnen en codes richten zich vooral op beursgenoteerde banken. Coöperatieve banken vallen over het formeel niet rechtstreeks onder de werkingssfeer. Zij hebben immers geen aandeelhouders. Binnen de Europese coöperatieve banken wordt desondanks onderzocht hoe de bepalingen toegepast kunnen worden, waar dit mogelijk is gegeven hun afwijkende structuur. De richtlijnen en codes bieden namelijk waarborgen voor

<sup>11</sup> Verslag van de vergadering van het *European Corporate Governance Forum* op 25 februari 2005.

<sup>12</sup> Een overzicht van wereldwijd verschenen codes is vinden op [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).

<sup>13</sup> *Enhancing corporate governance for banking organisations*, Basel Committee juli 2005, [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>10</sup> Wetgeving van de Europese Unie, Eur-Lex, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

goed ondernemingsbestuur.

Coöperatieve banken hebben een decentrale organisatie met elkaar gemeen en ‘one man one vote’ stemrecht voor leden op lokaal niveau. Op het regionale en landelijke niveau verschillen de governance structuren van de Europese coöperatieve banken onderling sterk. Zo zijn de lokale Rabobanken in Nederland aangesloten bij één entiteit en hebben één centrale governance structuur. De belangrijkste organen zijn daarbinnen de centrale kringvergadering (‘het Raboparlement van lokale banken’), de raad van bestuur en de raad van commissarissen. De leden van de centrale eenheid zijn de lokale banken. Zij zijn tevens de eigenaren.<sup>14</sup> Het uitoefenen van stemrecht in de centrale kringvergadering en de algemene ledenvergadering wordt bij Rabobank Nederland bepaald op basis van balanstotaal van de lokale bank. In Duitsland is de cohesie tussen de lokale banken minder sterk, of anders gezegd: de autonomie van de lokale banken is groter. De Duitse lokale banken hebben geen gezamenlijke rating en geen centrale governance.<sup>15</sup>

### Tot besluit

Onderzoek wijst er op dat ondernemingen met een goede governance beter presteren dan vergelijkbare ondernemingen die hierin tekort schieten. Zo publiceerde *Governance Metrics International* vorige maand resultaten van onderzoek onder 3200 internationale beursgenoteerde ondernemingen. De ondernemingen met de hoogste rating voor corporate governance bleken significant beter te presteren dan de gemiddelde Standard & Poor 500 index. Het verschil bedroeg afhankelijk van de jaarreeks die werd genomen tussen de 11 en 15% extra dividend ten opzichte van de index.<sup>16</sup> Onderzoek van Nederlandse bodem uit 2003 onder 300 Europese grote ondernemingen laat eveneens zien dat ondernemingen met een hoge score voor goed bestuur een hoger rendement op eigen vermogen hebben en een gunstiger ontwikkeling van de

aandelenkoers.<sup>17</sup> Deze resultaten bevestigen het belang van goede corporate governance. Het is echter geen onomstotelijk bewijs omdat de richting van het verband niet bepaald is: goede corporate governance kan leiden tot een hogere beurskoers, maar het omgekeerde kan ook het geval zijn. Een verklaring kan zijn dat ondernemingen die goed draaien meer management tijd beschikbaar hebben voor verbetering van de corporate governance. Zeker is in elk geval dat bedrijfsschandalen worden afgestraft met een lagere koers.

De kosten van aanpassing van nationale regels aan Europese richtlijnen zijn hoog en komen bovenop de toch al hoge administratieve lasten. Overgedetailleerde regelgeving uit Brussel moet dan ook voorkomen worden. De Europese Commissie zal voorgestelde richtlijnen daarom aan goede *impact assessments* en *kosten baten analyses* moeten onderwerpen. Minimumstandaarden kunnen ook een bijdrage leveren. Het woord ‘minimum’ suggereert wellicht dat er in dat geval weinig ambitieuze afspraken gemaakt worden. Dit is echter zeker niet het geval. Juist op de meest knellende punten wordt dit instrument ingezet, daar waar een gelijk speelveld essentieel is. Dit betekent vervolgens echter ook dat lidstaten daarboven zo min mogelijk aanvullende eisen zouden moeten stellen.

Ondanks de hoge kosten is verbetering van corporate governance essentieel. De kosten vertalen zich terug in meer vertrouwen, betere prestaties en hogere economische groei. Juist daar heeft Europa op dit moment het meeste behoefte aan.

oktober 2005

Bouke de Vries (030 - 2161195)

Y.B.Vries@rn.rabobank.nl

<sup>14</sup> Bij Rabobank wordt voor het stemrecht een weging toegepast naar balanstotaal.

<sup>15</sup> Meer informatie over governance bij coöperatieve banken is te vinden bij deze banken zelf of bij de European Association of Co-operative Banks, [www.eurocoopbanks.coop](http://www.eurocoopbanks.coop)

<sup>16</sup> Governance Metrics International (2005), [www.gmiratings.com](http://www.gmiratings.com)

<sup>17</sup> *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*, Rob Bauer, Nadja Guenster, EFMA 2004 Basel Meetings Paper, 2003.