

De beurs-NV in den vreemde

Toepassing en naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code

Bart Bootsma en Steven Hijink

SAMENVATTING Dit artikel beschrijft de mate waarin beurs-NV's in den vreemde de Nederlandse Corporate Governance Code en/of buitenlandse corporate governance codes toepassen en in hoeverre de principes en bepalingen uit de Nederlandse Corporate Governance Code door dit type vennootschap worden nageleefd. Onder de beurs-NV in den vreemde wordt in deze bijdrage verstaan een statutair in Nederland gevestigde vennootschap wier aandelen primair zijn toegelaten tot de handel op een buiten Nederland gelegen effectenbeurs. Het artikel richt zich, met andere woorden, op (Nederlandse) beurs-NV's wier aandelen niet primair te Amsterdam zijn genoteerd. Het merendeel van de beurs-NV's in den vreemde past meerdere codes toe. De naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code door beurs-NV's in den vreemde blijft achter bij die van beurs-NV's met notering op Euronext Amsterdam. Naast verschillen in de naleving tussen beurs-NV's in den vreemde en Amsterdamse beurs-NV's bestaan ook verschillen tussen beurs-NV's in den vreemde onderling. Beurs-NV's in den vreemde die geen banden met Nederland hebben, rapporteren bijvoorbeeld relatief meer afwijkingen van de Nederlandse Corporate Governance Code dan beurs-NV's in den vreemde die wel banden met Nederland hebben.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Voor beurs-NV's in den vreemde bestaat een blinde vlek. Niet alleen in de literatuur, maar ook in de praktijk bij de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, de toezichthouder en de wetgever. De in dit artikel gepresenteerde onderzoeksbevindingen geven aanleiding tot het stellen van een aantal beleidsmatige vragen over de gewenste inhoud en mate van monitoring van de Nederlandse Corporate Governance Code.

1 Inleiding

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code ('Monitoring Commissie') verricht jaarlijks onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code ('Code'). Aanvankelijk was in de nalevingsonderzoeken over boekjaren 2004 en 2005, uitgevoerd in opdracht van de Monitoring Commissie, een aantal beurs-NV's in den vreemde in de steekproeven opgenomen (Akkermans et al., 2005, p. 11; 2006, p. 63). Onder 'beurs-NV in den vreemde' verstaan wij in deze bijdrage de statutair in Nederland gevestigde

naamloze vennootschap ('NV') of Europese vennootschap ('SE') wier (certificaten van) aandelen primair zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem of tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem, gelegen buiten Nederland. De beurs-NV in den vreemde onderscheidt zich van de 'Amsterdamse beurs-NV' in de locatie waar de vennootschap haar primaire beursnotering (*primary quote*) heeft. De Amsterdamse beurs-NV is de NV met een primaire notering van de (certificaten van) aandelen op Euronext Amsterdam of Alternext Amsterdam. Bij de beurs-NV in den vreemde ligt de primaire beursnotering buiten Amsterdam. Met tweede noteringen (*cross- of dual listings*) wordt, met andere woorden, geen rekening gehouden.¹ Voor boekjaar 2011 is door ons, in het kader van een in opdracht van de Monitoring Commissie uitgevoerd onderzoek door het Instituut voor Ondernemingsrecht, een eerste inventarisatie gemaakt van beurs-NV's in den vreemde (Biesheuvel-Hoitinga et al., 2012, pp. 19-20). In onderhavige bijdrage wordt voortgebouwd op dit overzicht.

Niet alleen de Monitoring Commissie ontbeert een volledig overzicht van beurs-NV's in den vreemde. Het 'Register financiële verslaggeving en tussentijdse verklaring'² van de Autoriteit Financiële Markten ('AFM') en het register '*Shares admitted to trading on EU Regulated Markets*'³ van de *European Securities and Markets Authority* ('ESMA') geven evenmin een overzicht van het totale aantal beurs-NV's in den vreemde. In de literatuur bestaat eveneens een blinde vlek voor dit type vennootschap (zie voor een uitzondering Josephus Jitta, 2008; 2010). Indien in de literatuur wordt verwezen naar beurs-NV's worden hieronder veelal uitsluitend Amsterdamse beurs-NV's begrepen.

Tegenover een dalende trend van het aantal Amsterdamse beurs-NV's (vgl. Steins Bisschop & Wiersma, 2002; Frentrop, 2012), staat een toenemend aantal beurs-NV's in den vreemde. In deze bijdrage wordt, naar aanleiding van het toenemende aantal beurs-NV's in den vreemde en op basis van een beschrijving van de toepassing en naleving van de Code door beurs-NV's

in den vreemde, een aantal beleidsmatige vragen gesteld over de wenselijke inhoud en mate van monitoring van de Code. In een eerdere bijdrage hebben wij de vraag aan de orde gesteld in hoeverre het toenemende aantal beurs-NV's in den vreemde relevant is in het kader van (verdere) modernisering van het Nederlandse NV-recht (Bootsma & Hijink, 2014b).

De bijdrage is als volgt opgebouwd. Eerst wordt in paragraaf 2 uiteengezet in hoeverre beurs-NV's in den vreemde onder het toepassingsbereik van de Code vallen. Vervolgens worden in paragraaf 3 enkele hypothesen over de toepassing en naleving van de Code door beurs-NV's in den vreemde geformuleerd. De onderzoeksopzet wordt uiteengezet in paragraaf 4. Daarbij wordt onder meer ingegaan op de wijze waarop een overzicht van de beurs-NV's in den vreemde is verkregen en de wijze waarop de toepassing en naleving van de Code is onderzocht. Paragraaf 5 beschrijft de resultaten. Wij sluiten in paragraaf 6 af met een conclusie en aanbevelingen.

2 Juridisch kader

2.1 Toepassingsbereik van de Code

Het toepassingsbereik van de Code volgt uit onderdeel 2 van de preambule van de Code:

De Code is van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot een effectenbeurs, of meer specifiek tot de handel van een gereguleerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem en op alle grote vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (> € 500 miljoen balanswaarde) waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem.

Als aanknopingspunt voor de toepassing van de Code is gekozen voor de statutaire zetel (zie over het toepassingsbereik Biesheuvel-Hoitinga et al., 2011b; Hijink, 2010). De locatie van de effectenbeurs is met andere woorden niet relevant voor toepassing van de Code. De beurs-NV in den vreemde valt onder het toepassingsbereik van de Code.⁴ Als reden voor de toepassing van de Code op beurs-NV's in den vreemde wordt de concurrentiepositie van Euronext Amsterdam genoemd (Monitoring Commissie, 2007, p. 22). Amsterdamse beurs-NV's zouden toepassing van de Code anders eenvoudig kunnen ontlopen door hun beursnotering te verplaatsen naar een locatie buiten Nederland (vgl. De Monchy, 2007).

2.2 Afstemmingsproblemen tussen corporate governance codes

Doordat het toepassingsbereik van corporate governance codes binnen de Europese Unie ('EU') uiteenlopend

is geformuleerd, kan de situatie zich voordoen dat een beurs-NV in den vreemde onderworpen is aan meerdere codes. Bijvoorbeeld de (Nederlandse) Code, waarin als aanknopingspunt is gekozen voor de statutaire zetel en de Engelse Corporate Governance Code, die op basis van de *listing rules* van de Londense effectenbeurs als aanknopingspunt kent het land waar de vennootschap haar primaire notering heeft (European Corporate Governance Forum, 2006, onder 7, nader uitgewerkt in European Corporate Governance Forum, 2009). De Monitoring Commissie heeft deze problematiek onder ogen gezien en heeft zich op het standpunt gesteld dat de beurs-NV in den vreemde die een buitenlandse corporate governance code wil naleven, hierover uitleg dient te geven in haar jaarverslag. De 'pas-toe-of-leg-uit'-regel biedt volgens de Monitoring Commissie voldoende mogelijkheden voor beurs-NV's in den vreemde om de (Nederlandse) Code na te leven door een buitenlandse corporate governance code toe te passen (vgl. *Handelingen I* 2003/04, 28 179, nr. 38). Het kabinet heeft zich aangesloten bij deze mogelijkheid voor beurs-NV's in den vreemde van een generieke 'pas-toe-of-leg-uit' over de naleving van de (Nederlandse) Code door toepassing van een buitenlandse corporate governance code (*Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 8).⁵

Een beurs-NV in den vreemde kan er derhalve voor kiezen de (Nederlandse) Code niet toe te passen, indien een corporate governance code kan of moet worden toegepast van het land waar de aandelen in de vennootschap zijn genoteerd. In het toepassingsbereik van corporate governance-regelgeving kan een aantal situaties worden onderscheiden: (i) de vennootschap past alleen de (Nederlandse) Code toe, (ii) de vennootschap past op basis van de generieke 'pas-toe-of-leg-uit'-regel alleen een buitenlandse corporate governance code toe, (iii) de vennootschap past zowel de (Nederlandse) Code als een buitenlandse corporate governance code toe, (iv) de vennootschap verschaft geen enkele informatie ter zake van de toepassing van corporate governance codes, (v) de vennootschap meldt expliciet dat de (Nederlandse) Code niet wordt toegepast, zonder dat een buitenlandse corporate governance code wordt toegepast (vgl. de categorieën uit Akkermans et al., 2006, p. 64).

3 Theoretisch kader

3.1 Toepassing corporate governance codes

Door de mogelijkheid die de Monitoring Commissie beurs-NV's in den vreemde biedt om door middel van het toepassen van een buitenlandse corporate governance code de (Nederlandse) Code na te leven, vormt dit type vennootschap een interessante dataset. Beurs-NV's in den vreemde kunnen door middel van het 'pas-toe-of-leg-uit'-beginsel *in plaats van* de (Nederlandse) Code een buitenlandse code toepassen. Beurs-NV's

kunnen er echter ook voor kiezen om *meerdere* corporate governance codes toe te passen, bijvoorbeeld een buitenlandse code op basis van *listing rules* en tevens de (Nederlandse) Code op basis van de statutaire zetel. Een mogelijke verklaring voor het (vrijwillig) toepassen van meerdere corporate governance codes is gelegen in de zogenoemde *bonding*-hypothese (Coffee, 1999; 2002; 2007). De *bonding*-hypothese is ingebed in de *agency*-theorie (Jensen & Meckling, 1976). De *bonding*-hypothese is ontwikkeld voor vennootschappen die kiezen voor een *cross listing* – ook wel aangeduid als *dual listing*, een tweede beursnotering aan een effectenmarkt waarop strengere regelgeving van toepassing is. De gedachte is dat vennootschappen door de keuze voor toepassing van deze strengere (publicatie)verplichtingen een signaal afgeven dat zij de rechten van investeerders vrijwillig wensen te versterken, hetgeen zou leiden tot minder informatieasymmetrie tussen de vennootschap en (potentiële) investeerders en daarmee – uiteindelijk – tot lagere financieringskosten voor de vennootschap (Coffee, 2002, pp. 30-31, waarover ook Hijink, 2010).

De *bonding*-hypothese zou eveneens toegepast kunnen worden in de context van de beurs-NV's in den vreemde, waarbij de hypothese is dat zij door middel van het vrijwillig toepassen van meerdere corporate governance codes het signaal kunnen uitstralen dat zij een hoge corporate governance-standaard nastreven.⁶

3.2 Naleving Code

In het reeds genoemde onderzoek van Akkermans et al. (2005; 2006) naar de naleving van de Code bij een selectie van beurs-NV's in den vreemde wordt opgemerkt dat de naleving van de Code bij dit type vennootschap achterblijft ten opzichte van Amsterdamse beurs-NV's. De verwachting is derhalve dat ook over boekjaar 2012 voor beurs-NV's in den vreemde de naleving van de Code relatief slechter zal zijn in vergelijking met Amsterdamse beurs-NV's.⁷

Vanuit een *behavioural compliance*-gedachte kan gesteld worden dat beurs-NV's in den vreemde, die zich bewust zijn van het feit dat hun handelen niet onder het vergrootglas van de Monitoring Commissie en de toezichthouder ligt, relatief vaker dan Amsterdamse beurs-NV's zullen afwijken van de Code. Van der Laan (2008; 2009) veronderstelt dat afwijkingen zich vooral zullen voordoen bij *managerially contested provisions*. Daaronder worden begrepen bepalingen uit de Code die het privébelang (persoonlijke belangen) van bestuurders raken, zoals bepalingen die zien op bestuurdersbeloning, benoeming en ontslag, enz.

Voor beurs-NV's in den vreemde kan hieraan toegevoegd worden dat niet-naleving door dit type vennootschap ook hoger zal kunnen liggen dan voor Amsterdamse beurs-NV's, omdat eerstgenoemd type tevens is onderworpen aan buitenlandse wet- en regelgeving.

Toepassing van buitenlandse wet- en regelgeving kan aanleiding geven tot afwijkingen van eventueel strijdige Nederlandse bepalingen. Een voorbeeld daarvan is de toepassing van federale Amerikaanse wetgeving, zoals de Sarbanes-Oxley Act, door beurs-NV's in den vreemde wier aandelen worden verhandeld op de NYSE of NASDAQ (zie daarover Van Ginneken, 2004). Een tweede argument van praktische aard is dat een afwijkende corporate governance-structuur van de beurs-NV in den vreemde aanleiding kan geven tot (relatief meer) afwijkingen (aldus ook Akkermans et al, 2005, p. 127; 2006, p. 63).

Een theoretische verklaring voor de mate van naleving van de Code is gelegen in de onafhankelijkheid van commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders. De redenering is dat onafhankelijke commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders beter in staat zullen zijn om naleving te bereiken van bepalingen uit de Code. Dit geldt in het bijzonder voor voornoemde *managerially contested provisions*. Onafhankelijke commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders zouden beter in staat zijn om beslissingen te nemen of af te dwingen die tegen de wens van (uitvoerende) bestuurders ingaan (Van der Laan, 2008; 2009).

Een tweede theoretisch argument is gelegen in de gedachte dat bestuurders en commissarissen bij verscheidende vennootschappen posities bekleden, waardoor netwerken ontstaan die vennootschappen onder druk van andere vennootschappen zetten om na te leven. Een hoge mate van niet-naleving bij meerdere vennootschappen zou immers aanleiding kunnen geven om striktere wetgeving in te voeren. Deze vrees voor striktere wetgeving zal bij beurs-NV's in den vreemde in mindere mate spelen, omdat ze zoals opgemerkt niet (meer) meegenomen worden in nalevingsonderzoeken van de Monitoring Commissie. Wij veronderstellen dat van netwerken onder beurs-NV's in den vreemde ook in relatief mindere mate sprake zal zijn, mede vanwege het feit dat de fysieke afstanden tussen de (bestuurders en commissarissen van) beurs-NV's in den vreemde veel groter zijn dan onder de Amsterdamse beurs-NV's.

De verwachting op basis van het voorgaande is kortom dat beurs-NV's in den vreemde relatief vaker dan Amsterdamse beurs-NV's zullen afwijken van de (Nederlandse) Code, in het bijzonder waar het bepalingen betreft die de persoonlijke belangen van (uitvoerende) bestuurders raken. Daarnaast wordt verondersteld dat beurs-NV's in den vreemde met (i) een afwijkend (*one-tier*) bestuursmodel, (ii) niet-onafhankelijke commissarissen en (iii) geen banden met een 'Nederlands' netwerk, relatief vaker van de Code zullen afwijken dan beurs-NV's in den vreemde met (i) een *two-tier* bestuursmodel, (ii) een onafhankelijke raad van commissarissen en (iii) banden met Nederland.

4 Onderzoeksoptzet

4.1 Vennootschappen in de dataset

In deze bijdrage wordt de toepassing en naleving van corporate governance codes door beurs-NV's in den vreemde over boekjaar 2012 onderzocht. Het onderzoek is gebaseerd op het aantal ultimo 2012 aanwezige beurs-NV's in den vreemde. Het overzicht van beurs-NV's in den vreemde is verkregen door het uitvoeren van zoekopdrachten in de financiële databanken Datastream⁸, Orbis⁹ en Company.info¹⁰ (zie voor de verantwoording nader Bootsma & Hijink, 2014a). Dit heeft ultimo 2012 geresulteerd in een totaal aantal beurs-NV's in den vreemde van 47. Ter vergelijking: het aantal Amsterdamse beurs-NV's bedroeg eind 2012 102 en is sindsdien nog verder gedaald.¹¹

Van de 47 beurs-NV's in den vreemde hebben 38 vennootschappen een primaire notering van de aandelen op een gereglementeerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem. De overige negen beurs-NV's in den vreemde hebben een primaire notering op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem. Eind 2012 had de grootste beurs-NV in den vreemde op een niet-gereglementeerde markt een balanswaarde van ruim 299 miljoen euro. De grens van 500 miljoen euro werd dus niet bereikt, waardoor geen van deze negen vennootschappen ultimo 2012 onder het toepassingsbereik van de Code, zoals geformuleerd in de Code, viel. Ultimo 2012 vallen derhalve 38 beurs-NV's in den vreemde onder het toepassingsbereik van de Code. Tabel 1 geeft een overzicht van deze vennootschappen (vgl. Biesheuvel-Hoitinga et al., 2012, pp. 167-168 voor het overzicht over boekjaar 2011).

Tabel 1 Overzicht beurs-NV's in den vreemde

Nr	Naam vennootschap	Primaire notering	Locatie
1	AAA AUTO GROUP NV	Budapest	EU
2	AD PEPPER MEDIA INTERNATIONAL NV	Frankfurt	EU
3	AERCAP HOLDINGS NV	New York	non-EU
4	ASTARTA HOLDING NV	Warsaw	EU
5	AVG TECHNOLOGIES NV	New York	non-EU
6	BRACK CAPITAL PROPERTIES NV	Tel Aviv	non-EU
7	CATALIS SE	Frankfurt	EU
8	CHICAGO BRIDGE & IRON COMPANY NV	New York	non-EU
9	CINEMA CITY INTERNATIONAL NV	Warsaw	EU
10	CNH GLOBAL NV	New York	non-EU

Nr	Naam vennootschap	Primaire notering	Locatie
11	CORE LABORATORIES NV	New York	non-EU
12	EADS NV	Euronext Paris	EU
13	ENVIPCO HOLDING NV	Euronext Brussels	EU
14	FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP NV	Prague	EU
15	FUNCOM NV	Oslo	EER
16	GEMALTO NV	Euronext Paris	EU
17	HEAD NV	Vienna	EU
18	INTERXION HOLDING NV	New York	non-EU
19	JUBII EUROPE NV	Frankfurt	EU
20	LYONDELLBASELL INDUSTRIES NV	New York	non-EU
21	MILKILAND NV	Warsaw	EU
22	MOPOLI NV	Euronext Brussels	EU
23	NIELSEN HOLDINGS NV	New York	non-EU
24	NORD GOLD NV	London	EU
25	NXP SEMICONDUCTORS NV	NASDAQ	non-EU
26	OVOSTAR UNION NV	Warsaw	EU
27	PLAZA CENTERS NV	London	EU
28	QIAGEN NV	Frankfurt	EU
29	RONSON EUROPE NV	Warsaw	EU
30	SENSATA TECHNOLOGIES HOLDING NV	New York	non-EU
31	SHALKIYAZINC NV	London	EU
32	SMARTRAC NV	Frankfurt	EU
33	STMICROELECTRONICS NV	Euronext Paris	EU
34	TORNIER NV	NASDAQ	non-EU
35	VIMETCO NV	London	EU
36	VISTAPRINT NV	NASDAQ	non-EU
37	X5 RETAIL GROUP NV	London	EU
38	YANDEX NV	NASDAQ	non-EU

Het aantal beurs-NV's in den vreemde is voortdurend in ontwikkeling. In Bootsma & Hijink (2014a) wordt de ontwikkeling over de afgelopen tien jaar, van ultimo 2003 tot eind september 2013, beschreven. Vier van de in tabel 1 genoemde vennootschappen hebben inmiddels (per 30 september 2013) niet langer een beursnotering.¹² Daar staat echter een aantal nieuwe beursnoteringen in 2013 tegenover.¹³

Over de locatie waar de primaire beursnotering van de vennootschappen is gelegen nog het volgende. Voor locaties die gelegen zijn in lidstaten van de EU en niet-EU-lidstaten die partij zijn bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte ('EER') – dat zijn IJsland, Liechtenstein en Noorwegen – houdt de ESMA in het kader van de MiFID-richtlijn¹⁴ een register bij van effectenbeurzen die kwalificeren als gereglementeerde markt.¹⁵ De kwalificatie met een gereglementeerde markt vergelijkbaar systeem dat is gelegen buiten de EU/EER berust op een eigen interpretatie. Deze kwalificatie is gegeven aan de *New York Stock Exchange* ('NYSE'), de *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* ('NASDAQ') en de *Tel Aviv Stock Exchange* ('TASE').¹⁶

4.2 Toepassing en naleving van de Code

De mate van toepassing en naleving van de Code door de 38 beurs-NV's in den vreemde die onder het toepassingsbereik van de Code vallen, wordt onderzocht op basis van informatie opgenomen in de jaarverslagen over boekjaar 2012.¹⁷ De *toepassing* van corporate governance codes is ingedeeld op basis van de vijf categorieën die reeds zijn genoemd in paragraaf 2.2.

De *naleving* van de Code door beurs-NV's in den vreemde heeft alleen betrekking op de vennootschappen die aangeven dat ze (tevens) de (Nederlandse) Code toepassen (categorie (i) en (iii) in de toepassingsvariabele) en bovendien op *best practice*-bepaling-niveau informatie verschaffen over de naleving van de Code. De naleving van enkele *best practice*-bepalingen die verband met elkaar houden, zoals voor onafhankelijkheid (III.2.1-III.2.3), is gegroepeerd weergegeven. Een *best practice*-bepaling of principe wordt beschouwd als niet-nageleefd indien in het jaarverslag 2012 wordt aangegeven dat van een (of meerdere) aspect(en) van het principe of de bepaling wordt afgeweken. Dit betekent dat de gegevens een hoge mate van 'veronderstelde toepassing' kennen (vgl. Van der Laan et al., 2012, pp. 21-23). Anders gezegd, als een beurs-NV in den vreemde niet expliciet in het jaarverslag 2012 vermeldt dat van een bepaald aspect van een principe of *best practice*-bepaling wordt afgeweken, wordt verondersteld dat de vennootschap het principe of de bepaling heeft nageleefd. Het moge duidelijk zijn dat deze veronderstelling niet altijd zal opgaan (vgl. Monitoring Commissie, 2012, p. 9 en p. 20, waarover Bootsma, 2013). Juist bij beurs-NV's in den vreemde, die in vergelijking met Amsterdamse beurs-NV's over de naleving van de Code minder gemonitord worden, lijkt het gerechtvaardigd te veronderstellen dat het werkelijke aantal afwijkingen van de Code hoger zal liggen dan het gerapporteerde aantal, of – met andere woorden – dat de mate van veronderstelde toepassing voor beurs-NV's in den vreemde hoger ligt dan voor Amsterdamse beurs-NV's.

4.3 Banden met Nederland

Naast verschillen in de naleving van de Code tussen Amsterdamse beurs-NV's en beurs-NV's in den vreemde, werden in paragraaf 3.2 drie mogelijke verklaringen genoemd voor verschillen in de naleving tussen beurs-NV's in den vreemde onderling: (i) bestuursmodel, (ii) onafhankelijkheid en (iii) banden met Nederland. In het bestek van deze bijdrage gaan wij uitsluitend in op de derde factor, banden met Nederland. Verschillen tussen beurs-NV's in den vreemde in de naleving van de Code ten aanzien van het bestuursmodel en onafhankelijkheid zijn nader uitgewerkt in Bootsma & Hijink (2014a).¹⁸

De banden met Nederland zijn als volgt geoperationaliseerd. Op basis van de informatie in de jaarverslagen 2012 en Company.info is vastgesteld of de vennootschap bestuurders en/of commissarissen heeft met de Nederlandse nationaliteit. De gedachte is dat bestuurders en/of commissarissen met de Nederlandse nationaliteit meer druk zullen ondervinden tot naleving van de Code, dan bestuurders en commissarissen die niet verbonden zijn met Nederland. Deze Nederlandse bestuurders en commissarissen kunnen bijvoorbeeld deel uitmaken van een netwerk dat zorgt voor een normatieve druk om de Code na te leven (Van der Laan, 2008; 2009). De hypothese is dat beurs-NV's in den vreemde die banden met Nederland hebben de Code relatief beter zullen naleven dan vennootschappen die geen banden met Nederland in vorenbedoelde zin hebben.

De Nederlandse nationaliteit van één of meer bestuurders en/of commissarissen van de beurs-NV in den vreemde vormt geen waterdichte *proxy* voor de variabele 'banden met Nederland'. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat een Nederlandse bestuurder of commissaris, behalve zijn nationaliteit, geen enkele andere band met Nederland heeft en zich derhalve niet daadwerkelijk in een 'Nederlands netwerk' begeeft. Andersom is het ook denkbaar dat een bestuurder of commissaris met een niet-Nederlandse nationaliteit zich in een 'Nederlands netwerk' begeeft dat voor druk zou kunnen zorgen om de Nederlandse Code na te leven.¹⁹ Daarnaast kan opgemerkt worden dat de Nederlandse nationaliteit van bestuurders en/of commissarissen slechts één van de *proxies* is voor de variabele 'banden met Nederland'. Andere mogelijkheden om deze variabele te operationaliseren zijn bijvoorbeeld de geografische spreiding van het aandelenbezit, het percentage van de omzet of winst dat in Nederland wordt behaald, het percentage van de werknemers dat in Nederland werkzaam is, enz. Door beperkingen in de beschikbaarheid van data wordt in dit onderzoek echter uitsluitend de Nederlandse nationaliteit van bestuurders en commissarissen gehanteerd om de variabele 'banden met Nederland' te operationaliseren.

Tabel 2 geeft een beschrijving van de gebruikte variabelen.

Tabel 2 Omschrijving variabelen

Variabele	Omschrijving
Toepassing code(s)	Toepassing van corporate governance codes in vijf categorieën (alleen Nederlandse Code, alleen buitenlandse code, zowel Nederlandse Code als buitenlandse code, geen informatie over toepassing codes en geen enkele code wordt toegepast).
Naleving (Nederlandse) Code	Het aantal (aspecten van) principes en <i>best practice</i> -bepalingen waarvan de beurs-NV in den vreemde in het jaarverslag 2012 vermeldt niet aan te voldoen.
Banden met Nederland	Beurs-NV in den vreemde met al dan niet banden met Nederland, gedefinieerd als één of meer bestuurders en of commissarissen met de Nederlandse nationaliteit.

5 Resultaten

5.1 Toepassing corporate governance codes

Tabel 3 toont de mate waarin beurs-NV's in den vreemde in 2012 aangeven de (Nederlandse) Code en/of buitenlandse corporate governance codes toe te passen.

Tabel 3 Toepassing corporate governance codes

Toepassing corporate governance codes	
(i) Alleen Nederlandse Code wordt toegepast	9
(ii) Alleen buitenlandse code wordt toegepast o.b.v. generieke 'pas-toe-of-leg-uit'	1
(iii) Zowel Nederlandse Code als buitenlandse code wordt toegepast	24
(iv) Nederlandse Code expliciet niet toegepast, zonder toepassing buitenlandse code	1
(v) Geen informatie beschikbaar over toepassing code(s)	3
Aantal vennootschappen	38

Uit de tabel volgt dat de overgrote meerderheid van de beurs-NV's in den vreemde (33 van de 38, ofwel 87%) aangeeft (tevens) de (Nederlandse) Code toe te passen, hoewel zij op basis van de 'pas-toe-of-leg-uit'-regel in plaats daarvan ook voor toepassing van een buitenlandse corporate governance code hadden kunnen kiezen. Zelfs de ene vennootschap die wel gebruikmaakt van de generieke 'pas-toe-of-leg-uit', geeft tevens enige informatie over de mate waarin de Code wordt nageleefd.²⁰ Een interessante bevinding is dat het merendeel van de beurs-NV's in den vreemde (24 van de 38, ofwel 63%) naast een buitenlandse corporate governan-

ce code tevens de (Nederlandse) Code toepast. Dit lijkt een bevestiging van een zekere signaalwerking van de toepassing van meerdere corporate governance codes, hetgeen in overeenstemming zou kunnen zijn met de *bonding*-hypothese. Hierbij dient bedacht te worden dat de sterkte van het signaal dat wordt uitgezonden door het vrijwillig *toepassen* van meerdere corporate governance codes mede bepaald wordt door de mate waarin die codes daadwerkelijk worden *nageleefd* door beurs-NV's in den vreemde. Paragraaf 5.2 gaat nader in op de mate waarin de (Nederlandse) Code wordt nageleefd door beurs-NV's in den vreemde.

Eén vennootschap geeft expliciet aan dat de Code niet wordt toegepast, zonder dat een buitenlandse code wordt toegepast.²¹ Tot slot zijn er nog drie vennootschappen die in het jaarverslag 2012 geen informatie verstrekken over de toepassing van corporate governance codes.²²

De bevindingen uit tabel 3 komen overeen met Akkermans et al. (2006), die bij acht van de negen (89%) onderzochte beurs-NV's in den vreemde over boekjaar 2005 vaststellen dat (tevens) de (Nederlandse) Code wordt toegepast. Eén beurs-NV in den vreemde verschaft in boekjaar 2005 geen enkele informatie ter zake van de toepassing van corporate governance codes.²³

5.2 Naleving Code

Tabel 4 toont de mate van naleving van de Code door beurs-NV's in den vreemde. Uit de vorige tabel volgt dat 33 beurs-NV's in den vreemde (mede) de Code toepassen. Vier van deze vennootschappen geven echter niet een specifiek, op *best practice*-bepalingsniveau, overzicht in het jaarverslag 2012 van de naleving van de Code. Tabel 4 is derhalve op 29 beurs-NV's in den vreemde gebaseerd.

Dit onderscheid wordt ook door Akkermans et al. (2006) gemaakt. Van de acht beurs-NV's in den vreemde die over boekjaar 2005 aangeven (tevens) de Code toe te passen, verschaffen vijf informatie over de naleving van de Code. De andere drie beurs-NV's in den vreemde gaven in boekjaar 2005 geen nadere informatie over de naleving van de Code.

De naleving van de Code door de 29 beurs-NV's in den vreemde is vergeleken met de naleving van de Code door Amsterdamse beurs-NV's. Een vergelijking van de naleving van de Code door de beurs-NV's in den vreemde uit het onderzoek van Akkermans et al. (2006) over boekjaar 2005 is niet gemaakt. Die onderzoeken hadden nog betrekking op de Code uit 2003, de Code-Tabaksblat. Bij de vergelijking met Amsterdamse beurs-NV's dienen de volgende beperkingen in ogenschouw genomen te worden. De naleving van de Code door Amsterdamse beurs-NV's is gebaseerd op het nalevingsonderzoek dat in opdracht van de Monitoring

Commissie over boekjaar 2011 is uitgevoerd (Van der Laan et al., 2012). De naleving van de Code door beurs-NV's in den vreemde heeft betrekking op boekjaar 2012. Daarbij dient bedacht te worden dat het aantal gevallen waarin vennootschappen van de Code afwijken voor Amsterdamse beurs-NV's een dalende trend laat zien ten opzichte van boekjaar 2010 (Van der Laan et al., 2012, p. 7). Als deze trend ook in boekjaar 2012 is doorgezet, zullen de verschillen tussen beurs-NV's in den vreemde en Amsterdamse beurs-NV's groter zijn dan gerapporteerd. De vergelijking met de Amsterdamse beurs-NV's is gebaseerd op het totale aantal van 98 onderzochte vennootschappen in boekjaar 2011.

Tabel 4 Aantal gemelde afwijkingen van de Code door beurs-NV's in den vreemde en Amsterdamse beurs-NV's

	Beurs-NV in den vreemde	Amsterdamse beurs-NV
Totale aantal gemelde afwijkingen	344	482
Gemiddelde	11,9	4,9
Mediaan	8,0	N/A
Standaarddeviatie	11,4	N/A
Minimum	2,0	N/A
Maximum	60,0	N/A
Aantal vennootschappen	29	98

De tabel laat zien dat beurs-NV's in den vreemde gemiddeld genomen aangeven bijna 2,5 keer vaker van de Code af te wijken dan Amsterdamse beurs-NV's. De beurs-NV's in den vreemde leven gemiddeld ongeveer twaalf (aspecten van) principes en *best practice*-bepalingen uit de Code niet na. Voor Amsterdamse beurs-NV's ligt dat aantal op afgerond vijf. Beurs-NV's in den vreemde laten een grote spreiding zien in het aantal gerapporteerde afwijkingen van de Code, zoals ook blijkt uit de standaarddeviatie. Deze bevinding is ook in overeenstemming met Akkermans et al. (2006, p. 64), waar wordt gesproken over 'een gevarieerd beeld' in de omgang met de Code door beurs-NV's in den vreemde. Tabel 5 geeft een overzicht van de 'top 10' meest gerapporteerde afwijkingen van de Code.

De vier vetgemaakte en onderstreepte *best practice*-bepalingen komen zowel in de top 10 van beurs-NV's in den vreemde als van Amsterdamse beurs-NV's voor. De top 10 van bepalingen en principes is bij beurs-NV's in den vreemde gezamenlijk goed voor afgerond een derde van alle gerapporteerde afwijkingen van de Code. Voor Amsterdamse beurs-NV's ligt dit cijfer met bijna de helft beduidend hoger (Van der Laan et al., 2012, p. 6).

Tabel 5 Top 10 meest voorkomende afwijkingen van de Code door beurs-NV in den vreemde

Nr	Bpb of principe	Onderwerp	Aantal
1.	III.2.1-III.2.3	onafhankelijkheid commissarissen	16
2.	II.2.4	toekennen opties aan bestuurders	15
3.	III.7.1	aandelenbeloning commissarissen	15
4.	II.2.8	ontslagvergoeding voor bestuurders	10
5.	III.5	samenstelling en rol kerncommissies raad van commissarissen	10
6.	IV.1.1	procedure omtrent rol van de algemene vergadering m.b.t. benoeming of ontslag van bestuurders en commissarissen	10
7.	II.2.11	claw-back clause	9
8.	III.3.5	maximale zittingstermijn commissarissen	9
9.	III.8.4	meerderheid en onafhankelijkheid niet-uitvoerende bestuurders	9
10.	II.2.12-II.2.13	remuneratierapport	9
		Top 10 afwijkingen absoluut	112
		Top 10 afwijkingen relatief	33%
		Aantal vennootschappen	29

Deze bevinding illustreert dat de variatie in afwijkingen van de Code voor beurs-NV's in den vreemde groter is dan voor Amsterdamse beurs-NV's. De grotere heterogeniteit in afwijkingen van de Code onder beurs-NV's in den vreemde zou verklaard kunnen worden door het feit dat beurs-NV's in den vreemde zijn genoteerd in landen met verschillende corporate governance-systemen, hetgeen tot afwijking van uiteenlopende principes en *best practice*-bepalingen aanleiding kan geven. Bovendien zijn er bij Amsterdamse beurs-NV's veel meer bestuurders en commissarissen die bij meerdere Amsterdamse beurs-NV's posities bekleden (Biesheuvel-Hoitinga et al., 2012), hetgeen geredeneerd vanuit de netwerkhypothese (Van der Laan, 2008; 2009) tot convergentie in de naleving van de Code zou moeten leiden.

Als we inzoomen op de top 10 van beurs-NV's in den vreemde valt in de eerste plaats op dat vrijwel alle beurs-NV's in den vreemde afwijken van de onafhankelijkheidseisen uit de Code (Bpb III.2.1-III.2.3 – voor commissarissen – op de eerste plek en Bpb III.8.4 – voor niet-uitvoerende bestuurders – op plek acht). 25 van de 29 beurs-NV's in den vreemde wijken af van de onafhankelijkheidseisen uit de Code. Deze bevinding kan

op basis van de onafhankelijkheidshypothese mede verklaren waarom het aantal (andere) afwijkingen van de Code onder beurs-NV's in den vreemde hoger ligt dan onder Amsterdamse beurs-NV's. Daarnaast valt op dat vrijwel de gehele top 10 van beurs-NV's in den vreemde betrekking heeft op bepalingen die de belangen van bestuurders (en commissarissen) rechtstreeks raken. De bepalingen hebben in het bijzonder betrekking op beloning, benoeming en ontslag van de bestuurders (en commissarissen).

5.3 Banden met Nederland

Van de in totaal 29 beurs-NV's in den vreemde die onder het toepassingsbereik van de Code vallen en informatie geven over de naleving van de Code, zijn er vijftien die door middel van Nederlandse bestuurders of commissarissen banden met Nederland hebben. In totaal zijn bij deze vijftien vennootschappen achttien Nederlandse bestuurders of commissarissen actief. Bij vijf van deze vennootschappen zijn Nederlandse bestuurders actief. Bij de overige tien vennootschappen betreft het Nederlandse commissarissen. Tabel 6 toont de naleving van de Code, uitgesplitst naar beurs-NV's in den vreemde met en zonder banden met Nederland.²⁴

Tabel 6 Aantal gerapporteerde afwijkingen van de Code door beurs-NV's in den vreemde, onderverdeeld in al dan niet banden met Nederland

	Banden met Nederland	Geen banden met Nederland
gemiddelde	8,3	15,7
mediaan	6,0	12,0
standaarddeviatie	4,9	14,9
Aantal vennootschappen	15	14

Hoewel gezien de kleine onderzochte aantallen en de beperkingen van het onderzoek voorzichtigheid is geboden bij het verbinden van stellige conclusies aan deze uitkomsten, lijkt het verschil tussen beide groepen vennootschappen veelzeggend. De vennootschappen zonder een Nederlandse bestuurder of commissaris rapporteren ruwweg twee keer zoveel afwijkingen van de Code in vergelijking met vennootschappen die door middel van Nederlandse bestuurders of commissarissen wel een band met Nederland hebben, hetgeen informatief is over de 'kracht' van de Code. Deze bevinding strookt bovendien met de netwerkhypothese (Van der Laan, 2008; 2009).

6 Conclusie en aanbevelingen

Ten opzichte van ongeveer 100 Amsterdamse beurs-NV's zijn er eind 2012 bijna 50 beurs-NV's in den

vreemde. Onze verwachting is dat het aantal beurs-NV's in den vreemde in de toekomst nog verder zal stijgen.²⁵ Deze beurs-NV's in den vreemde vallen in beginsel onder het toepassingsbereik van de Code. De naleving van de Code door dit type vennootschap blijft in vergelijking met Amsterdamse beurs-NV's achter. Benadrukt wordt dat geen waardeoordeel besloten ligt in de hogere mate van niet-naleving van de (Nederlandse) Code door beurs-NV's in den vreemde. Beurs-NV's in den vreemde kunnen door hun onderwerping aan buitenlandse wet- en regelgeving en een afwijkende corporate governance structuur goede argumenten hebben om van de (Nederlandse) Code af te wijken. Bovendien is niet nagegaan in hoeverre andere – wellicht meer relevante – bepalingen uit een buitenlandse corporate governance code zijn nageleefd.

In overeenstemming met de netwerkhypothese van Van der Laan (2008; 2009) rapporteren beurs-NV's in den vreemde zonder banden met Nederland relatief meer afwijkingen van de Code dan beurs-NV's in den vreemde met banden met Nederland.

Bij de interpretatie van de onderzoeksresultaten dient bedacht te worden dat deze op relatief kleine aantallen zijn gebaseerd. 29 beurs-NV's in den vreemde vielen eind 2012 onder het toepassingsbereik van de Code en verschaften in het jaarverslag 2012 op *best practice*-niveau informatie over de naleving van de Code. Toekomstig onderzoek zou kunnen nagaan in hoeverre de onderzoeksbevindingen consistent zijn over meerdere jaren en gelden voor meerdere landen. Met een grotere dataset wordt het bovendien mogelijk om de variabelen niet, zoals in deze bijdrage, afzonderlijk, maar in een multiple regressiemodel te onderzoeken.

Ook de *bonding*-hypothese toegepast op de naleving van corporate governance codes in de context van beurs-NV's in den vreemde biedt openingen voor verder onderzoek. Toekomstig onderzoek zou bijvoorbeeld kunnen nagaan of bij beurs-NV's in den vreemde die vrijwillig meerdere corporate governance codes toepassen de mate van naleving mede wordt bepaald door de mate van overeenstemming van de inhoud en kwaliteit van de (Nederlandse) Code en buitenlandse corporate governance code. Indien beide codes qua inhoud in belangrijke mate overeenstemmen, ontkracht dat de *bonding*-hypothese. Het zou echter ook zo kunnen zijn dat beurs-NV's in den vreemde wier aandelen worden verhandeld op een effectenbeurs van een land met een in vergelijking met Nederland hoger gepercipieerde corporate governance-standaard ervoor kiezen om uitsluitend de buitenlandse corporate governance code toe te passen en beurs-NV's in den vreemde wier aandelen worden verhandeld op een effectenbeurs van een land met een lagere (gepercipieerde) corporate governance-standaard er juist voor kiezen om tevens de (Nederlandse) Code toe te passen. Dat zou een bevestiging van de *bonding*-hypothese zijn.

Op grond van de gepresenteerde onderzoeksbevindingen kan een aantal vragen opgeworpen worden over de gewenste inhoud en omvang van de monitoring van de Code. De inhoud van de Code is voor het laatst herzien in 2008. De minister van Economische Zaken merkt in zijn toelichting bij het instellingsbesluit van de Monitoring Commissie van 29 november 2013 op dat '[s]chragende partijen ervoor [kunnen] kiezen om opnieuw de Monitoring Commissie te vragen de code te actualiseren, indien zij dat vanuit hun verantwoordelijkheid wenselijk achten' (*Stcrt.* 2013, 34316; zie ook Van Lambalgen, 2014). Wij werpen hier de vraag op of bij een eventuele aanpassing van de Code rekening moet worden gehouden met de toepassing van de Code door een toenemend aantal beurs-NV's in den vreemde. Wij menen dat deze vraag bevestigend beantwoord moet worden en illustreren dat standpunt aan de hand van een voorbeeld over naleving van de Code door beurs-NV's in den vreemde met een monistisch (*one-tier*) bestuursmodel (zie ook Biesheuvel-Hoitinga et al., 2013).²⁶

Het merendeel van de beurs-NV's in den vreemde kent een monistisch (*one-tier*) bestuursmodel, waarin uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders zitting hebben in één bestuursorgaan.²⁷ De Code bevat weliswaar al sinds 2003 – 'in een weinig bezocht hoekje van de Code' (aldus Timmerman, 2009, p. 24, zie onderdeel III.8 van de Code) – enige bepalingen voor vennootschappen met een *one-tier* bestuursmodel. In de toepassing van de Code door beurs-NV's met een monistisch bestuursmodel zitten echter nog veel onduidelijkheden (vgl. Biesheuvel-Hoitinga et al., 2011a, p. 175). De Monitoring Commissie heeft besloten de toepasbaarheid van de Code op niet-uitvoerende bestuurders in een *one-tier board* te verduidelijken (Monitoring Commissie, 2012, p. 12). De bepalingen uit de Code die zien op commissarissen dienen direct te worden toegepast op niet-uitvoerende bestuurders, onverminderd de overige verantwoordelijkheden van de niet-uitvoerende bestuurders (zie voor kritische kanttekeningen Bootsma, 2013 en Biesheuvel-Hoitinga et al., 2013). De toepassing van de Code op vennootschappen met een *one-tier board* zou nader uitgewerkt kunnen worden. Voor Amsterdamse beurs-NV's lijkt deze aanbeveling vooralsnog van relatief beperkte

betekenis omdat er zich tot op heden onder Amsterdamse beurs-NV's slechts enkele vennootschappen bevinden met een *one-tier board*.²⁸ Als echter ook het aantal beurs-NV's in den vreemde met een *one-tier board* in ogen-schouw wordt genomen, neemt het belang van de toepasbaarheid van de Code door vennootschappen met een *one-tier board* aanzienlijk toe.

Aangaande de omvang van de monitoring van de Code door de Monitoring Commissie is van belang dat haar taak onder meer omvat het toezien op 'het gebruik van de gedragscode door vennootschappen en de toereikendheid van de code aan de maatschappelijke en internationale corporate governance standaarden en praktijken' (*Stcrt.* 2013, 34316). Deze internationale corporate governance-standaarden en -praktijken komen bij uitstek naar voren bij beurs-NV's in den vreemde en spelen eveneens bij dat deel van de Amsterdamse beurs-NV's met tevens een beursnotering buiten Nederland. De Monitoring Commissie zou daarom kunnen overwegen om (een selectie van) beurs-NV's in den vreemde in de steekproeven voor de jaarlijkse nalevingsonderzoeken op te nemen. Een dergelijke overweging wint aan belang, omdat het absolute aantal beurs-NV's in den vreemde de afgelopen tien jaar is toegenomen en de beurs-NV in den vreemde ook relatief, ten opzichte van het dalende aantal Amsterdamse beurs-NV's, aan gewicht heeft gewonnen. ■

Mr. drs. A.A. Bootsma en prof. mr. J.B.S. Hijink zijn werkzaam bij de Erasmus School of Law te Rotterdam en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG). Steven Hijink is tevens advocaat te Amsterdam. Het onderzoek dat ten grondslag ligt aan dit artikel is als IvO/ICFG Working Paper gepubliceerd op www.beursvennootschap.nl (Bootsma & Hijink, 2014a). Met dank aan Lars in 't Veld en de medewerkers van het Datateam van de Erasmus Universiteit Rotterdam voor hun bijdrage aan dit onderzoek.

Noten

■ De voorbeelden in noot 12 verduidelijken het onderscheid. De primaire notering (ook wel hoofdnkering genoemd) is overigens geen juridisch omljnd begrip. In het aanknopingspunt voor toepassing van Nederlandse wet- en regelgeving wordt geen onderscheid gemaakt in de primaire notering en eventuele andere noteringen (*cross- of dual listings*).

2 Zie www.afm.nl, onder Professionals/Registers/Financiële verslaggeving.

3 Zie <http://mifidatabase.esma.europa.eu>.

4 Met de nuancering dat een beurs-NV in den vreemde wier (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem – blijkens de Code – alleen onder het

toepassingsbereik van de Code valt, indien wordt voldaan aan het grootte-criterium (een balanswaarde van meer dan 500 miljoen euro).

5 Wij laten onbesproken of, en in welke mate, dergelijke vennootschappen desalniettemin aan verplichtingen dienen te voldoen uit hoofde van het Vaststellingsbesluit nadere voorschriften inhoud jaarverslag (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 4 juli 2013 (*Stb.* 2013, 293)). Vgl. Biesheuvel-Hoitinga et al. (2012, p. 20).

6 Bij de toepassing van de *bonding*-hypothese in deze context kan een aantal kanttekeningen worden gemaakt. Op die kanttekeningen wordt in paragraaf 5.1 en paragraaf 6 nader ingegaan.

7 In de zinsnede van een 'relatief slechtere' naleving van de Code ligt geen waardeoordeel besloten. De beurs-NV in den vreemde kan goede redenen hebben voor relatief meer afwijkingen van de Code, zoals hierna nog zal blijken.

8 In Datastream, data category 'equities', is gezocht naar vennootschappen die voldoen aan de volgende zoekcriteria: market = 'not Netherlands', primary quote = 'yes', instrument type = 'equity' en ISIN starts with 'NL'.

9 In Orbis is gezocht op vennootschappen met national legal form = 'NV', listed/unlisted = 'publicly listed companies' en main stock exchange = 'all stock exchanges', behalve Euronext Amsterdam.

10 Via Company.info is onder 'Overzichten naar beurs' gezocht naar vennootschappen met landencode 'NL'. Vgl. Biesheuvel-Hoitinga et al. (2012, p. 19).

11 Per 30 september 2013 is het totale aantal Amsterdamse beurs-NV's verder gedaald tot 98. Deze dalende trend van het aantal Amsterdamse beurs-NV's lijkt zich nog verder door te zetten. Zie over deze trend ook *FD* 27 november 2013.

12 Het betreft AAA Auto Group NV, CNH Global NV, ShalkiyaZinc NV en Smartrac NV. CNH Global NV is gefuseerd met Fiat Industrial SpA in een nieuw beurs-NV in den vreemde, CNH Industrial NV (Van Olffen, 2013). Verder heeft Gemalto NV begin 2013 haar primaire notering verplaatst van Euronext Paris naar Euronext Amsterdam (*FD* 22 maart 2013 en *FD* 26 april 2013). Die vennootschap kwalificeert sindsdien niet langer als beurs-NV in den vreemde, maar is een Amsterdamse beurs-NV geworden. Bij Core Laboratories NV verdient nog opmerking dat deze vennootschap in 2012 een tweede notering heeft verkregen aan Euronext Amsterdam (*FD* 9 mei 2012 en *FD* 18 mei 2012). Omdat wij het onderscheid tussen Amsterdamse beurs-NV's en beurs-NV's in den vreemde hebben gebaseerd op de primaire notering (zie noot 1), blijft deze vennootschap in onze definitie wel kwalificeren als een beurs-NV in den vreemde.

13 Voorbeelden zijn Constellium NV, Frank's International NV, Prosensa Holding NV en, na de peildatum van 30 september 2013, PEIXIN Inter-

national Group NV. Zie in dit verband eveneens *FD* 13 augustus 2013 en *FD* 25 september 2013, waarin wordt gesignaleerd dat steeds meer 'topholdings' ervoor kiezen om zich juridisch in Nederland te vestigen. Hierover ook Noome (2013). Dit zal in de nabije toekomst eveneens tot nieuwe beurs-NV's in den vreemde kunnen leiden.

14 Naar: 'Markets in Financial Instruments Directive'; Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen nr. 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn nr. 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* L 145).

15 Zie noot 3 voor de link naar de website.

16 Zie over de NYSE bijvoorbeeld Van Ginneken (2003; 2004). Dat NASDAQ een met een gereglementeerde markt vergelijkbaar systeem is, is recentelijk in de rechtspraak bevestigd. Zie de uitspraak in de procedure tussen Yandex NV – een beurs-NV in den vreemde – en de AFM van Rechtbank Rotterdam 10 oktober 2013, *ECLI:NL:RBROT:2013:7955*, *JOR* 2013/341, m.nt. A.N. Krol.

17 Uit eerder nalevingsonderzoek blijkt dat informatie ook op de website of elders wordt gepubliceerd. Zie b.v. Biesheuvel-Hoitinga et al. (2012). Dat in dit onderzoek uitsluitend de jaarverslagen zijn geraadpleegd kan als een beperking van het onderzoek worden gezien. Daarbij kan ter nuancering worden opgemerkt dat indien elders, buiten het jaarverslag 2012, meer afwijkingen van de Code worden gerapporteerd het beeld van een ten opzichte van Amsterdamse beurs-NV's mindere mate van naleving door beurs-NV's in den vreemde bevestigd zou worden.

18 Het merendeel van de beurs-NV's in den vreemde heeft een *one-tier board*. Van de 38 ultimo 2012 op een gereglementeerde markt genoteerde beurs-NV's in den vreemde hebben 21 vennootschappen (55%) een *one-tier board*. Vrijwel alle beurs-NV's in den vreemde die onder het toepassingsbereik van de Code vallen hebben één of meer niet-onafhankelijke commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders. 38% van de commissarissen en niet-uitvoerende bestuurders van beurs-NV's in den vreemde wordt in de jaarverslagen 2012 aangemerkt als niet-onafhankelijk. Zie nader Bootsma & Hijink (2014a).

19 Een voorbeeld is Heino von Prondzynski, een Duitse commissaris van Qiagen NV, die tevens commissaris is bij Koninklijke Philips NV, en

waarvoor beargumenteerd zou kunnen worden dat het commissariaat bij Philips maakt dat deze commissaris deel uitmaakt van een Nederlands netwerk.

20 Het betreft de vennootschap Head NV met notering van de aandelen op de Weense beurs. De vennootschap heeft gekozen voor toepassing van de Oostenrijkse code (jaarverslag Head 2012, pp. 23, 24), maar geeft desalniettemin informatie, zij het niet op *best practice*-bepalingniveau, over de naleving van de Nederlandse Code (jaarverslag Head 2012, pp. 31, 32).

21 Het betreft Mopoli NV, met notering van de aandelen op Euronext Brussels (jaarverslag Mopoli 2012, pp. 6, 7).

22 Hieronder is ook een vennootschap, Brack Capital Properties NV met notering op de Tel Aviv Stock Exchange, begrepen, waarvan geen jaarverslag 2012 beschikbaar is, althans waarvan de jaarverslaggeving slechts in het Hebreeuws ter beschikking wordt gesteld. Zie www.tase.co.il.

23 In het onderzoek van Akkermans et al. (2006, p. 63) worden twee categorieën 'buitenlandse vennootschappen' onderscheiden: 'De analyse betreft enerzijds buitenlandse fondsen genoteerd aan Euronext Amsterdam (categorie Bui 1), zoals bijvoorbeeld Euronext en Royal Dutch Shell. Deze fondsen zijn statutair niet in Nederland gevestigd en vallen om die reden formeel niet onder het toepassingsgebied van de Nederlandse corporate governance code. In het onderzoek zijn deze fondsen opgenomen vanwege hun notering aan de Amsterdamse effectenbeurs. Anderzijds betreft het vennootschappen met statutaire hoofdzetel in Nederland, doch geen notering op Euronext Amsterdam, maar op een andere van overheidswege erkende effectenbeurs, zoals bijvoorbeeld James Hardie Industries.' De vergelijking met onze bijdrage is gebaseerd op de tweede categorie, door ons aangeduid als beurs-NV's in den vreemde. Het onderscheid tussen beide categorieën lijkt door Akkermans et al. (2006) echter niet geheel helder te zijn getrokken, omdat zich onder de vennootschappen in categorie 1 ook een aantal beurs-NV's in den vreemde, derhalve met statutaire zetel in Nederland, lijkt te bevinden. Zie verder Bootsma & Hijink (2014a).

24 Niet gerapporteerd in deze bijdrage worden de verschillen tussen beurs-NV's in den vreemde ten aanzien van bestuursmodel en onafhankelijkheid (vgl. noot 18). Beurs-NV's in den vreemde met een *one-tier board* ($n = 16$) rapporteren gemiddeld (mediaan) 13,3 (8,5) afwijkingen van de Code, tegenover 10,1 (8) afwijkingen van de Code bij beurs-NV's in den vreemde met een

two-tier board ($n = 13$). Beurs-NV's in den vreemde met een niet-onafhankelijke voorzitter ($n = 14$) rapporteren gemiddeld (mediaan) 14,6 (10) afwijkingen van de Code, tegenover 8,8 (7) afwijkingen van de Code bij beurs-NV's in den vreemde met een onafhankelijke voorzitter ($n = 12$). Zie nader Bootsma & Hijink (2014a).

25 Zie noot 11.

26 Zie voor een ander voorbeeld Bootsma &

Hijink (2014b). Daar hebben wij, op basis van de constatering van een relatief sterk geconcentreerd aandelenbezit bij beurs-NV's in den vreemde, gepleit voor (meer) aandacht, ook in de Code, voor de specifieke corporate governance-vraagstukken bij beurs-NV's (in den vreemde) met een geconcentreerd aandelenbezit. Vgl. daarover ook een brief van 22 oktober 2013 van de leden van de voormalige Commissie Tabaks-

blat uit 2003 aan de minister van Economische Zaken, geraadpleegd op www.eumedion.nl.

27 Zie noot 18.

28 Hoewel verwacht kan worden dat met inwerkingtreding van de Wet Bestuur en Toezicht per 1 januari 2013 (*Stb.* 2012, 455) ook onder Amsterdamse beurs-NV's het aantal vennootschappen met een *one-tier board* zal toenemen.

Literatuur

- Akkermans, D.H.M., Ees, H. van, Hermes, C.L.M., Hooghiemstra, R.B.H., Laan, G. van der, Postma, T.J.B.M., & Witteloostuijn, A. van. (2006). *Corporate Governance in Nederland. Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2005 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2004*. Rapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Akkermans, D.H.M., Ees, H. van, Hermes, C.L.M., Hooghiemstra, R.B.H., Laan, G. van der, Postma, T.J.B.M., & Witteloostuijn, A. van. (2005). *Corporate Governance in Nederland. Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2004, alsmede naar de verklaring van verschillen tussen beursgenoteerde vennootschappen*. Rapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Biesheuvel-Hoitinga, J., Bootsma, A.A., & Hijink, J.B.S. (2013). Het verslag van de RvC? Voor verbetering vatbaar? *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht*, 8(6), 147-155.
- Biesheuvel-Hoitinga, J., Bootsma, A.A., & Hijink, J.B.S. (2011b). Het verslag van de Raad van Commissarissen. Enige bespiegelingen over de juridische status en van rechtsvergelijkende aard. *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht*, 6(4-5), 123-129.
- Biesheuvel-Hoitinga, J., Bootsma, A.A., Hijink, J.B.S., Wezeman, J.B., Schutte-Veenstra, J.N., & Boschma, H.E. (2012). *De samenstelling en het functioneren van de raad van commissarissen in boekjaar 2011 alsmede het verslag van de raad van commissarissen*. Rapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Rotterdam/Groningen: Instituut voor Ondernemingsrecht. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Biesheuvel-Hoitinga, J., Bootsma, A.A., Hijink, J.B.S., Wezeman, J.B., Schutte-Veenstra, J.N., & Boschma, H.E. (2011a). *De samenstelling en het functioneren van de raad van commissarissen in boekjaar 2010 alsmede het verslag van de raad van commissarissen*. Rapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Rotterdam/Groningen: Instituut voor Ondernemingsrecht. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Bootsma, A.A. (2013). Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code: waarheen leidt de weg?, *Bedrijfsjuridische Berichten*, 10, 93-98.
- Bootsma, A.A., & Hijink, J.B.S. (2014b). De beurs-NV in den vreemde. Een perspectief op modernisering van het NV-recht. *Ondernemingsrecht*, 2014/15(2), 85-97.
- Bootsma, A.A., & Hijink, J.B.S. (2014a). De beurs-NV in den vreemde'. *IVO/ICFG Working Paper* 2014-1. Geraadpleegd op www.beurs-vennootschap.nl.
- Coffee, J.C. (2007). Law and the market: The impact of enforcement. Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, Working Paper 2007, nr. 304.
- Coffee, J.C. (2002). Racing Towards the Top: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, Working Paper 2002, nr. 205.
- Coffee, J.C. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, 641-707.
- European Corporate Governance Forum (2009). *Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes*, 23 maart. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/.
- European Corporate Governance Forum (2006). *Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle*, 22 februari. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/.
- *Financieel Dagblad*, Het. "Leegloop van Damrak" is sleetse kreet maar raakt alweer de kern, 27 november 2013, p. 22.
- *Financieel Dagblad*, Het. Opnieuw topholding naar Nederland, 25 september 2013, p. 13.
- *Financieel Dagblad*, Het. Topholdings kiezen Nederland, 13 augustus 2013, p. 1.
- *Financieel Dagblad*, Het. Gemalto bevestigt trend van dubbele notering, 26 april 2013, p. 22.
- *Financieel Dagblad*, Het. Beveiliging Gemalto komt naar Damrak, 22 maart 2013, p. 17.
- *Financieel Dagblad*, Het. Damrak sprinkplank naar Europa, 18 mei 2012, p. 17.
- *Financieel Dagblad*, Het. Nederlandse notering voor Core Laboratories, 9 mei 2012, p. 17.
- Frentrop, P.M.L. (2012). *Andermans geld, Over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers* (oratie Nyenrode). Breukelen: Nyenrode Business Universiteit.
- Ginneken, M.J. van (2004). De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (II). *Ondernemingsrecht*, 2004/54(5), 150-157.
- Ginneken, M.J. van (2003). De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (I). *Ondernemingsrecht*, 2003/63(3), 63-70.
- *Handelingen I* 2003/04, 28 179, nr. 38.
- Hijink, J.B.S. (2010). *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (dissertatie Universiteit van Amsterdam). Uitgeverij Deventer: Deventer: Kluwer.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Josephus Jitta, M.W. (2010). De pijn van de 'gereguleerde markt'; gedeelde smart is geen halve smart maar dubbele smart. *Ondernemingsrecht*, 2010/25(3), 145-149.
- Josephus Jitta, M.W. (2008). Gat in de regeling van het verplichte bod. *Ondernemingsrecht*, 2008/140(13), 483-484.
- *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 8.
- 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*. Rapport in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Universiteit Utrecht en Rijksuniversiteit Groningen. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Laan, G. van der (2009). Naar een gedragsmatige benadering van goed ondernemingsbestuur. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 83(7-8), 274-280.
- Laan, G. van der (2008). Explaining compliance with corporate governance codes: Towards a behavioral compliance theory. In *Behavioral Corporate Governance: Four empirical studies* (dissertatie Rijksuniversiteit Groningen). Enschede: PPI Publishers.
- Lambalgen, R.E. van (2014). Eindrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code. *Ondernemingsrecht*, 2014/26(3), 142-145.
- Monchy, C.W. de (2007). Corporate Governance op weg naar nieuw evenwicht?. *Ondernemingsrecht*, 2007/120(10/11), 414-418.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2012). *Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, december. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007). *Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code*, mei. Geraadpleegd op www.mccg.nl.
- Noome, M.F. (2013). De Nederlandse topholding bij internationale fusies. *Vennootschap & Onderneming*, 23(12), 193-198.
- Olfen, M. van (2013). Nederlandse loyaliteitsaandelen met een Frans sausje. *Ondernemingsrecht*, 2013/67(9), 333-337.
- Steins Bisschop, B.T.M., & Wiersma, C.T. (2002). De veranderende positie van de beursvennootschap. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76(11), 539-550.
- Timmerman, L. (2009). De two-tier commissaris vergeleken met de one tier-niet-uitvoerende bestuurder, in: M.J. Kroeze et al., *Bestuur en toezicht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 67, Deventer: Kluwer, 19-29.