

Veronderstelde toepassing van de nederlandse corporate governance code

Gerwin van der Laan en Michiel de Roo

SAMENVATTING Na tien jaar zijn de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code in de regel geaccepteerd geraakt. Niettemin blijven op onderdelen substantiële niet-naleving, uitleg van discutabele kwaliteit en veronderstelde toepassing problematisch. Is het mogelijk de monitoringpraktijk te verfijnen om zo deze vraagstukken het hoofd te bieden? Deze studie geeft een conceptueel overzicht van de omgangsvormen met de code weer en doet een verkennend onderzoek naar veronderstelde toepassing. Uit deze analyse, en uit een overzicht van eerder onderzoek naar de kwaliteit van uitleg en naar niet-naleving, worden aanbevelingen geformuleerd voor aanpassing van zowel de code als de monitoringpraktijk.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De Nederlandse corporate governance code hinkt op twee benen: Enerzijds wordt een grote mate van transparantie vereist, bijvoorbeeld ten aanzien van de bestuurdersbezoldiging. Anderzijds wordt een beroep gedaan op het vertrouwensbeginsel, volgens welke vennootschappen zelf verantwoordelijk zijn voor de communicatie over corporate governance. In dit artikel wordt aanbevolen de code langs deze twee lijnen te splitsen, waarbij bij kernbepalingen een intensieve controle past, terwijl meer principiële uitgangspunten beter in dialoog met vennootschappen geëvalueerd kunnen worden.

1 Inleiding

Het jaar 2014 markeert het tienjarig jubileum van De Nederlandse Corporate Governance Code¹ (hierna: de code), die principes en best practice-bepalingen (aanbevelingen) formuleert ten aanzien van goed ondernemingsbestuur. Tevens markeert 2014 de start van de werkzaamheden van de derde Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de commissie) – de commissie Van Manen – die na de commissies Frijns en Streppel tot taak heeft de actualiteit en bruikbaarheid van de code te bevorderen. Volgens de taakopdracht van de commissie wordt deze taakopdracht uitgevoerd door, onder andere, jaarlijks te inventariseren op welke wijze en in welke mate de code wordt nageleefd. In dit artikel wordt een conceptuele analyse gemaakt van naleving met codes. Hierbij wordt telkens

de parallel gelegd met de monitoringpraktijk zoals gerapporteerd door de opeenvolgende commissies.

Uit deze analyse (in paragraaf 2) blijkt dat veronderstelde toepassing een complicatie in de monitoring is waar academisch nog weinig aandacht voor geweest is. Er is sprake van veronderstelde toepassing wanneer uit de rapportage van de vennootschappen niet blijkt dat een bepaling niet wordt toegepast en wanneer uit de code geen publicatie-vereiste volgt. In paragraaf 3 wordt nader ingegaan op deze veronderstelde toepassing en wordt in een empirische verkenning bezien of factoren die volgens wetenschappelijk onderzoek bijdragen aan de toepassing van de code en de kwaliteit van de uitleg tevens gerelateerd kunnen worden aan de veronderstelde toepassing.

In paragraaf 4 van dit artikel worden conclusies geformuleerd, zowel aangaande veronderstelde toepassing als aan de vereisten die gesteld mogen worden aan een inventarisatie van de naleving van de code. Deze conclusies beogen bij te dragen aan een verdere verfijning van de methode van verificatie van de omgang met de code.

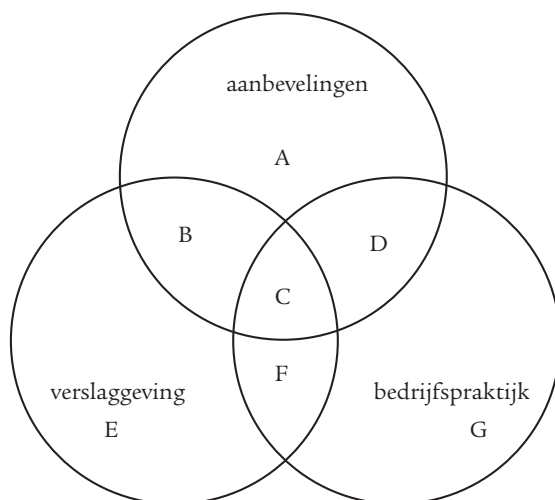
2 Omgang met codes

Corporate governance codes zijn verzamelingen van aanbevelingen omtrent goed ondernemingsbestuur (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). Codes zijn complementair aan het ondernemingsrecht; waar het recht minimumvereisten formuleert voor de inrichting van een vennootschap en haar verslaggeving, worden in een code aanbevelingen gedaan die door belanghebbenden als beste bestuurspraktijk aangemerkt worden. Deze zogenaamde ‘best practices’ worden niet dwingend opgelegd aan alle beursvennootschappen, maar vormen de standaard waarvan vennootschappen gemotiveerd kunnen afwijken. Een code kan daardoor zowel hoogstaande normen van deugdelijk bestuur bevorderen, alsook flexibel zijn naar de variatie in beursvennootschappen die het onwenselijk maakt voor vennootschappen om elke bepaling onverkort toe te passen. Daarnaast is de vigerende mening dat een code sneller dan de wet aangepast kan worden aan de evoluerende bedrijfspraktijk.

Het zogenaamde pas-toe-of-leg-uit-beginsel geeft vorm aan de flexibiliteit van de code. Vennootschappen kunnen de voor hen relevante bepalingen toepassen, ofwel een motivatie (uitleg) verschaffen waarom toepassing voor de vennootschap onmogelijk of onwenselijk is. Het is aan belanghebbenden, zoals aandeelhouders, om de vennootschap aan te spreken op het corporate governance-beleid. De omgang met de code kan dan ook bestaan uit het toepassen van een bepaling of het geven van uitleg van niet-toepassing. Beide omgangsvormen worden samen 'naleving' genoemd. Wanneer een bepaling niet wordt toegepast en ook geen motivatie voor deze niet-toepassing wordt gegeven, is sprake van niet-naleving². In Nederland, waar de code een bij algemene maatregel van bestuur aangewezen gedragscode is (art. 2:391 lid 5 BW), is het pas-toe-of-leg-uit-principe in de wet verankerd en is niet-naleving een overtreding van de wet.

In figuur 1 wordt een conceptueel model gepresenteerd van de omgang met de code. Dit model bevat drie bouwstenen, weergegeven als elkaar snijdende cirkels. De bouwstenen betreffen de aanbevelingen in de code, de rapportage van vennootschappen en de bedrijfspraktijk. De drie bouwstenen leveren zeven gebieden op, als A tot en met G gelabeld, die een specifieke vorm van de omgang met de code beschrijven. De gebieden E, F, en G in figuur 1 zijn voor een analyse van de omgang met de code niet relevant. Het betreft hier immers (symbolische) verslaggeving over niet bestaande bedrijfspraktijken (E), waarover in de code geen aanbevelingen zijn geformuleerd, verslaggeving over bedrijfspraktijken (F) waarover in de code geen aanbevelingen zijn geformuleerd, of bedrijfspraktijken waarover geen rapportage plaatsvindt en waarover tevens geen aanbevelingen zijn geformuleerd (G). In alle drie de situaties handelt het om onderwerpen waar de code geen voorschriften voor kent.

Figuur 1 Conceptueel model omgang met Corporate Governance-aanbevelingen



De gebieden A tot en met D verwijzen elk naar een bepaalde omgang met de code. In gebied A worden die aanbevelingen aangetroffen die niet door de vennootschap in de praktijk worden gebracht en waarover niet gerapporteerd wordt. De aanleiding voor het plaatsen van een aanbeveling in dit gebied is ofwel de constatering dat een bepaling niet op de vennootschap van toepassing is, ofwel dat de bepaling door de vennootschap niet wordt nageleefd. In beide gevallen betreft het bepalingen die niet worden geïmplementeerd zonder dat daarvoor uitleg wordt verschaft. Het onderscheid tussen deze twee deelgebieden is van groot belang nu de wetgever het pas-toe-of-leg-uit beginsel in het Burgerlijk Wetboek heeft vastgelegd. Het niet-verschaffen van uitleg voor aan de code onderhevige bedrijfspraktijken die niet geïmplementeerd worden, is immers een overtreding van de wet. Belanghebbenden kunnen in beginsel niet-naleving aanhangig maken bij de Ondernemingskamer. Een bepaling in gebied A is echter niet per definitie van toepassing op de vennootschap. Zo zijn de aanbevelingen aangaande commissies in de raad van commissarissen alleen relevant wanneer de raad uit vijf of meer leden bestaat (principe III.5). Ook is bijvoorbeeld een groot aantal aanbevelingen over de bestuurdersbeloning (principe II.2) niet van toepassing indien de vennootschap geen variabele bezoldiging kent. De wetgever verlangt niet van vennootschappen dat aangegeven wordt welke bepalingen niet van toepassing zijn, hoewel er wel vennootschappen zijn die voor elke bepaling in de code aangeven hoe men ermee omgaat. Waar niet-naleven een overtreding van de wet is, is het niet-van-toepassing-zijn van een aanbeveling dat beslist niet. Beide situaties komen voor in gebied A, waar niet gerapporteerd wordt over zaken die niet bij de vennootschap in de praktijk worden gebracht. Een bepaling in gebied B wordt niet geïmplementeerd. Hierover wordt gerapporteerd in de verslaggeving; er is dus sprake van uitleg van niet-toepassing. Nederlandse beursvennootschappen leggen gemiddeld van vijf bepalingen niet-naleving uit. Dit getal werd voor het laatst aangetroffen in het boekjaar 2012 en is al jaren stabiel rond dit niveau (Van der Laan et al., 2013). Een voornaam discussiepunt voor gebied B is de kwaliteit van de uitleg, waar door de code geen voorwaarden aan worden gesteld. In het derde nalevingsonderzoek in opdracht van de monitoring commissie, in casu de commissie Frijns, werd voor het eerst een poging gedaan de kwaliteit van de uitleg in kaart te brengen (Akkermans et al., 2007a), door geselecteerde uitlegpasages voor te leggen aan studenten en leden van de monitoring commissie. De resultaten laten zien dat "de motiveringen in het algemeen als 'transparant' (i.c. begrijpelijk en controleerbaar) worden ervaren, maar dat de 'passendheid' (i.c. legitimiteit en plausibiliteit) te wensen overlaat" (Akkermans et al., 2007a, p. 5). De tweede monitoring commissie (Streppel) heeft nadere

stappen gezet door via een guidance aan te geven welke vormen van uitleg als onvoldoende worden beschouwd. Zo wordt het verwijzen naar een eigen regeling door de vennootschap zonder nadere motivatie als niet-naleving bestempeld, alsmede het niet aangeven wanneer een tijdelijke afwijking van de code niet langer ingeroepen zal worden (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2011). Een eerste analyse van deze guidance in het volgende nalevingsrapport (Van der Laan et al., 2012) gaf aan dat zestien procent van de totale hoeveelheid uitleg volgens de strengere voorschriften van de commissie als niet-naleving beoordeeld moest worden. In het boekjaar 2012 was de rapportage aangaande tijdelijke afwijkingen sterk verbeterd, terwijl ten aanzien van de eigen regeling juist een verslechtering ten opzichte van 2011 werd aangetroffen (Van der Laan et al., 2013). De twee categorieën ‘tijdelijke afwijking’ en ‘eigen regeling’ vertegenwoordigen samen maar 29 procent van alle gevallen van uitleg in het boekjaar en voor de overige uitlegcategorieën bestaat onduidelijkheid over welke uitleg als onvoldoende dient te worden aangemerkt. De kwaliteit van uitleg is dus een belangrijke onopgeloste kwestie in gebied B: enerzijds is er nog geen duidelijkheid over wat kwalitatief hoogwaardige uitleg is en anderzijds blijkt over de uitlegcategorieën waarvoor wel criteria zijn geformuleerd dat in veel gevallen deze nog niet gehaald worden. Het is dan ook goed dat de kwaliteit van uitleg een apart vraagstuk is in het werkplan 2014 van de commissie (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2014).

Een aanbeveling in gebied C wordt toegepast en over deze toepassing wordt door de vennootschap gerapporteerd. Hier is derhalve sprake van (expliciete) toepassing van de aanbeveling. Hoewel het in de figuur het kleinste oppervlak is, worden de meeste bepalingen die voor een vennootschap relevant zijn expliciet toegepast. De ‘best’ practices uit de code zijn in die zin ook ‘common’ practice geworden. In het nalevingsonderzoek over het boekjaar 2012 was het gemiddelde expliciete toepassingspercentage gelijk aan 65 procent (Van der Laan et al., 2013). Dat betekent dat van 65 procent van de relevante bepalingen³ de toepassing aangetroffen werd in de jaarverslagen. Dit percentage is niet accuraat om twee redenen: (1) in de analyse werden alleen die (45) bepalingen meegenomen waarvan de toepassing in het verleden lager lag dan negentig procent⁴; en (2) in de analyse werden bepalingen waarvan op voorhand duidelijk was dat verificatie onmogelijk zou zijn niet meegenomen. De eerste reden impliceert dat het werkelijke expliciete toepassingspercentage hoger ligt, terwijl de tweede reden suggereert dat de expliciete toepassing wordt overschat. Van een groot deel van de in het onderzoek betrokken bepalingen in de code is de toepassing echter expliciet verifieerbaar. Er is kritiek op de code en

de wijze van monitoring die stelt dat deze afvinkgedrag in de hand werkt. Er is een ontegenzeggelijke kern van waarheid in die kritiek, maar men kan zich afvragen of dit problematisch is. Er staan immers in een aantal gevallen grote belangen op het spel en de gewonnen transparantie zou tegen het afvinkgedrag kunnen opwegen. Een punt, waar in de conclusie van dit artikel nader aandacht aan wordt besteed, is dan wel dat de code op onderdelen een vrij grote detaillering aanbrengt. Waar afvinkgedrag voor belangrijke bepalingen vanuit het oogpunt van transparantie te billijken zou kunnen zijn, geldt dit in mindere mate voor meer detaillistische onderdelen van best practice-aanbevelingen.

Een aanbeveling in gebied D wordt toegepast, maar over deze toepassing wordt door de vennootschap niet gerapporteerd. Deze situatie wordt als ‘veronderstelde toepassing’ bestempeld. Hoewel veronderstelde toepassing niet transparant is – belanghebbenden kunnen de toepassing immers niet verifiëren – is het in lijn met het pas-toe-of-leg-uit-principe. Indien er geen uitleg wordt aangetroffen, dient een belanghebbende er vanuit te gaan dat de bepaling wordt toegepast. Zo stelt bepaling II.2.11 dat de raad van commissarissen de bevoegdheid heeft om bestuurdersbezoldiging die op onjuiste informatie is toegekend terug te vorderen. Wanneer niet in het jaarverslag wordt uitgelegd waarom de raad deze bevoegdheid niet heeft, moet verondersteld worden dat de raad van commissarissen deze bevoegdheid inderdaad bezit. SEO Economisch Onderzoek (2012) spreekt in deze context van twee doelstellingen van de code: het bewerkstelligen van deugdelijk ondernemingsbestuur (toepassing) en transparantie daarover (verslaggeving). Van de meegenomen bepalingen in het boekjaar 2012 was het gemiddelde niet-nalevingspercentage dertien procent, waardoor gesteld kan worden dat niet in alle gevallen het ontbreken van uitleg veilig als toepassing van de code mag worden geïnterpreteerd. Sinds het boekjaar 2011 wordt gekwantificeerd in welke mate de toepassing moet worden verondersteld. Het blijkt dat bij gemiddeld vijftien procent van de bepalingen de toepassing moet worden verondersteld. Deels wordt deze omgangsvorm door onduidelijke formuleringen in de code in de hand gewerkt. Zo stellen bepalingen bijvoorbeeld dat er ‘concrete doelstellingen ten aanzien van diversiteit’ geformuleerd dienen te worden, zonder aan te geven wat onder diversiteit (of onder concrete doelstellingen) verstaan moet worden. Niettemin wordt het oordeel van veronderstelde toepassing ook veroorzaakt door terzake niet transparante verslaggeving van vennootschappen. Ook hier kan men zich afvragen of deze intransparantie problematisch is – een corporate governance-paragraaf dient immers hoofdzaken van bijzaken te onderscheiden en belanghebbenden kunnen in dialoog met de vennootschap treden in geval

van hen moverende intransparantie. In elk geval kan gesteld worden dat het vertrouwensbeginsel, dat in het werkplan 2014 van de commissie een centrale plaats inneemt, een risicovol vertrekpunt kan zijn in de context van grote onduidelijkheid omtrent veronderstelde toepassing.

Bovenstaande bespreking van figuur 1 geeft dus het volgende beeld: van alle in het nalevingsonderzoek over het boekjaar 2012 meegenomen bepalingen, wordt 65 procent toegepast en is de toepassing verifieerbaar (gebied C in figuur 1). Daarnaast wordt, over alle bepalingen en alle meegenomen vennootschappen gemeten, in zeven procent van de gevallen uitleg verschaft (gebied B). Een onopgeloste kwestie betreft hier de kwaliteit van de uitleg, waarvoor criteria zijn opgesteld voor een deel van de vormen van uitleg. In dertien procent van de gevallen is sprake van aantoonbare niet-naleving (gebied A), wat een overtreding van de wet betekent. Niet-nageleefde bepalingen zijn soms moeilijk te onderscheiden van bepalingen die niet van toepassing zijn, waardoor de daadwerkelijke niet-naleving groter kan zijn dan hier aangegeven. Tenslotte is in vijftien procent van de gevallen sprake van veronderstelde toepassing – dat wil zeggen toepassing die niet te verifiëren is op basis van publieke informatie.

Hoewel het conceptuele onderscheid tussen de gebieden duidelijk is, is het in de praktijk niet altijd eenduidig vast te stellen hoe een specifieke vennootschap met een bepaald voorschrift uit de code omgaat. Zo stelt bepaling III.5.13 bijvoorbeeld dat de raad van commissarissen zich vergewist van de onafhankelijkheid van de remuneratieadviseur. Veelal is expliciet aangegeven, bijvoorbeeld in het reglement van de raad, dat dit gebeurt. In beginsel, maar overigens niet in de praktijk, is het mogelijk dat een vennootschap uitlegt waarom de raad van commissarissen zich niet van de onafhankelijkheid vergewist. Tevens kan expliciet worden aangegeven dat de raad van commissarissen geen gebruik maakt van een dergelijke adviseur. De drie situaties zouden eenduidig tot het respectievelijke oordeel van uitleg, toepassing, en niet-van-toepassing leiden. Indien echter geen informatie in de rapportage van de vennootschap aangetroffen wordt over de onafhankelijkheid van de remuneratieadviseur, zou sprake kunnen zijn van:

- niet-van-toepassing – er is geen remuneratieadviseur en men rapporteert er dan ook niet over;
- toepassing – men houdt zich aan het voorschrift, maar rapporteert er niet over; of
- niet-naleving – men houdt zich niet aan het voorschrift en rapporteert er niet over.

De drie situaties verwijzen naar een wezenlijk andere omgang met de code en het niet-rapporteren over de remuneratieadviseur komt de transparantie dan ook niet ten goede. Wanneer uit de code een publicatievereiste zou volgen, is duidelijk sprake van niet-naleving.

Bij gebrek aan een publicatievereiste moet het oordeel niet-van-toepassing of veronderstelde toepassing gegeven worden op basis van de waarschijnlijkheid dat de vennootschap een remuneratieadviseur raadpleegt.

In de volgende paragraaf wordt de veronderstelde toepassing nader bestudeerd. Er bestaat onderzoek naar determinanten van toepassing en (kwaliteit van) uitleg, maar vergelijkbaar onderzoek naar determinanten van veronderstelde toepassing ontbreekt. Voor een effectieve monitoring is het van belang te weten of bij bepaalde beursvennootschappen de veronderstelde toepassing meer voorkomt dan bij andere. Deze kennis stelt belanghebbenden, waaronder de Monitoring Commissie, in staat om gericht oplossingen te zoeken voor ongewenste veronderstelde toepassing.

3 Veronderstelde toepassing

Enkele academische studies zoeken verklaringen voor de omgang met de code. De studies leiden tot een aantal interessante inzichten. In de eerste plaats analyseren Akkermans et al. (2007b) het eerste boekjaar waarin de code effectief was. Zij ontdekken een positieve relatie tussen de omvang van de onderneming en de mate van toepassing. Deze bevinding is in lijn met ander (Europees) onderzoek naar de relatie van ondernemingsomvang en naleving. Internationaal onderzoek kijkt daarnaast naar de relatie tussen de winstgevendheid van de onderneming en de naleving van de code, of naar de reactie van investeerders op de publicatie van een corporate governance verklaring⁵. In de tweede plaats toont een studie van Hooghiemstra en Van Ees (2011) aan dat de omvang van de onderneming negatief gecorreleerd is met het aantal uitleggingen van niet-toepassing in 2005. Tevens tonen zij aan dat een grotere raad van commissarissen gecorreleerd is met meer uitleg in datzelfde jaar. In de derde plaats, geeft Hooghiemstra (2012) een nadere analyse van de kwaliteit van uitleg en classificeert deze naar gelang de mate waarin deze informatief is. Het coderingsschema van Arcot en Bruno (2006, 2009) wordt door hem op de uitlegdata toegepast, waaruit volgt dat de kwaliteit van uitleg gemiddeld redelijk is, namelijk 2,7 op een schaal van 0 tot 4. Hooghiemstra (2012) toont vervolgens aan dat de kwaliteit van de uitleg negatief gecorreleerd is met de schuldenlast van de vennootschap en positief met de concentratie van het aandeelhouderschap. Ook wordt er een positief verband met de macht van de raad van commissarissen gevonden. De conclusie op basis van deze studies luidt dan ook dat meer informatieve uitleg aangetroffen wordt in vennootschappen met geconcentreerd aandeelhouderschap, een relatief lage schuldenlast en een sterke raad van commissarissen.

Om inzicht te verkrijgen in de associatie van veronderstelde toepassing en vergelijkbare ondernemingscontingenties wordt in deze paragraaf een verkennend on-

derzoek uitgevoerd naar de relatie tussen ondernemingsomvang en ondernemingsprestaties enerzijds en veronderstelde toepassing anderzijds. Dit onderzoek is per definitie beperkt vanwege het gegeven dat veronderstelde toepassing intransparant is. Het is mogelijk aan te geven welke kenmerken geassocieerd zijn met veronderstelde toepassing, zoals in deze paragraaf gebeurt, maar een normatief oordeel is niet mogelijk omdat niet te bepalen is of de veronderstelde toepassing feitelijk niet-van-toepassing, niet-naleven of toepassing is. In de analyse wordt de veronderstelde toepassingsscore uit het boekjaar 2012 (Van der Laan et al., 2013) verklaard aan de hand van ondernemingsomvang en ondernemingsprestaties uit het boekjaar 2011. Ondernemingsspecifieke data zijn verkregen van Thomson's Datastream databank, waarbij missende data is aangevuld op basis van informatie uit het jaarverslag van de desbetreffende vennootschappen. De omvang van de vennootschap wordt gemeten aan de hand van de totale activa. De prestaties van de vennootschap worden gemeten door de winstmarge en het rendement per aandeel (total shareholder return, of TSR).

Van 96 vennootschappen is in het boekjaar 2012 geïnventariseerd in welke mate de code wordt nageleefd (Van der Laan et al., 2013). Vier vennootschappen zijn niet opgenomen in de onderhavige analyse vanwege ontbrekende data in Datastream en de jaarverslagen. Vanwege het vertragen van de verklarende variabelen is er geen informatie van vennootschappen die in het boekjaar voor het eerst genoteerd waren op Euronext. In een ander geval is in het boekjaar niet over een periode van twaalf maanden gerapporteerd, waardoor de cijfers afwijkend zijn ten opzichte van de steekproef – ook deze vennootschap wordt niet meegenomen. Samenvattend zijn 92 van de 96 geïnventariseerde ondernemingen opgenomen in de analyses. Tabel 1 geeft beschrijvende statistieken van de omgang met de code en ondernemingsspecifieke indicatoren. Gemiddeld genomen is de totale – dus veronderstelde en expliciete samen – toepassing 80 procent. Twee vennootschappen passen de code volledig toe; het minimum is 54 procent. Gemiddeld wordt veertien procent

van de bepalingen verondersteld toegepast, een kleine afwijking van de reeds genoemde vijftien procent, die te verklaren is uit de enigszins kleinere steekproef. Vijf vennootschappen kennen geen veronderstelde toepassing en expliciteren dus alle toepassing (bijvoorbeeld in een document dat de omgang met de code beschrijft). Gemiddeld is de expliciete toepassing 65 procent, variërend van 22 tot 91 procent. Van de (deel)bepalingen wordt gemiddeld zeven procent uitgelegd.

Totale activa zijn weergegeven in miljarden euro's (in de verdere analyses wordt deze variabele verschaald). De gemiddelde totale activa van de beursgenoteerde vennootschappen uit de steekproef is 23 miljard euro, waarbij opgemerkt moet worden dat slechts zeven vennootschappen meer activa hebben dan het gemiddelde. De standaarddeviatie is dan ook hoog in vergelijking met het gemiddelde. Voor enkele ondernemingen zijn de inkomsten uit niet-operationele activiteiten dermate hoog dat de winstmarge een veelvoud van de operationele omzet bedraagt. Anderzijds zijn de kosten in het boekjaar 2011 voor enkele ondernemingen zo hoog geweest dat de omvang van het verlies een meervoud van de omzet bedroeg. Al met al is er dus een aanzienlijke heterogeniteit in de Nederlandse beursvennootschappen aanwezig. Door een dalende beurskurs was het rendement per aandeel in 2011 voor de meeste vennootschappen negatief. Een gemiddeld positief rendement per aandeel wordt dan ook verklaard door een handjevol vennootschappen.

Tabel 2 toont de correlatiematrix en tabel 3 het regressiemodel. Naast de prestaties en omvang wordt er in de analyse van de veronderstelde toepassing gecontroleerd voor expliciete toepassing en uitleg. Immers, wanneer een vennootschap een corporate governance-paragraaf opstelt met gedetailleerde overzichten van de omgang met de code, is het bijna per definitie waarschijnlijker dat een kleiner deel van de toepassing niet expliciet in de rapportage terug te vinden is.

De mate waarin ondernemingsspecifieke contingenties een effect hebben op de veronderstelde toepassing is weergegeven in tabel 3. Er is een toets voor multicol-

Tabel 1 Beschrijvende statistieken

Beschrijvende statistieken					
Variabele	N	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
Veronderstelde toepassing (%)	92	14,18	8,69	0	39,13
Totale toepassing (%)	92	79,88	11,40	53,57	100
Expliciete toepassing (%)	92	65,70	15,95	21,74	91,18
Uitleg (%)	92	7,07	5,70	0	24,14
Totale activa (miljarden)	92	23,06	136,87	0,00	1270,56
Winstmarge	92	0,10	1,58	-5,88	10,70
Rendement per aandeel	92	0,37	5,66	-0,94	54

lineariteit uitgevoerd, die – ondanks de hoge correlatie tussen enkele onafhankelijke variabelen – geen problemen signaleerde. Daarnaast is er in de analyse gecorrigeerd voor heteroskedasticiteit door het berekenen van robuuste standaardfouten. Uit de analyse blijkt dat de expliciete toepassing en uitleg een negatief verband met de veronderstelde toepassing vertonen. Aangezien het hier communicerende vaten betreft, is deze bevinding niet verwonderlijk. Totale activa heeft een positief effect op de veronderstelde toepassing, evenals de winstmarge. Het is verbazingwekkend dat een negatieve correlatie (tabel 2) tussen omvang en veronderstelde toepassing zich in tabel 3 uit als een positieve coëfficiënt. De multivariate verbanden tussen de verklarende variabelen nopen tot behoedzaamheid bij de interpretatie. Wanneer vennootschappen in de ogen van aandeelhouders goed presteren, is de veronderstelde toepassing hoger. Het voert te ver voor deze eerste exercitie om verregaande theoretische implicaties aan deze bevindingen te verbinden. Een dergelijke extrapolatie vergt tenminste dat de veronderstelde toepassing normatief gekwalificeerd kan worden als goed of fout. In elk geval kan geconstateerd worden dat er geen eenduidige verbanden tussen ondernemingsomvang en -prestaties enerzijds en veronderstelde toepassing anderzijds afgeleid kunnen worden uit de beknopte analyse in dit artikel.

4 Conclusies

In dit artikel is een conceptueel overzicht gegeven van de omgang van vennootschappen met een corporate governance code. De relatieve frequentie van de mogelijke omgangsvormen is daarbij geïllustreerd voor de Nederlandse context in het boekjaar 2012. Er werd geconstateerd dat een grote meerderheid van de voor vennootschappen relevante bepalingen door een grote meerderheid van de vennootschappen (65 procent) onverkort en transparant worden toegepast. De drie andere omgangsvormen, niet-naleving (dertien procent), uitleg (zeven procent) en veronderstelde toepassing (vijftien procent), worden relatief minder aangetroffen en onderstrepen het beeld dat veel bepalingen uit de code inmiddels geaccepteerd zijn geraakt. Niettemin kan gesteld worden dat in geval van niet-naleving sprake

ke is van een overtreding van de wet, dat in geval van veronderstelde toepassing geen sprake is van transparantie en dat in geval van uitleg niet duidelijk is of deze van afdoende kwaliteit is. Er ligt derhalve nog een schone taak voor de commissie Van Manen, helemaal omdat niet-naleving, veronderstelde toepassing en uitleg van onvoldoende kwaliteit zich kunnen concentreren bij een beperkt aantal bepalingen en daar zeker niet verwaarloosbaar kunnen zijn.

Onze analyse van de veronderstelde toepassing toont aan dat deze negatief gerelateerd is aan zowel expliciete toepassing als uitleg. Dit doet vermoeden dat pogingen om transparantie omtrent de toepassing te realiseren zowel in een hogere expliciete toepassing als in een hogere uitleg zouden kunnen uitmonden. In het geval veronderstelde toepassing over zou gaan in uitleg, is de kwaliteit van die uitleg vervolgens een aspect dat de aandacht verdient. Er is voor een klein deel van de voorkomende uitleg een niet-uitputtende opsomming gepubliceerd van uitleg die in elk geval niet van afdoende kwaliteit is. Een richtlijn voor kwalitatief hoogwaardige uitleg ontbreekt vooralsnog, en voor de overgrote meerderheid van typen uitleg – ondernemingsspecifieke motivaties, motivaties gerelateerd aan de omvang van de vennootschap – staat duidelijkheid over kwalitatief niet afdoende uitleg nog in de kinderschoenen.

De bevindingen uit ons en eerder onderzoek suggereren verder dat in een onbekend aantal gevallen de veronderstelde toepassing feitelijk niet-geobserveerde niet-naleving is. Veronderstelde toepassing doet zich vooral voor bij grotere vennootschappen met een hoge winstmarge en aandeelhoudersrendement. Deze variabelen zijn echter te beperkt om een helder omschreven groep te identificeren, die door een gericht monitoringprogramma op, bijvoorbeeld, Lokale en AScX-vennootschappen gemakkelijk te bereiken zou

TABEL 3 Regressieanalyse veronderstelde toepassing

Totale activa (log miljarden)	1,04** (4,78)
Winstmarge	0,23 (0,97)
Rendement per aandeel (TSR)	0,24** (6,68)
Expliciete toepassing	-0,59** (11,66)
Uitleg	-0,62** (5,98)
Constante	42,87** (12,55)
Observaties	92
R-kwadraat	0,73
Robuuste t-waarden staan tussen haakjes ** p < 0.01, * p < 0.05	

Tabel 2 Correlaties

	1	2	3	4	5	6
1. Veronderstelde toepassing	1.00					
2. Expliciete toepassing	-0.72**	1.00				
3. Uitleg	-0.02	-0.44**	1.00			
4. Totale activa	-0.33**	0.68**	-0.32**	1.00		
5. Winstmarge	0.14	-0.07	-0.08	0.02	1.00	
6. Rendement per aandeel	0.31**	-0.30**	0.11	-0.37**	-0.05	1.00
*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10						

zijn. Het verminderen van de veronderstelde toepassing, benodigd om de transparantie te verhogen, zal dan ook geen sinecure zijn. Vertrekken vanuit het vertrouwensbeginsel, waarop de commissie in haar werkplan lijkt voor te sorteren, is dan ook een risicovolle keuze. Zolang in een niet-verwaarloosbaar aantal gevallen door vennootschappen niet nageleefd wordt, is er behoefte aan instrumenten die de mate van deze niet-naleving expliciteren.

Met de aantreding van de commissie Van Manen dient zich een momentum aan om een hervorming van de code aan te vangen die aan bovenstaande problemen tegemoet komt. Enerzijds lijken er een aantal kernbepalingen te zijn, onder andere rond beloning, samenstelling van de organen van de vennootschap en de inrichting van de risicobeheersingssystemen, die in het verleden discussie hebben opgeroepen. Deze bepalingen kennen in hogere mate onwenselijke omgangsvormen met de code, te weten niet-naleving en uitleg van onvoldoende kwaliteit, en staan geregeld onder politieke druk om opgenomen te worden in meer voorschrijvende wetgeving. Het is voor deze bepalingen te billijken van vennootschappen te vragen de toepassing te expliciteren, bijvoorbeeld door het ontwikkelen van een standaardformat door de commissie. Inzake beloningen zijn er internationaal precedentes, zoals de bezoldigingsrapportages die door de SEC in de Verenigde Staten worden geëist. Het is wel van belang de mate van detail van dergelijke aanbevelingen te heroverwegen om de administratieve druk van het expliciteren van de omgang tot het noodzakelijke te reduceren. Zo bestaat de kernbepaling inzake bezoldiging van bestuurders uit ruim twintig deelbepalingen, die slechts voor enkele grote AEX vennootschappen volledig van toepassing zijn.

Anderzijds zijn er meer principiële bepalingen die de omgang van de organen van de vennootschap en de principes van het beheersingssysteem betreffen. Aanbevelingen in deze categorie betreffen bijvoorbeeld het

uitgangspunt dat commissarissen opstappen wanneer zij disfunctioneren, of de bepaling dat de relevante aspecten van maatschappelijk verantwoord ondernemen worden meegewogen in de besluitvorming. Voor dit type bepalingen is de wijze van inventarisatie van toepassing en naleving zoals deze sinds de introductie van de code is uitgevoerd minder passend. Het vertrouwensbeginsel zou hier een levensvatbaar alternatief zijn, waarbij de monitoring overgelaten wordt aan de dialoog tussen de vennootschap en haar belanghebbenden. Hierbij is uiteraard van cruciaal belang dat belanghebbenden bereid zijn deze rol te vervullen. Het toetsen van de actualiteit van deze principiële bepalingen zou nog immer tot het takenpakket van de commissie behoren.

De afgelopen tien jaren hebben aangetoond dat de code grotendeels geaccepteerd is geraakt. De kwaliteit van uitleg alsmede de veronderstelde toepassing blijven aandachtspunten. Onder deze aandachtspunten gaat een meer fundamenteel onderscheid schuil tussen bepalingen die om eenduidige rapportages van de vennootschappen vragen en bepalingen die meer impliciet draagvlak onder de vennootschappen behoeven, met een grote rol voor het vertrouwensbeginsel. Het opsplitsen van de code, met bijpassende monitoringpraktijken, kan een belangrijke bijdrage leveren aan de vraagstukken die de monitoring commissie in haar werkplan opwerpt. ■

Dr. G. van der Laan is universitair docent aan de Tilburg University. Hij is tevens auteur van negen nalevingsrapportages voor de opeenvolgende monitoring commissies corporate governance code.

J-M.B. de Roo, BSc, is research master student aan de Universiteit Utrecht. Hij is tevens betrokken bij de nalevingsonderzoeken voor de monitoring commissie corporate governance code over het boekjaar 2011 en 2012.

Noten

1 Voor nadere details over de totstandkoming van de code en de inhoud wordt verwezen naar Akkermans et al. (2006, 2009), Bier et al. (2013) en Groenewald (2005).

2 Overigens wordt door sommige auteurs, waaronder de wetgever maar niet de monitoring commissie, een afwijkende terminologie gebruikt. Daar wordt het volgen van de code als naleven aangemerkt en wordt naleven of uitleg als het toepassen van de code beschouwd.

3 Meer specifiek betreft het deelbepalingen:

de bepalingen zijn in eenduidige deelbepalingen opgedeeld. In het nalevingsonderzoek werd vervolgens geaggregeerd naar het niveau van de bepaling. Omdat de aggregatieregels in zekere zin arbitrair is, wordt in dit onderzoek de analyse uitgevoerd op het niveau van de deelbepalingen.

4 Daarbij zij opgemerkt dat niet het onderscheid werd gemaakt of deze negentig procent expliciet te verifiëren was. Enkele bepalingen zijn dusdanig geformuleerd dat niet-naleving vrijwel niet aantoonbaar is (bijvoorbeeld bepaling III.1.4

die stelt dat een commissaris tussentijds aftreedt bij onvoldoende functioneren). Voorts zijn bepalingen aangaande, bijvoorbeeld, verantwoordelijkheden van aandeelhouders en van de externe accountant niet opgenomen.

5 Internationale onderzoeken uit dezelfde periode betreffen bijvoorbeeld die van Alves en Mendez (2004) voor Portugal, Dahya et al. (2002) voor het Verenigd Koninkrijk, Fernandez-Rodriguez et al. (2004) voor Spanje en Goncharov et al. (2006) en Von Werder et al. (2005) voor Duitsland.

Literatuur

- Aguilera, R.V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 376-387.
- Akkermans, D., Ees, H. van, Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G. van der, Postma, T., & Witteloostuijn, A. van (2006). De Code Tabaksblat: Een jaar verder. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80(5), 219-231.
- Akkermans, D., Ees, H. van, Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G. van der, & Postma, T. (2007a). Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2006 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2005. Onderzoeksrapport Rijksuniversiteit Groningen. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Akkermans, D., Ees, H. van, Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G. van der, Postma, T., & Witteloostuijn, A. van (2007b). Corporate governance in The Netherlands: An overview of the application of the Tabaksblat code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1106-1118.
- Akkermans, D., Ees, H. van, Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G. van der, & Postma, T. (2009). The Dutch experience with Corporate Governance Codes: A ten year perspective. In F.J. Lopez Iturriaga (ed.), *Codes of good governance around the world*. Nova Science Publishers.
- Alves, C., & Mendez, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 290-301.
- Arcot, S.R., & Bruno, V.G. (2006). In letter but not in spirit: an analysis of corporate governance in the UK. Geraadpleegd op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=819784>.
- Arcot, S.R., & Bruno, V.G. (2009). Silence is not golden: corporate governance standards, transparency, and performance. Geraadpleegd op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1412889>.
- Bier, B.A., Frentrop, P., Lückers-Rovers, M., & Melis, D. (2013). Overzicht Corporate Governance in Nederland 2003-2013. Nyenrode Business University.
- Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S., & Cuervo-García, A. (2004). The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 29-46.
- Dahya, J., McConnell, J.J., & Travlos, N.G. (2002). The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *Journal of Finance*, 57, 461-483.
- Goncharov, I., Werner, J.R., & Zimmermann, J. (2006). Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 432-445.
- Groenewald, E. (2005). Corporate governance in The Netherlands: From the Verdam report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003. *European Business Organization Law Review*, 6, 291-311.
- Hooghiemstra, R. (2012). What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code. *Accounting and Business Research*, 42, 1-27.
- Hooghiemstra, R., & Ees, H. van (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, 5, 480-498.
- Laan, G. van der, Berg, A. van den, Renaud, J.E.O., Ees, H. van, & Kaufmann, W. (2012). Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2011 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2010. Onderzoeksrapport Universiteit Utrecht. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Laan, G. van der, Sapulete, S., Berg, A. van den, Kaufmann, W., & Ees, H. van (2013). Corporate Governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2012 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2011. Onderzoeksrapport Tilburg University. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2011), Derde Rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2014), Werkprogramma 2014: Een evaluatie van de Corporate Governance Code. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- SEO Economisch Onderzoek (2012). Het Nederlandse stelsel van Corporate Governance Code en Monitoring. Geraadpleegd op www.seo.nl.
- Talaulicar, T., & Von Werder, A., 2008. Patterns of compliance with the German Corporate Governance Code. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 255-273.