

# De Code Tabaksblat: Eén jaar verder<sup>1</sup>

Dirk Akkermans, Hans van Ees, Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra, Gerwin van der Laan, Theo Postma, Arjen van Witteloostuijn

**SAMENVATTING** In deze bijdrage wordt ingegaan op de mate waarin en de wijze waarop de *best practice* bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code in het boekjaar 2004 zijn toegepast. De mate van toepassing van de code is voor 150 beursgenoteerde en in Nederland statutair gevestigde ondernemingen onderzocht aan de hand van publiek toegankelijke informatie – in casu: de jaarverslagen en de websites van de ondernemingen. De resultaten geven aan dat, in het algemeen en in overeenstemming met soortgelijk onderzoek in het Verenigd Koninkrijk en in Duitsland, de toepassings- en nalevingspercentages hoog zijn. Dit geldt met name voor de grotere fondsen (vooral de AEX- en AMX-fondsen). Ook is het opvallend te noemen dat de toepassings- en nalevingspercentages die de bepalingen omtrent bezoldiging van de bestuurders betreffen (onderdeel II.2), opmerkelijk lager zijn dan die van de overige bepalingen. Ten aanzien van de door de ondernemingen voor het niet naleven van best practice bepalingen gegeven uitleg kunnen twee constatering worden gedaan: allereerst wordt een beperkt aantal bepalingen veelvuldig uitgelegd. Daarnaast geven ondernemingen vaak gelijksoortige argumenten om het niet naleven te verantwoorden. De algemene conclusie die naar aanleiding van het onderzoek getrokken kan worden, is dat in formele zin ten aanzien van een groot aantal door ons onderzochte best practice bepalingen sprake is van naleving van de code. Desalniettemin duidt ons onderzoek ook op een meer symbolische omgang met de richtlijnen van de Nederlandse corporate governance code.

## 1 Inleiding

Corporate governance prijkt al jaren op de agenda van de overheid en het bedrijfsleven. Vooral gedurende de jaren negentig van de vorige eeuw groeide onder invloed van bestuurlijke malversaties en ontwikkelingen op financiële markten, zoals de popularisering van het effectenbezit en het toenemende belang van institutionele beleggers, het besef dat bestaande wet- en regelgeving aanvulling behoeft teneinde het vertrouwen in ondernemingsbestuur te herstellen. Wereldwijd is hieraan vormgegeven door de ontwikkeling van corporate governance codes. Corporate governance codes bevatten best practices op het gebied van de taak en werkwijze van het dagelijks bestuur en de toezichthoudende raad, het proces rond de financiële verslaggeving, het functioneren van de externe accountant en de positie van de aandeelhouder. Belangrijk principe bij de naleving van de codes is dat sprake is van zelfregulering (Wymeersch, 2005).

In Nederland is op 1 januari 2004 de Nederlandse corporate governance code, beter bekend als de Code Tabaksblat, van kracht geworden. Dat betekent dat beursgenoteerde vennootschappen met statutaire zetel in Nederland met ingang van dat jaar moeten voldoen aan de code.<sup>2</sup> Voorts is in artikel 3 van het Besluit tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de

Alle auteurs zijn verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen. Correspondentie kan worden gericht aan de projectleider van de onderzoeksgroep: Prof.dr. H. van Ees, Faculteit der Economische Wetenschappen, Kamer WSN 428, Postbus 800, 9700 AV Groningen, 050 – 3633705, email: H.van.Ees@rug.nl. De auteurs zijn drs. G. de Jong, drs. H.H. Knot en drs. J.T. van der Veer erkentelijk voor hun bijdrage aan de totstandkoming van het onderzoek.

inhoud van het jaarverslag (*Staatsblad* 2004 No 747) vastgelegd dat zij verplicht zijn in het jaarverslag over het boekjaar 2004 een hoofdstuk inzake corporate governance op te nemen waarin het 'pas-toe-of-leg-uit'-beginsel wordt gehanteerd. Het 'pas-toe-of-leg-uit'-beginsel houdt in dat vennootschappen uitleg verschaffen omtrent de niet-naleving van principes en best practice bepalingen (verder korthedshalve met bepalingen aangeduid) van de code. In deze bijdrage gaan wij in op de vraag in welke mate en op welke wijze de Code Tabaksblad is toegepast in het boekjaar 2004. Daartoe zijn in totaal 150 beursgenoteerde vennootschappen onderzocht en is niet alleen vastgesteld in welke mate best practice bepalingen worden nageleefd, maar ook – indien van naleving geen sprake is – of wordt uitgelegd waarom een best practice bepaling niet wordt nageleefd en wat die uitleg dan behelst. In dit artikel wordt overigens slechts verslag gedaan van een deel van het in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code uitgevoerde onderzoek.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt kort aandacht besteed aan de (inter)nationale ontwikkelingen van en ervaringen met corporate governance codes. In paragraaf 3 wordt de methodologie van het onderzoek uiteengezet. In paragraaf 4 worden de belangrijkste bevindingen van het onderzoek gepresenteerd. De discussie van deze bevindingen in paragraaf 5 vormt de afsluiting van dit artikel.

## 2 De ontwikkelingen op het gebied van corporate governance codes

### 2.1. Internationale ontwikkelingen

Hoewel velen het Britse "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance", beter bekend als het Cadbury-rapport (1992), als de eerste corporate governance code beschouwen, gaat de oorsprong terug tot de schandalen rond de ineenstorting van conglomeraten en vijandige overnames in de Verenigde Staten aan het einde van de jaren zeventig van de vorige eeuw (Salacuse en Braker, 2002). Na de publicatie van het Cadbury-rapport is een hausse aan codes op het gebied van behoorlijk ondernemingsbestuur ontstaan. Diverse nationale (zoals beursautoriteiten en nationale overheden) en internationale organisaties (bijvoorbeeld de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling) hebben sindsdien beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur uitgegeven. Alleen al in het Verenigd Koninkrijk is het Cadbury-rapport gevolgd door onder meer het Greenbury-rapport in 1995, het

Hampel-rapport in 1998 en de Combined Code in 2003 (Jones en Pollitt, 2004). Het is dan ook niet verwonderlijk dat sinds 1992 wereldwijd meer dan 139 corporate governance codes zijn verschenen (Aguilera en Cuervo-Cazurra, 2004). Anno 2005 kennen ongeveer 50 landen zoets als een nationale corporate governance code (Aguilera en Cuervo-Cazurra, 2004; Cromme, 2005; Maassen *et al.*, 2004). Volgens Aguilera en Cuervo-Cazurra (2004) is deze wereldwijde ontwikkeling van (nationale) corporate governance codes onder meer te verklaren vanuit efficiëntie-overwegingen. Best practice bepalingen en/of corporate governance instituties worden gekopieerd omdat zij door interne belanghebbenden worden verkozen als een effectieve aanvulling op tekortschietende nationale wet- en regelgeving. Daarnaast zorgen exogene factoren, zoals mondialisering, deregulering van markten en aanwezigheid van buitenlandse investeerders, voor de introductie, erkenning en institutionalisering van internationale best practices op nationaal niveau. Door zich te conformeren aan internationaal geldende best practices dragen landen en ondernemingen bij aan de legitimatie van hun activiteiten in de internationale economie. Het is dan ook niet verwonderlijk dat nationale corporate governance codes op tal van onderdelen overeenkomen, ondanks dat bijvoorbeeld het vennootschapsrecht in de diverse landen op belangrijke punten verschilt (zie ook Cromme, 2005).

Een eerste belangrijke overeenkomst is dat de corporate governance codes veelal slechts van toepassing zijn op beursgenoteerde ondernemingen. Voorts komen in de meeste codes dezelfde aspecten van ondernemingsbestuur aan de orde. Daarbij kan worden gedacht aan bestuurdersbezoldiging en transparantie daaromtrent, het versterken van de (onafhankelijke) positie van degenen die toezicht moeten houden op de bestuurders (i.c. commissarissen of *non-executive directors*) en de kwaliteit van de financiële verslaggeving (zie bijvoorbeeld Fernández-Rodríguez *et al.*, 2004). Een laatste overeenkomst is dat veel corporate governance codes uitgaan van zelfregulering en de eerder genoemde 'pas-toe-of-leg-uit'-regel. Mede gezien de overeenkomsten ten aanzien van de inhoud van corporate governance codes in de Europese Unie enerzijds en de grote verschillen ten aanzien van het vennootschapsrecht en effectenregulering anderzijds concludeert de EU in haar actieplan (2003) dat er geen behoefte bestaat aan de ontwikkeling van één Europese corporate governance code en dat zij daarom kan volstaan met een coördinerende rol op dit gebied (zie ook Wymeersch, 2005). Mede vanwege het principe van zelfregulering is het

interessant om de mate van naleving van de codes te onderzoeken (Wymeersch, 2005). Onderzoek naar de naleving van de Britse en Duitse codes wijst uit dat de bepalingen daar in hoge mate worden nageleefd (Dayha *et al.*, 2002; Dedman, 2000, 2002; Gregory en Simmelkjaer, 2002; Hopt *et al.*, 2004; Von Werder *et al.*, 2005). Zo blijkt uit het artikel van Dedman (2002) over de mate van (vrijwillige) naleving van de aanbevelingen uit het Cadbury-rapport door Britse beursgenoteerde ondernemingen dat met name de aanbevelingen op het gebied van toezichtstructuren (waaronder het scheiden van de functies van CEO en *chairman*, het hebben van tenminste drie *non-executives* en het instellen van *auditcommissies*) in hoge mate worden nageleefd. Voorts valt op dat naarmate ondernemingen groter zijn, de mate van *compliance* toeneemt (Conyon en Mallin, 1997; Dedman, 2000; Mallin en Ow-Young, 1998). Meer recentelijk constateren Dayha en McConnell (2005) dat bedrijven die, in overeenstemming met de aanbeveling van Cadbury, tenminste drie *non-executives* in de *board* opnemen, betere financiële prestaties en hogere aandeelhouderswaarde kennen.

In recent onderzoek naar de naleving van de Duitse corporate governance code, beter bekend als de Cromme Code, onder meer dan 400 ondernemingen, concluderen Von Werder *et al.* (2005) dat de bepalingen uit de Cromme Code in hoge mate worden nageleefd. Daarbij constateren zij dat, net als in het Verenigd Koninkrijk, de grotere bedrijven in positieve zin opvallen. Overigens kan worden opgemerkt dat de methode van dataverzameling van de diverse onderzoeken niet altijd hetzelfde is. In sommige gevallen berusten de conclusies omtrent naleving op gegevens die de bedrijven zelf door het invullen van vragenlijsten verstrekken (bijvoorbeeld Fernández-Rodríguez *et al.* (2004) en ook Von Werder *et al.* (2005)). In andere gevallen zijn de conclusies gebaseerd op gegevens die, net als in het huidige onderzoek, zijn ontleend aan publieke informatie die door de onderzoekers zelf is verzameld.

## 2.2. Nederlandse ontwikkelingen

In Nederland is voor het eerst uitgebreid stilgestaan bij de rol, bevoegdheden en verantwoordelijkheden van commissarissen, bestuurders en aandeelhouders in het rapport "Corporate governance in Nederland" van de Commissie Peters uit 1997. Dit rapport bevat veertig aanbevelingen op het gebied van goed ondernemingsbestuur en kan als zodanig worden gezien als de eerste corporate governance code in Nederland. Uit een inventarisatie van de (vrijwillige) naleving in de periode 1997 tot 2002 komt een somber beeld

naar voren: de hoeveelheid corporate governance-gerelateerde informatie in het jaarverslag is beperkt. Voorts proberen diverse ondernemingen vooral formeel (vrijwillig) aan de aanbevelingen te voldoen, terwijl de inhoudelijke naleving beperkt is (De Jong en Roosenboom, 2002). Deze conclusies leiden uiteindelijk tot de instelling van een nieuwe commissie corporate governance (commissie Tabaksblat), die in december 2003 haar rapport presenteert.

Het Tabaksblat-rapport bevat beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en een groot aantal bepalingen. Hoewel de code pas in werking treedt vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2004, acht de commissie het wenselijk dat beursgenoteerde ondernemingen reeds in de jaarverslagen over het boekjaar 2003 in een apart hoofdstuk aangeven op welke wijze zij verwachten invulling te geven aan de naleving van de code. Een eerste inventarisatie van de naleving van de code Tabaksblat laat zien dat de Nederlandse bedrijven op de goede weg zijn (Hooghiemstra *et al.*, 2004; Mertens *et al.*, 2004). Hooghiemstra *et al.* (2004, p. 504) concluderen: "Ondernemingen reageren overwegend positief op de code-Tabaksblat [...]. Veertig procent van de ondernemingen is overgegaan tot het toepassen van de code, terwijl dit pas volgend jaar verplicht is. Het lijkt erop dat ondernemingen al voordat de definitieve code bekend was met de voorbereidingen zijn begonnen. Op de gebieden waarop bedrijven de code niet naleven – met name bepalingen omtrent de benoemingstermijn, ontslagvergoeding of [maximaal aantal] commissariaten – is het merendeel van de afwijkingen waarschijnlijk van tijdelijke aard."

## 3 Onderzoeksopzet

### 3.1. Algemeen

Het huidige onderzoek betreft de vraag in welke mate en op welke wijze de Code Tabaksblat is toegepast in het boekjaar 2004. Alle bepalingen, met uitzondering van die inzake de bevoegdheden van aandeelhouders en de certificering van aandelen (delen IV.1 en IV.2 van de code)<sup>3</sup>, zijn in het onderzoek meegenomen. In dit artikel wordt slechts aandacht geschonken aan de resultaten ten aanzien van een beperkt aantal, door ons 'cruciaal' geachte, best practice bepalingen. De volledige resultaten zijn te vinden in het eerder genoemde rapport (zie noot 1). De mate van toepassing van de code is onderzocht aan de hand van publiek toegankelijke informatie – in casu: de jaarverslagen over het boekjaar 2004 en de websites van de beursgenoteerde vennootschappen. Het onderzoek omvat alle 25 AEX-fondsen, 20 AMX-fondsen, 23

AMS-fondsen<sup>4</sup>, 62 lokale fondsen, 15 in het buitenland genoteerde maar in Nederland statutair gevestigde fondsen en vijf closed-end beleggingsinstellingen. Vier AMX-fondsen zijn niet meegenomen omdat ze statutair niet in Nederland zijn gevestigd en zich derhalve niet aan de code hoeven te conformeren. In totaal zijn 150 vennootschappen in het onderzoek opgenomen.

### 3.2. Uitvoering onderzoek

In overeenstemming met de Nota van toelichting bij het besluit tot invoering van de Nederlandse corporate governance code (*Staatsblad* 2004 No 747) geldt in het onderzoek het uitgangspunt dat het toepassen van bepalingen niet alleen het naleven daarvan impliceert, maar óók het geven van uitleg waarom een bepaling niet wordt nageleefd. In de nota wordt bovendien opgemerkt dat de vennootschap niet van iedere bepaling afzonderlijk behoeft aan te geven dat zij deze naleeft. Dit betekent dat, tenzij expliciete informatie kan worden gevonden van het tegendeel, wordt verondersteld dat de onderzochte vennootschappen de bepalingen van de code naleven. De Nederlandse corporate governance code wordt eveneens toegepast indien het niet-naleven van een bepaling wordt uitgelegd. Conform deze logica is voor de in figuur 1 weergegeven methodiek gekozen<sup>5</sup>.

Hoewel in de code bij een aantal bepalingen expliciet naar bepaalde documenten wordt verwezen, is in dit onderzoek uitgegaan van alle publieke informatie. De

onderzoekperiode is het boekjaar 2004. Tenslotte kan een onderscheid worden gemaakt tussen activiteiten en beleid ten aanzien van bepaalde (aspecten van) best practices. Een voorbeeld is het geval waarbij wel een beleid inzake opties bestaat, maar in 2004 geen opties zijn uitgekeerd. In dergelijke situaties is het beleid nader onderzocht. Op deze wijze is de toepassing en naleving van alle bepalingen van de code onderzocht voor alle 150 vennootschappen. Ter verkrijging van terugkoppeling zijn in twee rondes (namelijk in juli 2005 terzake het remuneratiedeel en in oktober 2005 ten aanzien van de rest) de onderzoeksbevindingen aan de betrokken vennootschappen gestuurd. Dit heeft geleid tot een responspercentage van respectievelijk 41 en 27 van de vennootschappen<sup>6</sup>. De van de vennootschappen ontvangen reacties varieerden van de melding dat men het met de bevindingen eens was tot detailcommentaren op individuele bevindingen. Elk van de commentaren is beoordeeld. Indien opportuun is tot aanpassing van de bevindingen besloten.

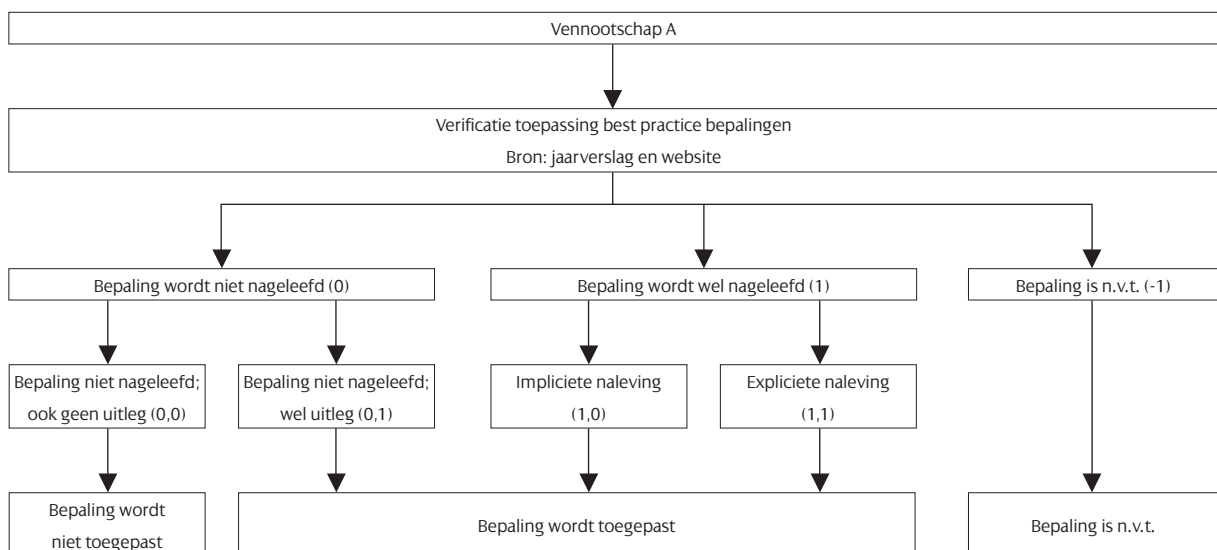
## 4 Bevindingen

### 4.1. Mate van toepassing

#### Algemeen beeld

Om een algemeen beeld ten aanzien van de toepassing en/of naleving van de bepalingen van de Nederlandse corporate governance code te schetsen is per onderdeel van de code een gemiddeld nalevings- en toepassingspercentage bepaald (zie tabel 1, pag 223)<sup>7</sup>.

**Figuur 1. Stroomschema 'toepassing' corporate governance code**



**Tabel 1. Toepassings- en nalevingspercentages: geaggregeerd naar onderdelen van de code**

|       |   | AEX |     | AMX  |      | AMS  |      | Lokaal |    | Bui |    | Totaal |    |
|-------|---|-----|-----|------|------|------|------|--------|----|-----|----|--------|----|
|       |   | T   | N   | T    | N    | T    | N    | T      | N  | T   | N  | T      | N  |
| I.    | Naleving en handhaving van de code  | 100 | 100 | 98   | 98   | 100  | 99   | 81     | 81 | 82  | 82 | 93     | 92 |
| II.1  | Taak en werkwijze bestuur   | 97  | 87  | 95   | 82   | 92   | 79   | 87     | 75 | 80  | 75 | 90     | 79 |
| II.2  | Bezoldiging van het bestuur   | 85  | 75  | 76   | 68   | 73   | 61   | 60     | 50 | 50  | 37 | 69     | 59 |
| II.3  | Tegenstrijdige belangen   | 92  | 91  | 100  | 100  | 100  | 100  | 83     | 82 | 90  | 85 | 88     | 87 |
| III.1 | Taak en werkwijze van de raad van commissarissen (rvc)                    | 95  | 94  | 94   | 93   | 92   | 92   | 81     | 79 | 65  | 65 | 86     | 85 |
| III.2 | Onafhankelijkheid van de rvc  | 94  | 70  | 83   | 78   | 91   | 76   | 75     | 65 | 54  | 44 | 80     | 68 |
| III.3 | Deskundigheid en samenstelling van de rvc                                 | 97  | 92  | 98   | 94   | 97   | 92   | 70     | 67 | 84  | 79 | 89     | 84 |
| III.4 | Rol van de voorzitter van de rvc en de secretaris van de vennootschap     | 99  | 97  | 98   | 93   | 100  | 91   | 91     | 91 | 86  | 84 | 94     | 87 |
| III.5 | Samenstelling en rol van de kerncommissies van de rvc                     | 93  | 91  | 91   | 91   | 96   | 94   | 89     | 87 | 82  | 81 | 90     | 89 |
| III.6 | Tegenstrijdige belangen van de rvc  | 99  | 97  | 95   | 95   | 94   | 94   | 87     | 86 | 81  | 78 | 87     | 85 |
| III.7 | Bezoldiging van de rvc  | 96  | 93  | 100  | 96   | 94   | 88   | 86     | 75 | 66  | 54 | 89     | 81 |
| III.8 | One-tierbestuursstructuur   | 100 | 67  | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 67     | 59 | 80  | 80 | 82     | 71 |
| IV.3  | Informatieverschaffing AVA  | 100 | 99  | 98   | 97   | 97   | 95   | 85     | 80 | 94  | 93 | 91     | 88 |
| V.1   | Financiële verslaggeving  | 100 | 100 | 100  | 100  | 99   | 97   | 94     | 93 | 91  | 91 | 96     | 96 |
| V.2   | Functioneren externe accountant   | 100 | 100 | 100  | 100  | 100  | 100  | 92     | 92 | 87  | 87 | 96     | 96 |
| V.3   | Interne <i>audit</i> functie  | 100 | 100 | 85   | 70   | 95   | 55   | 85     | 61 | 87  | 73 | 90     | 69 |
| V.4   | Relatie en communicatie externe accountant en organen van de vennootschap | 97  | 97  | 100  | 100  | 99   | 99   | 91     | 91 | 95  | 95 | 95     | 95 |

**Toelichting**

De kolom 'N' geeft het percentage aan van de ondernemingen die een (onderdeel van een) bepaling naleeft.

De kolom 'T' geeft het percentage aan van de ondernemingen die een (onderdeel van een) bepaling toepast (en omvat naast de ondernemingen die naleven óók de ondernemingen die uitleggen waarom zij een bepaling niet naleven).

Alle getallen in de tabellen betreffen percentages.

Tabel 2. Toepassings- en nalevingspercentages onderdeel I: naleving en handhaving van de code

|     |  | AEX |     | AMX |     | AMS |     | Lokaal |    | Bui |    | Totaal |    |
|-----|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--------|----|-----|----|--------|----|
|     |  | T   | N   | T   | N   | T   | N   | T      | N  | T   | N  | T      | N  |
| I.1 | Jaarverslag bevat apart corporate governance hoofdstuk               | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 94     | 91 | 53  | 53 | 93     | 91 |
|     | Jaarverslag bevat beschrijving in hoeverre bepalingen zijn nageleefd | 100 | 100 | 95  | 90  | 100 | 100 | 89     | 87 | 75  | 75 | 93     | 91 |

In tabel 1 valt allereerst op dat de toepassings- en nalevingspercentages hoog zijn. Dit resultaat is in overeenstemming met soortgelijk onderzoek in het Verenigd Koninkrijk en in Duitsland (Dedman, 2000, 2002; Von Werder *et al.*, 2005). Zo kan voor onderdeel I (terzake de naleving en toepassing) van de code worden geconcludeerd dat 93 procent van alle onderzochte beursgenoteerde vennootschappen informatie verschaft over de corporate governance structuur en expliciet aangeeft in hoeverre het zich aan de Nederlandse corporate governance code conformeert. Ook kan worden geconstateerd dat geen van de best practice bepalingen waarover in deze bijdrage wordt gerapporteerd voor 100 procent door alle 150 onderzochte vennootschappen wordt toegepast.

Een volgende constatering is dat variaties tussen de fondsen bestaan voor wat betreft de toepassing en naleving: de AEX-fondsen en in mindere mate de AMX- en AMS-fondsen vallen in positieve zin op. Ook dit resultaat is in overeenstemming met eerder Brits en Duits onderzoek (Dedman, 2000, 2002; Von Werder *et al.*, 2005). Een laatste algemene opmerking naar aanleiding van tabel 1 is dat de toepassings- en nalevingspercentages die de bepalingen omtrent bezoldiging van de bestuurders betreffen (onderdeel II.2), opmerkelijk lager zijn dan die van de overige bepalingen (zie ook Von Werder *et al.* (2005) voor een soortgelijke conclusie ten aanzien van de *compliance* van Duitse vennootschappen). Alhoewel op grond van de gevonden uitleg mag worden verwacht dat de naleving in de toekomst zal stijgen (zie paragraaf 4.2), kan vooralsnog niet worden uitgesloten dat ten aanzien van de bezoldiging het principe van zelfregulering te zwak is om de gewenste mate van naleving te realiseren. Mogelijk ligt hier voor de aandeelhouders een belangrijke taak.

#### *Individuele bepalingen nader toegelicht*

Nadat we in het voorgaande het algemene beeld van de naleving van de Nederlandse corporate governance code hebben geschetst, willen we in het vervolg van deze paragraaf nader ingaan op de naleving terzake een aantal door ons geselecteerde bepalingen. Deze selectie reflecteert onze keuze ten aanzien van de voor naleving meest relevante onderwerpen van de code. Overigens is deze keuze mede ingegeven door bevindingen in andere studies (zie bijvoorbeeld Cools, 2005). In bepaling I.1 wordt gesteld dat het jaarverslag van een vennootschap een beschrijving van de hoofdlijnen van de corporate governance structuur dient te bevatten. In de voorliggende rapportage wordt aangegeven in hoeverre de vennootschap de code opvolgt en, indien van toepassing, waarom bepaalde bepalingen niet zijn nageleefd. Uit tabel 2 blijkt dat de meeste vennootschappen (93 procent) deze bepaling toepassen, met uitzondering van de buitenlandse vennootschappen. Voor bijna de helft (47 procent) van de buitenlandse vennootschappen geldt dat zij geen apart hoofdstuk in het jaarverslag hebben opgenomen waarin de corporate governance structuur wordt uiteengezet.

Voor wat betreft bepalingen op het gebied van het bestuur zijn zes bepalingen als 'cruciaal' aangemerkt (zie tabel 3, pag. 225).

Als we de toepassing en naleving van deze bepalingen nader beschouwen, valt allereerst op dat de bepalingen II.1.1 (betreffende de benoemingstermijn van 4 jaar) en II.2.7 (inzake de maximale ontslagvergoeding) door slechts een vijfde van de 150 onderzochte vennootschappen wordt nageleefd. Overigens leggen nagenoeg alle andere vennootschappen de afwijking van de code wel uit (dit geldt weer niet voor de buitenlandse fondsen). Een tweede constatering is

**Tabel 3. Toepassings- en nalevingspercentages onderdeel II: het bestuur**

|         |   | AEX |     | AMX |     | AMS |     | Lokaal |    | Bui |    | Totaal |    |
|---------|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--------|----|-----|----|--------|----|
|         |   | T   | N   | T   | N   | T   | N   | T      | N  | T   | N  | T      | N  |
| II.1.1  | Benoeming bestuurder geschiedt voor maximaal vier jaar  | 96  | 40  | 90  | 10  | 96  | 17  | 87     | 16 | 53  | 27 | 87     | 21 |
| II.1.4  | Jaarverslag bevat verklaring van het bestuur dat IC-systeem adequaat en effectief functioneert                        | 92  | 80  | 80  | 55  | 74  | 48  | 71     | 61 | 57  | 57 | 75     | 61 |
|         | Jaarverslag bevat rapportage omtrent werking  | 96  | 92  | 100 | 100 | 83  | 74  | 71     | 71 | 54  | 54 | 80     | 78 |
| II.1.7  | Een bestuurder houdt niet meer dan twee commissariaten bij beursgenoteerde vennootschappen                            | 96  | 88  | 100 | 95  | 96  | 96  | 96     | 94 | 87  | 87 | 95     | 93 |
|         | Een bestuurder is geen voorzitter van de rvc van een beursgenoteerde vennootschap                                     | 96  | 92  | 95  | 90  | 96  | 96  | 94     | 93 | 87  | 87 | 94     | 92 |
| II.2.7  | De maximale ontslagvergoeding bedraagt één jaarsalaris  | 100 | 23  | 100 | 16  | 100 | 22  | 97     | 24 | 88  | 13 | 98     | 21 |
| II.2.9  | Het remuneratierapport bevat een verslag over het bezoldigingsbeleid in 2004  | 100 | 100 | 95  | 95  | 94  | 94  | 98     | 96 | 78  | 78 | 96     | 95 |
|         | Het remuneratierapport bevat een verslag over het toekomstig bezoldigingsbeleid                                       | 100 | 100 | 90  | 90  | 100 | 100 | 72     | 70 | 78  | 67 | 86     | 84 |
| II.2.11 | De belangrijkste elementen uit het contract van de bestuurder worden onverwijld na het afsluiten ervan bekend gemaakt | 54  | 38  | 30  | 30  | 43  | 43  | 28     | 22 | 0   | 0  | 34     | 28 |

dat er nauwelijks ondernemingen zijn te vinden die conform bepaling II.2.11 het contract met een nieuwe bestuurder onverwijld bekend maken (en deze afwijking vervolgens uitleggen). Tijdens het onderzoek is gebleken dat deze informatie veelal pas tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) bekend werd gemaakt. Ook de informatieverschaffing op het gebied van de interne controle (II.1.4) – of IC

– is niet optimaal: slechts 61 procent van de onderzochte vennootschappen verstrekt in het jaarverslag over 2004 een verklaring van het bestuur dat het IC-systeem adequaat en effectief functioneert. Hier springen de AEX-fondsen er in positieve zin uit, terwijl de lokale en buitenlandse (maar ook in mindere mate de AMS-) fondsen juist minder de betreffende best practice bepaling toepassen.

Tabel 4. Toepassings- en nalevingspercentages onderdeel III: de raad van commissarissen

|         |  | AEX |     | AMX |     | AMS |    | Lokaal |    | Bui |     | Totaal |    |
|---------|--|-----|-----|-----|-----|-----|----|--------|----|-----|-----|--------|----|
|         |  | T   | N   | T   | N   | T   | N  | T      | N  | T   | N   | T      | N  |
| III.2.3 | Het verslag van de rvc vermeldt dat naar het oordeel is voldaan aan bepaling III.2.1 (alle commissarissen m.u.v. maximaal één zijn onafhankelijk) en geeft daarbij eventueel aan welke commissaris als niet onafhankelijk kan worden beschouwd | 88  | 64  | 65  | 65  | 82  | 77 | 60     | 54 | 27  | 27  | 67     | 59 |
| III.3.2 | Minimaal één lid van de rvc is een financieel expert   | 100 | 96  | 100 | 100 | 100 | 91 | 89     | 88 | 87  | 87  | 94     | 91 |
| III.3.4 | Het maximale aantal commissariaten bedraagt vijf   | 76  | 48  | 89  | 63  | 95  | 86 | 96     | 89 | 100 | 100 | 92     | 78 |
| III.7.1 | Aan een commissaris worden geen aandelen bij wijze van bezoldiging toegekend   | 100 | 100 | 100 | 95  | 100 | 96 | 95     | 94 | 87  | 60  | 97     | 92 |
| III.7.1 | Aan een commissaris worden geen rechten op aandelen bij wijze van bezoldiging toegekend  | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 96 | 95     | 90 | 80  | 40  | 96     | 89 |

Uit tabel 4 blijkt dat de ‘cruciale’ bepalingen op het gebied van de raad van commissarissen in hoge mate worden toegepast door de onderzochte fondsen. Uitzonderingen hierop vormen bepalingen III.2.3 (inzake de verklaring dat slechts één commissaris niet onafhankelijk is) en in mindere mate III.3.4 (betreffende het maximale aantal van vijf commissariaten). Opvallend is dat in deze gevallen ook de “grote” fondsen niet naleven.

Uit tabel 4 blijkt dat bijna 67 procent bepaling III.2.3 reeds naleeft, dan wel uitlegt waarom de onderneming de bepaling niet naleeft. Dit betekent dat een niet onaanzienlijk deel (een derde van het totaal) de bepaling niet toepast. Daarbij gaat het vooral om lokale en buitenlandse fondsen, maar ook om de AMX-fondsen. Voor wat betreft bepaling III.3.4 is op te merken dat een relatief groot deel van de vennootschappen deze bepaling nog niet naleeft en ervoor kiest dit uit te leggen.

De informatie in tabel 5 (zie pag. 227) leert dat een aantal lokale (en buitenlandse) fondsen de website

niet heeft ingericht op de wijze die in de code wordt aanbevolen. In alle gevallen ontbreekt de gewenste herkenbaarheid. Dat wil overigens niet zeggen dat de informatie altijd onvindbaar is; het gaat in deze bepaling vooral om de vormgeving voorzover die van invloed is op de vindbaarheid van de informatie.

#### 4.2. Gegeven uitleg

Uit het onderzoek komt naar voren dat de onderzochte vennootschappen veelvuldig de code toepassen door uit te leggen waarom zij bepalingen niet naleven. In totaal is in de jaarverslagen en/of op de websites 740 keer een uitleg aangetroffen – dat komt neer op bijna vijf uitgelegde bepalingen per vennootschap. De uitleg concentreert zich op het niet naleven van een beperkt aantal bepalingen (zie tabel 6, pag. 228).

Slechts 16 bepalingen zijn geassocieerd met bijna 80 procent van alle uitleg. Evenals in vorig onderzoek naar de toepassing van de code, “Corporate governance in Nederland 2004” (Mertens *et al.*, 2004),



**Tabel 5. Toepassings- en nalevingspercentages onderdeel IV: de (algemene vergadering van) aandeelhouders**

|        |  | AEX |     | AMX |    | AMS |    | Lokaal |    | Bui |    | Totaal |    |
|--------|--|-----|-----|-----|----|-----|----|--------|----|-----|----|--------|----|
|        |  | T   | N   | T   | N  | T   | N  | T      | N  | T   | N  | T      | N  |
| IV.3.6 | Er is een apart deel op de website van de vennootschap t.b.v. corporate governance gerelateerde informatie beschikbaar | 100 | 100 | 95  | 95 | 96  | 96 | 78     | 76 | 80  | 80 | 81     | 81 |

wordt ook in het boekjaar 2004 van bepalingen II.1.1 ten aanzien van de maximale benoemingstermijn van bestuurders (door 100 fondsen uitgelegd) en II.2.7 terzake de maximale ontslagvergoeding (door 81 fondsen uitgelegd) verreweg het meeste met uitleg afgeweken door de onderzochte vennootschappen. De bij deze bepalingen gehanteerde uitleg (met name het respecteren van bestaande contracten) duidt erop dat het hier een tijdelijke afwijking van de code betreft. Daarnaast worden de volgende bepalingen veelvuldig uitgelegd (gerangschikt naar hoeveelheid aangetroffen uitleg): II.2.10 met betrekking tot de inhoud van het remuneratierapport (door 50 fondsen uitgelegd)<sup>8</sup>, II.2.6 en III.7.3 inzake het reglement betreffende effectenbezit (en transacties) ten aanzien van bestuurders respectievelijk commissarissen (elk door 49 fondsen uitgelegd) en IV.3.1 die onder andere voorziet in het treffen van voorzieningen als *webcasting* van analistenbijeenkomsten (door 45 fondsen uitgelegd).

De vennootschappen brengen vaak dezelfde argumenten naar voren. De inventarisatie van de gegeven uitleg laat zien dat de door de vennootschappen aangedragen redenen in het algemeen tot een beperkt aantal groepen van argumenten kan worden gereduceerd. Een viertal voorbeelden is illustratief:

- 1 De vennootschappen beargumenteren het niet-naleven van bepalingen II.1.1 en II.2.7 (terzake contracten) vooral in termen van het respecteren van eerder gemaakte afspraken met bestuurders (waarbij vaak wordt aangegeven dat in geval van nieuwe contracten de code wel gevolgd zal worden) aan de ene kant en het zich conformeren aan het bestaande arbeidsrecht en de jurisprudentie op dat gebied aan de andere kant.
- 2 Ook ten aanzien van bepalingen II.2.6 en III.7.3 (inzake het reglement met betrekking tot effectenbezit (en transacties) ten aanzien van bestuurders respec-

tievelijk commissarissen) hanteren vennootschappen gelijksoortige argumenten om het niet-naleven uit te leggen. De argumenten die hier naar voren worden gebracht, zijn: (i) het is een privé-aangelegenheid; (ii) de bestaande wettelijke regels zijn afdoende; (iii) een reglement bestaat, maar slechts met een reikwijdte die is beperkt tot vennootschappen in dezelfde sector; of (iv) het invoeren van een reglement is een te grote administratieve last voor de bestuurders en/of commissarissen.

- 3 Bepalingen IV.3.1 (inzake webcasting en dergelijke), III.4.3 (taken secretaris van de vennootschap) en V.3.1 (betrokkenheid externe accountant en auditcommissie bij het opstellen van het werkplan voor de interne accountant) worden voornamelijk door de kleinere fondsen uitgelegd. Het is daarom niet verwonderlijk dat hier redenen worden aangevoerd die verband houden met de omvang van de vennootschap en met de kosten verbonden aan de invoering van de in de bepaling genoemde voorzieningen.
- 4 Een groot aantal vennootschappen motiveert niet werkelijk waarom bepalingen II.2.1 en II.2.2 (ten aanzien van de toekenning van opties) alsmede II.2.3 (betreffende de toekenning van aandelen om niet) niet worden nageleefd, maar volstaat met aan te geven dat er sprake is van een kortere aanhoudperiode, het aanduiden van de eigen regeling en dergelijke.

## 5 Discussie en conclusie

De bedoeling van de invoering van de Nederlandse corporate governance code is door middel van een grotere transparantie en specifieke aanbevelingen de kwaliteit en integriteit van het bestuur van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te vergroten. Het doel van de code is derhalve het gedrag van bestuurders te veranderen. De vraag die we in deze laatste paragraaf aan de orde willen stellen, is of en in

Tabel 6. Meest uitgelegde bepalingen

| Bepaling | Korte tekst   | AEX | AMX | AMS | Lokaal | Bui | Totaal |
|----------|---|-----|-----|-----|--------|-----|--------|
| II.1.1   | Maximale benoemingstermijn bestuurders  | 14  | 16  | 18  | 48     | 4   | 100    |
| II.1.4   | Verklaring dat intern beheersingssysteem effectief werkt                                      | 4   | 7   | 6   | 7      | 0   | 24     |
| II.1.6   | Klokkenluidersregeling  | 2   | 0   | 1   | 12     | 1   | 16     |
| II.2.1   | Opties worden alleen voorwaardelijk toegekend   | 6   | 2   | 4   | 4      | 4   | 20     |
| II.2.2   | Toekenning onvoorwaardelijke opties   | 3   | 1   | 2   | 5      | 5   | 16     |
| II.2.3   | Toekenning aandelen aan bestuurders om niet   | 9   | 3   | 2   | 1      | 0   | 15     |
| II.2.6   | Reglement m.b.t. handelwijze bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties                  | 8   | 7   | 7   | 23     | 4   | 49     |
| II.2.7   | Maximale ontslagvergoeding  | 17  | 16  | 14  | 28     | 6   | 81     |
| II.2.10  | Inhoud remuneratierapport rvc   | 5   | 7   | 13  | 20     | 5   | 50     |
| III.2.1  | Alle commissarissen behoudens één zijn onafhankelijk  | 7   | 2   | 6   | 9      | 3   | 27     |
| III.3.4  | Maximaal aantal commissariaten  | 7   | 5   | 2   | 4      | 0   | 18     |
| III.3.5  | Maximale zittingstermijn van drie termijnen van vier jaar                                     | 5   | 3   | 4   | 12     | 3   | 27     |
| III.4.3  | Taken secretaris van de onderneming   | 0   | 2   | 4   | 13     | 1   | 20     |
| III.7.3  | Reglement m.b.t. handelwijze commissarissen t.a.v. effectenbezit en transacties               | 9   | 8   | 7   | 21     | 4   | 49     |
| IV.3.1   | Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders  | 0   | 2   | 5   | 37     | 1   | 45     |
| V.3.1    | Externe accountant en auditcommissie zijn betrokken bij opstellen werkplan interne accountant | 0   | 2   | 9   | 16     | 2   | 29     |
|          | <b>Totaal</b>   | 96  | 83  | 104 | 260    | 43  | 586    |

**Toelichting**

Alle getallen betreffen aantallen.

hoeverre in ons onderzoek argumenten zijn te vinden die wijzen op een dergelijke gedragsverandering. Het antwoord op deze vraag is in de eerste plaats relevant voor de formulering van beleid. Immers: de sombere conclusies uit eerder onderzoek (De Jong en Roosenboom, 2002) vormden mede de aanleiding tot

de ontwikkeling van de huidige code. In de tweede plaats is ook uit eerder onderzoek bekend dat het van belang is onderscheid te maken tussen de symbolische naleving van corporate governance bepalingen in de formulering van en de communicatie over de bepalingen in de richting van de belanghebbenden enerzijds

en de feitelijke implementatie van de corporate governance hervormingen door beursgenoteerde vennootschappen anderzijds (Westphal en Zajac, 1998).

De belangrijkste aanwijzing voor een verandering van het feitelijke gedrag van de beursgenoteerde vennootschappen vinden we in het resultaat dat, in vergelijking met het verleden, inmiddels veel meer beursgenoteerde vennootschappen verslag doen van de besluitvorming en praktijken rond corporate governance. De constatering dat de nalevingspercentages hoog zijn, impliceert eveneens dat veel bedrijven hun activiteiten op het gebied van corporate governance formeel naar behoren beschrijven. Ergo: in formele zin is veelal sprake van naleving. Hierbij moeten echter tenminste twee belangrijke kanttekeningen worden gemaakt.

In de eerste plaats verplicht de wet de vennootschappen alleen mededeling te doen van de bepalingen waarvan het bedrijf wil afwijken (het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel). Deze formulering betekent logischerwijs dat naarmate minder informatie wordt verschaft omtrent de naleving van de code, de buitenstaander niet anders kan concluderen dan dat de code wordt nageleefd tenzij expliciet het tegendeel blijkt uit de verstrekte (of via een omweg vindbare) informatie. Kort gezegd: in geval van het ontbreken van informatie is in principe, conform de wet, sprake van naleving. De kans bestaat dat hierdoor ook in onze bevindingen de naleving van de code wordt overschat.

In de tweede plaats is de naleving van een groot aantal bepalingen (ongeveer 20 procent) nauwelijks door een buitenstaander op grond van publieke informatie te beoordelen. Het betreft hier bepalingen die het gedrag beschrijven – in casu: de (interne) taak en werkwijze van de raad van bestuur, de raad van commissarissen en haar commissies – alsmede bepalingen ten aanzien van de interactie en communicatie met de externe accountant. Externe belanghebbenden hebben ten aanzien van deze bepalingen geen andere keuze dan erop te vertrouwen dat de verschaft informatie overeenkomt met het feitelijke gedrag. Deze ook door ons gemaakte keuze vormt mogelijk een tweede bron van overschatting van de naleving van de bepalingen.

Ons onderzoek heeft ook aanwijzingen opgeleverd die duiden op een meer symbolische omgang met de richtlijnen van de code corporate governance. In de eerste plaats zijn onze bevindingen ten aanzien van de aard en kwaliteit van de uitleg van het niet-naleven van de code relevant. We laten het hier bij de constatering in de vorige paragraaf dat de uniformiteit van de gegeven uitleg opvallend is. Daarbij springt ook in het oog dat de uniforme uitleg vaak betrekking heeft op bepalingen die de bezoldiging van bestuurders betreffen, hetgeen

de vraag oproept in hoeverre voor het boekjaar 2004 kan worden geconstateerd dat de bezoldiging van bestuurders gemiddeld genomen conform de bepalingen van de Nederlandse corporate governance code is vastgesteld. Overigens kan hierbij worden aangetekend dat de tekst van de code zelf niet altijd voldoende richtinggevend is met betrekking tot de wijze waarop beursgenoteerde vennootschappen bepalingen kunnen naleven. Met name in die gevallen waarin vennootschappen een verantwoording en/of motivatie moeten geven met betrekking tot bepaalde keuzes of gedrag, geeft de code onvoldoende houvast om te constateren wanneer die verantwoording of motivatie als voldoende kan worden beschouwd. In die zin is sprake van (te) veel vrijheidsgraden voor vennootschappen om met dergelijke bepalingen om te gaan. Verificatie door externe onderzoekers om tot een eenduidig oordeel achteraf te komen is dan niet (goed) mogelijk.

In de tweede plaats constateren we dat ook de complexiteit van de code in termen van de vele deelbepalingen een éénduidige analyse en oordeelsvorming in de weg staat. Het is niet goed mogelijk uitspraken te doen omtrent het al dan niet toepassen op het geaggregeerde niveau van bepalingen. Met name de bepalingen over de bezoldiging van bestuurders bestaan soms uit zoveel sub-bepalingen dat met een eenduidig positief dan wel negatief oordeel of de bepaling wordt nageleefd, niet kan worden volstaan. Desondanks zijn we dergelijke eenduidige antwoorden herhaaldelijk in de corporate governance paragrafen van de jaarverslagen tegengekomen, hetgeen ons inziens een illustratie is van een symbolische omgang met de code [voor een soortgelijke conclusie ten aanzien van de compliance van Duitse vennootschappen verwijzen we naar Von Werder *et al.* (2005)].

Tot besluit willen we aandacht vragen voor het ongedetermineerde karakter van het begrip “best practice” dat zo bepalend is voor de vormgeving van codes. In feite gaat het hierbij om vraagstukken van standaardisering of normering van gedrag. Uit een lange onderzoekstraditie in de economische wetenschappen weten we dat dergelijke vraagstukken ongedetermineerd kunnen zijn, in de zin dat de oplossing onbepaald en zeker niet uniek hoeft te zijn. Daarmee wordt bedoeld dat standaardisatie of normering geenszins impliceert dat altijd de beste oplossing wordt gekozen. Buiten het vraagstuk van corporate governance kennen we hiervan legio voorbeelden. Bekend zijn de Wet van Gresham, die stelt dat *bad money drives out good money*, of de QWERTY-instelling van onze huidige toetsenborden, die ooit is verkozen omdat mensen sneller konden typen dan het gebrekkige mechaniek van typemachines in de jaren dertig van de vorige

eeuw toeliet (David, 1985). Kortom: de standaard in de markt is lang niet altijd optimaal. Ook in het geval van corporate governance is het daarom zorgvuldiger om van *common practices* te spreken in plaats van *best practices* als het de bepalingen van de code betreft. Veel meer empirisch en theoretisch onderzoek is nodig voordat de in de code voorgeschreven bepalingen als best practices mogen worden aangeduid, als dat al ooit zal gebeuren. ■

### Literatuurlijst

- Aguilera, R.V. en A. Cuervo-Cazurra, (2004), Codes of good governance worldwide: What is the trigger?, in: *Organization Studies*, vol. 25, nr. 3, pp. 415-443.
- Commissie corporate governance, (2003), *De Nederlandse corporate governance code – Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Commissie corporate governance, Den Haag.
- Commissie van de Europese Gemeenschappen, (2003), *Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan*, te downloaden via: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/company/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/index_en.htm).
- Committee on the financial aspects of corporate governance, (1992), *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, Gee, London, te downloaden via [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).
- Canyon, M. en C. Mallin, (1997), A review of compliance with Cadbury, in: *Journal of General Management*, vol. 22, nr. 3, pp. 24-37.
- Cools, K., (2005), *Controle is goed, vertrouwen nog beter. Over bestuurders en corporate governance*, Stichting Management Studies, Den Haag.
- Cromme, G., (2005), Corporate governance in Germany and the German corporate governance code, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, nr. 3, pp. 362-367.
- David, P. A. (1985), Clio and the economics of QWERTY, in: *American Economic Review*, vol. 75, pp. 332-337.
- Dayha, J. en J.J. McConnell, (2005), *Board composition, corporate performance, and the Cadbury Committee recommendations*, working paper, te downloaden via: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Dayha, J., J.J. McConnell en N.G. Travlos, (2002), The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover, in: *Journal of Finance*, vol. 57, nr. 1, pp. 461-483.
- Dedman, E., (2000), An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 8, nr. 2, pp. 133-153.
- Dedman, E., (2002), The Cadbury Committee recommendations on corporate governance – A review of compliance and performance impacts, in: *International Journal of Management Reviews*, vol. 4, nr. 4, pp. 335-352.
- Fernández-Rodríguez, E., S. Gómez-Ansón en A. Cuervo-García, (2004), The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, nr. 1, pp. 29-46.
- Gregory, H. en R.T. Simmelkjaer, (2002), *Comparative study of corporate*

*governance codes relevant to the EU and its member states*, Weil, Gotshall & Manges LLP.

- Hooghiemstra, R.B.H., A. de Jong, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom, (2004), Bedrijven op goede weg met code-Tabaksblad, in: *Economisch Statistische Berichten*, vol. 89, nr. 4444, pp. 502-550.
- Hopt, K., J. Garrido García, J. Rickford, G. Rossi, J. Schans Christensen, J. Simon en J. Winter, (2004), *European corporate governance in company law and codes*, Report prepared for the European Corporate Governance Conference of October 18, Den Haag, te downloaden via: <http://corp.gov.nl/page/downloads/Final%20Report2.pdf>.
- Jones, I. en M. Pollitt, (2004), Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury report to Higgs Review, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, nr. 2, pp. 162-171.
- Jong, A. de en P.G.J. Roosenboom, (2002), *De praktijk sinds 1997, in: Corporate governance in Nederland 2002—De stand van zaken*, NCGS, Amsterdam.
- Maassen, G.F., F.A.J. van den Bosch en H. Volberda, (2004), The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and the EU Action Plan, in: *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 1, nr. 2, pp. 146-159.
- Mallin, C. en K. Ow-Young, (1998), Corporate governance in small companies – the alternative investment market, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, nr. 4, pp. 224-232.
- Mertens, G.M.H., H. Donker, R.B.H. Hooghiemstra, A. de Jong en P.G.J. Roosenboom, (2004), *Corporate governance in Nederland 2004—De opvolging van de code geïnventariseerd*, NCGS en NICG, Amsterdam.
- Salacuse J. W en H. J. Braker (2002), Corporate Governance in the UNECE Region, *The Fletcher School of Law and Diplomacy*, Tufts University, Medford, Massachusetts, USA.
- Werder, A. von, T. Talaulicar en G.L. Kolat, (2005), Compliance with the German corporate governance code: An empirical analysis of the compliance statements by German listed companies, in: *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, nr. 2, pp. 178-187.
- Westphal, J.D. en E.J. Zajac (1998), The symbolic management of stockholders: corporate governance reforms and shareholder reactions, in: *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, nr. 1, pp. 127-153.
- Wymeersch, E., (2005), Enforcement of corporate governance codes, *ECGI Law Working Paper No 46/2005*, te downloaden via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

### Noten

- Deze bijdrage is gebaseerd op onderzoek dat in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code is verricht. Het volledige onderzoeksrapport "Corporate governance in Nederland: Een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2004, alsmede naar de verklaring van verschillen tussen beursgenoteerde vennootschappen" is op verzoek verkrijgbaar bij de auteurs en de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.
- De code is niet van toepassing op beleggingsinstellingen, die als financiële producten worden aangemerkt (zie de preambule van de Nederlandse corporate governance code).
- De best practice bepalingen inzake de bevoegdheden van de aandeelhouders en de certificering van aandelen zijn onderzocht door een onderzoeksgroep van de RSM Erasmus University. De resultaten daarvan treft u elders in deze special issue aan (De Jong et al., 2006).

- 4 Als uitgangspunt hebben de complete AEX-, AMX- en AMS-indices per april 2005 gediend.
- 5 Indien vennootschap A een (onderdeel van een) bepaling naleeft, wordt dit gecodeerd met '1'. Het niet-naleven leidt tot een code van '0'. Indien de bepaling niet van toepassing is, wordt de codering '-1' gebruikt. Afhankelijk van deze eerste code worden vervolgens nadere coderingen gebruikt per (onderdeel van een) bepaling. Bij een eerste code van '0' zijn vervolgens twee opties mogelijk: er wordt een uitleg gegeven waarom de bepaling niet wordt nageleefd (gecombineerde score: '0,1') of er wordt geen uitleg gegeven waarom een bepaling niet wordt nageleefd (gecombineerde score: '0,0'). Deze laatste optie leidt dus tot de situatie van niet-toepassen van de code. Indien in eerste instantie wordt aangegeven dat (het desbetreffende onderdeel van) de bepaling wel wordt nageleefd (code: '1'), bestaan ook twee mogelijkheden: de naleving kan feitelijk aan de hand van informatie in het jaarverslag of op de website worden vastgesteld (gecombineerde code: '1,1') of de naleving kan niet expliciet worden vastgesteld, maar er wordt ook geen informatie gevonden die op het tegendeel duidt. In het tweede geval wordt, conform het 'pas-toe-of-leg-uit'-beginsel, uitgegaan van een impliciete naleving van de bepaling (gecombineerde code: '1,0').
- 6 Het responspercentage van 41 is vergelijkbaar met het percentage in het onderzoek van Mertens et al. (2004) naar de eerste, vrijwillige toepassing van de Code Tabaksblad. Het lagere percentage van 27 in de tweede ronde duidt er wellicht op dat ondernemingen de materie minder gevoelig vonden dan de eerste ronde en zich in mindere mate genoodzaakt voelden om te reageren.
- 7 Het betreft een ongewogen gemiddelde. Een voorbeeld ter verduidelijking: onderdeel III.3 van de code (inzake deskundigheid en samenstelling van de raad van commissarissen) bestaat uit zes bepalingen. Het gemiddelde nalevings- en toepassingspercentage voor dit onderdeel is derhalve bepaald door de percentages op de individuele bepalingen bij elkaar op te tellen en vervolgens te delen door zes. Het aldus resulterende percentage geeft een beeld van de mate van naleving en toepassing van de code op dit onderdeel.
- 8 Overigens kan in dit geval worden aangetekend dat de uitleg veelal niet in een apart hoofdstuk terzake corporate governance is aangetroffen, zoals staat weergegeven in bepaling I.1 van de code, maar vooral uit het remuneratierapport is afgeleid. Daar de onderzoeksgroep ervan is uitgegaan dat dit naar de 'geest van de code' als uitleg kan worden aangemerkt, is dit ook als zodanig meegenomen.