

# COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE PRIVATE STICHTING

## STUDIE LINKLATERS

### 1. Inleiding

De “comply or explain” aanpak is een van de pijlers binnen het corporate governance kader. Het is op basis van dit mechanisme dat de Belgische corporate governance code wordt toegepast (de “Code”) en het vormt een hoeksteen voor de geloofwaardigheid van de Code zelf.

De “comply or explain” aanpak maakte reeds het voorwerp uit van kritiek vanuit verschillende milieus.

Volgens deze critici zou deze aanpak toelaten dat vennootschappen te gemakkelijk aan hun verplichtingen inzake goede corporate governance kunnen ontsnappen. Bovendien zou het bestanddeel “explain” krachtdadigheid ontbreken: te veel genoteerde bedrijven zouden zich tevreden stellen met zeer formele en oppervlakkige toelichtingen om een afwijking te rechtvaardigen zodat de wettelijke verplichting om uitleg te geven gereduceerd wordt tot iets onbeduidend.

In de realiteit is de aard van de “explain”, dat zijn grondslag vindt in de Angelsaksische corporate governance doctrine, niet ontnomen van alle inhoud. In tegendeel, zoals wij zullen uitleggen in deze nota, bevat zij een sterke inhoud volledig beantwoordend aan de noden van flexibiliteit. In tegenstelling tot wat bepaalde waarnemers denken, kan het afwijken van bepalingen in de Code niet gelijkgesteld worden met het niet aanwezig zijn van behoorlijke corporate governance. Integendeel, het bestaan van de mogelijkheid om af te wijken, op voorwaarde dat zij vergezeld wordt van een kwaliteitsvolle toelichting, weerspiegelt in feite het succes van deze aanpak. Met andere woorden, een kwaliteitsvolle “explain” is zeker geen synoniem voor “bad practice” maar veeleer “best practice”.

Het is dan ook niet nuttig om op basis van de zogenaamde tekortschietingen over het luik “explain”, het mechanisme aan te passen door de toevoeging van dwingende wetgevende maatregelen. Het volstaat, maar het is noodzakelijk, om het luik “explain” alle kracht terug te geven.

Wat betekent nu de notie van een kwaliteitsvolle “explain”? Op welke manieren kan de kwaliteit verbeterd worden? Het doel van deze nota betreft het verschaffen van bepaalde antwoorden op vraag van de Commissie Corporate Governance, meer bepaald in het licht van een analyse over de toepassing van het mechanisme “comply or explain” in verschillende naburige landen, (i.e. Nederland, Frankrijk, Duitsland, Zweden en Engeland).

## 2. Belang van het principe “comply or explain”

### 2.1 Een soepel en gepast instrument

In het Groenboek met betrekking tot het EU-kader inzake corporate governance, herhaalt de Europese Commissie dat de bij de vennootschappen en investeerders afgenomen enquêtes aantonen dat de meerderheid van hen het “comply or explain” mechanisme een aangepast corporate governance instrument vindt<sup>1</sup>.

De filosofie achter de “comply or explain” aanpak bestaat in het toestaan van een zekere flexibiliteit bij de toepassing van de Code. Wanneer een bepaalde regel niet past binnen het specifieke kader van de organisatie, kan men hiervan afwijken. De grootte van de onderneming, haar aandeelhoudersstructuur, de vereisten van de kapitaalmarkten in andere landen zijn slechts enkele voorbeelden van legitieme redenen voor het niet toepassen<sup>2</sup>.

De Britse Corporate Governance Code (de “UK Corporate Governance Code”) preciseert hieromtrent het volgende: “In their responses to explanations, shareholders should pay due regard to companies’ individual circumstances and bear in mind, in particular, the size and complexity of the company and the nature of the risks and challenges it faces. Whilst shareholders have every right to challenge companies’ explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the “comply or explain” process and bearing in mind the purpose of good corporate governance. They should put their views to the company and both parties should be prepared to discuss the position”.

Met andere woorden, om het zoals Seidl, Sanderson en Roberts<sup>3</sup> te omschrijven, de aard van de “comply or explain” aanpak zit hem in het feit dat een vennootschap zich perfect kan schikken naar de Code binnen zijn gehele kader door tevens af te wijken van een (of meerdere) bepalingen.

Uiteindelijk, mogen we herhalen dat, als een vennootschap ervoor kan kiezen om zich niet te houden aan een specifieke bepaling van de Code, zij er niet voor kan opteren om geen toelichting te verschaffen, gelet op de wettelijke verankering van het “comply or explain” mechanisme in het Wetboek van Vennootschappen.

De voorbereidende werken van de Wet van 6 april 2010 herhalen op nauwkeurige wijze de filosofie van de aanpak van de Code: “In deze code zijn in zeer algemene bewoordingen beginselen vervat waarvan niet mag worden afgeweken, alsmede bepalingen of aanbevelingen waarvan mag worden afgeweken mits een verantwoording wordt gegeven (volgens het “comply or explain”- principe - “pas toe of leg uit”-systeem) en gedragslijnen die loutere aanbevelingen vormen en waarvoor derhalve niet de verplichting geldt om ze na te leven of uit te leggen. Hij vormt “een gedragscode waarbij degenen voor wie deze bestemd is verzocht worden zich aan te sluiten, zodat niet-naleving van deze code, zelfs van bepalingen ervan die tot “principes” verheven zijn, niet van die aard is dat een andere sanctie dan controle door de markt mogelijk is”.

---

<sup>1</sup> Groenboek omtrent het EU-kader inzake corporate governance, 5 april 2011, COM(2011) 164 final, p. 21.

<sup>2</sup> Voy. D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts, « *Applying « Comply-or-explain » : Conformance with Codes of corporate governance in the UK and Germany, CBR Research Programme on Corporate Governance* », Working Paper, June 2009, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>.

<sup>3</sup> *Ibidem*.

Diezelfde voorbereidende werken stellen dat de sanctie van de markt zich vaak vertaalt in het feit dat het niet respecteren van de regels van deugdelijk bestuur, investeerders ertoe kan aanzetten om de vennootschap de rug toe te keren, wat een behoorlijke impact kan hebben op de waarde van de effecten van de vennootschap. Zij herhalen dat de gedeeltelijke controle van de toepassing van de code wordt verzorgd door enerzijds de aandeelhouders en anderzijds de toenmalige Commissie voor Bank-, Financier- en Assurantiewezen, (de “CBFA”), nu de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten, (de “FSMA” genoemd). De controle door de FSMA situeert zich enkel op het niveau van de openbaarmakingen aanbevolen door de Code en het nagaan van de toepassing van het principe “comply or explain”.

## 2.2 ‘Explain’ – vereiste niveau van toelichting

Indien geen enkele tekst duidelijk de notie “explain” definieert, zit er niets anders op dan zich te baseren op een omschrijving van de toelichting uit verschillende bronnen (met name België (punt 2.2.1), andere naburige landen (punt 2.2.2) en Europa (punt 2.2.3)).

### 2.2.1 Richtlijnen in België

#### (i) Richtlijnen in de Code

De Code luidt als volgt: *“In specifieke gevallen mogen de vennootschappen van sommige bepalingen van de Code afwijken mits ze hiervoor een aanvaardbare verklaring geven voor deze afwijking. Deze vennootschappen bepalen wat zij in hun specifieke situatie als de best practices beschouwen en geven er in hun Verklaring inzake Corporate Governance een geldige reden voor ('explain'). Kleinere vennootschappen kunnen bijvoorbeeld oordelen dat sommige bepalingen niet naar verhouding of minder relevant zijn. Bovendien hebben holding- en beleggingsvennootschappen misschien een andere bestuursstructuur, hetgeen de relevantie van bepaalde bepalingen kan beïnvloeden. Voor de vennootschappen die in hun Verklaring inzake Corporate Governance geldige redenen aanvoeren waarom ze van de Code afwijken, kan nog altijd worden beschouwd dat zij de Code naleven.”*

Volgens de Code, dient de verantwoording geldig te zijn. Dit betekent dat men de pertinentie van de bepaling niet opnieuw ter discussie moet stellen, maar op een concrete wijze moet uitleggen waarom die bepaling niet kan worden toegepast in het concrete geval van de desbetreffende genoteerde vennootschap, rekening houdend met alle parameters die haar aanbelangen. De preambule van de Code preciseert immers dat er wordt gevraagd aan de vennootschappen om *“deze bepalingen na te leven of uit te leggen waarom zij, in het licht van hun eigen specifieke situatie dit niet doen.”*

#### (ii) Richtlijnen in het Wetboek van Vennootschappen

Het concept ‘explain’ wordt verduidelijkt in het Wetboek van Vennootschappen door te verwijzen naar de vereiste aanwezigheid van *“de onderbouwde redenen”*. De voorbereidende werken vereisen een “uitvoerige toelichting” of een “verantwoording”<sup>4</sup>, zonder enige verdere precisering.

---

<sup>4</sup> Voorbereidende werken, Hfst. 2336/01, p. 68.

## 2.2.2 Richtlijnen in naburige landen (Duitsland, Frankrijk, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden)

We hebben onderzocht op welke manier de *corporate governance* codes van verschillende naburige landen de notie ‘explain’ hebben toegelicht:

– De *corporate governance* codes van Nederland, Frankrijk en Duitsland geven geen precieze toelichting over de inhoud van deze notie:

- In Nederland stelt de Nederlandse Corporate Governance Code zich tevreden met volgende bewoording: “ *The company should state each year in its annual report how it applied the principles and best practice provisions of the Code in the past year and should, where applicable, carefully explain why a provision was not applied*”.
- In Frankrijk licht de Code AFEP/MEDEF het begrip als volgt toe: “*Les sociétés cotées qui se réfèrent à ce code de gouvernement d’entreprise doivent faire état de manière précise, dans leur document de référence ou dans leur rapport annuel, de l’application des présentes recommandations et expliquer, le cas échéant, les raisons pour lesquelles elles n’auraient pas mis en œuvre certaines d’entre elles (...)*”. Het AMF voorziet echter wel bijkomende preciseringen in zijn jaarlijks rapport. In zijn rapport van 2009 met betrekking tot corporate governance, stelde het AMF het volgende: “*lorsqu’un ou plusieurs critères du référentiel auquel il est fait référence ne sont pas respectés, la loi demande de mettre clairement en exergue ces critères et de justifier ce choix, de manière à respecter les impératifs de transparence et du principe “appliquer ou expliquer”*”.

In zijn 2010 rapport betreffende corporate governance voegt het AMF het volgende toe: “*le Code AFEP/MEDEF reposant sur le principe “appliquer ou expliquer”, l’absence d’explications circonstanciées apportées par les émetteurs conduit l’AMF à estimer que les sociétés ne respectent pas le code AFEP/MEDEF* ».

- In Duitsland voorziet sectie 161 van de German Stock Corporation Act (Aktiengesetz (AktG)) louter het volgende: “*the management board as well as the supervisory board of listed companies are obliged to submit a declaration of compliance and to declare that the recommendations made by the German Corporate Governance Code have been and are observed or what recommendations have not been or are not applied and to state the reasons therefore*”.
- De Britse corporate governance code (de “UK Corporate Governance Code”) knoopt de notie vast aan een dubbel criterium dat ons pertinent lijkt: conformiteit met het principe dat gelinkt is aan de bepaling en bijdragen tot een deugdelijk bestuur<sup>5</sup>. Het idee is dat het doel van deugdelijk bestuur gerealiseerd wordt zelfs

---

<sup>5</sup> In het hoofdstuk « Comply or Explain », geeft de Britse Code aan : « *It is recognised that an alternative to following a provision may be justified in particular circumstances if good governance can be achieved by other means. A condition of doing so is that the reasons for it should be explained clearly and carefully to shareholders, who may wish to discuss the position with the company and whose voting intentions may be influenced as a result. In providing an explanation, the company should aim to illustrate how its actual practices are both consistent with the principle to which the particular provision relates and contribute to good governance* ». We herinneren eraan dat het Verenigd Koninkrijk de bakermat van het « *comply or explain* » principe is.

wanneer men afwijkt van een van de bepalingen van de Code (in voorkomend geval, op een andere wijze, wat sindsdien moet worden toegelicht.)

Paragraaf 7 van het voorwoord van de UK Corporate Governance Code moedigt de voorzitters (*“Chairmen”*) aan om persoonlijk verslag uit te brengen over de manier waarop de vennootschap de codebepalingen heeft toegepast. Het idee is dat men op die manier “standaard”-toelichtingen van gekozen afwijkingen wil reduceren.

- De Zweedse corporate governance code (de *“Swedish Corporate Governance Code”*) bevat een veel preciezere beschrijving van de inhoud van de notie *“explain”*. Ze voorziet dat de vennootschap een duidelijke beschrijving moet geven van de regels die ze niet heeft nageleefd, de redenen daarvoor en de vervangende oplossing. Dit verplicht de vennootschap om niet enkel de redenen voor afwijking bekend te maken maar ook om te voorzien in een gedetailleerde beschrijving van de vervangende toegepaste oplossing<sup>6</sup>.

### 2.2.3 Richtlijnen op Europees niveau

In zijn recentste Groenboek met betrekking tot het EU-kader inzake corporate governance kader<sup>7</sup>, onderlijnde de Europese Commissie het volgende: *“Bij deze aanpak moeten bedrijven die besluiten een aanbeveling in een code voor corporate governance niet na te leven, dit met uitvoerige, specifieke en concrete redenen motiveren.”* Een algemene toelichting, die niet aangepast is aan de specifieke omstandigheden van de vennootschap, vervult niet de vereiste van “explain”.

## 3. Toepassing van het mechanisme “comply or explain” in de praktijk

### 3.1 In België

De FSMA (voorheen de CBFA) publiceerde in december 2010 een studie over de toepassing van de nieuwe openbaarmakingsverplichtingen opgelegd door de Belgische Corporate Governance Code 2009 (de “Code 2009”). Deze studie bevat interessante elementen met betrekking tot de concrete toepassing van het principe *“comply or explain”* door Belgische genoteerde vennootschappen<sup>8</sup>.

De studie (die zich beperkt tot de nieuwe bepalingen in de Code 2009) had tot doel vennootschappen te voorzien van een indicatie over hoe toekomstige verklaringen van deugdelijk bestuur dienen te worden gegeven. De FSMA spreekt zich niet uit over het vereiste niveau van toelichting om te voorzien in de nodige “explain”. Zij somt echter wel, op empirische wijze, de door de vennootschappen naar voren gebrachte redenen op waarom zij afwijken van de bepalingen van de Code 2009.

In essentie, kan men de toelichtingen groeperen in de volgende categorieën:

---

<sup>6</sup> Principe 10.1 du Swedish Corporate Governance Code du 1<sup>er</sup> février 2010 « *In its corporate governance report, the company is to state clearly which Code rules it has not complied with, explain the reasons for each case of non-compliance and describe the solution it has adopted instead* ».

<sup>7</sup> Groenboek omtrent het EU-kader inzake corporate governance, 5 april 2011, COM(2011) 164 final.

<sup>8</sup> Enkele bepalingen onderzocht door de FSMA zijn verplicht geworden door de wet van 6 april 2010, toch blijft de toepasselijkheid met betrekking tot de naleving van de bepalingen van de Code door de beursgenoteerde vennootschappen hier relevant.

- De bepaling is niet opportuun in het licht van de omvang van de onderneming of de sector in dewelke de vennootschap ressorteert. (Zo verantwoord, bijvoorbeeld, verschillende vennootschappen een afwijking van bepaling 7.7 van de Code 2009, die de verstrekking van prestatiegebonden remuneratie aan niet-uitvoerende bestuurders verbiedt, daar dit een gangbare praktijk is in de biotechsector).
- De afwijking van de regel is beperkt. Het zou dus niet om een “echte” afwijking gaan, aangezien de geest van de Code 2009 gerespecteerd wordt. (Zo menen, bijvoorbeeld, verschillende vennootschappen dat het verstrekken van een beperkt aantal opties aan niet-uitvoerende bestuurders het oordeel van de bestuurders niet kan beïnvloeden, en dat dergelijke praktijk dus verenigbaar is met de aanbevelingen van de Code 2009, de aanbeveling om geen prestatiegebonden remuneratie toe te kennen aan niet-uitvoerende bestuurders inbegrepen.)
- De afwijking van een bepaling wordt verantwoord door de naleving van een andere norm, die door de vennootschap aanzien wordt als van groter belang. (Zo vermelden, bijvoorbeeld, bepaalde vennootschappen het bedrag van de remuneratie van de CEO niet op individuele basis of geven ze geen becijferde commentaar op de remuneratie van het uitvoerend management, omdat ze menen dat dergelijke informatie in strijd is met de bescherming van het privé leven.)<sup>9</sup>
- Een afwijking wordt verantwoord door het feit dat de door de Code 2009 te verstrekken informatie niet opportuun of nuttig is (Zo geven, bijvoorbeeld, bepaalde vennootschappen het bedrag van de remuneratie van de CEO niet op individuele basis of geven ze geen enkele becijferde commentaar op de aandelenopties toegekend aan het uitvoerend management, omdat ze veronderstellen dat de informatie geen toegevoegde waarde heeft of nog dat er geen reden is om deze aspecten van de remuneratie anders te behandelen dan andere delen van de remuneratie van de desbetreffende personen – hierbij vaak verduidelijkend dat de remuneratie marktconform is.

Het blijkt uit deze studie dat de teneur van de verstrekte toelichting door Belgische genoteerde ondernemingen varieert, enerzijds afhankelijk van de bepalingen van de Code waarvan afgeweken wordt, en anderzijds afhankelijk van de vennootschappen. Bepaalde toelichtingen zijn uitgebreider dan andere, die zich beperken tot het vermelden dat de bepaling geen nut of toegevoegde waarde heeft. De FSMA heeft bovendien vastgesteld dat, voor sommige bepalingen, bepaalde vennootschappen simpelweg niet hebben vermeld waarom ze deze bepalingen niet hebben toegepast. De FSMA licht dergelijke nalatigheid toe door te stellen dat “*bepaalde bepalingen simpelweg aan de aandacht van de vennootschappen zijn ontsnapt*”. De recente bekrachtiging in het Wetboek van Vennootschap van het principe “*comply or explain*” zou de situatie moeten verbeteren daar dit de vennootschappen zal verplichten om zich aandachtiger te buigen over het geheel van de Codebepalingen.

De FSMA heeft in september 2011 een nieuwe studie gepubliceerd als vervolg op de studie van 2010, gebaseerd op de jaarlijkse financiële verslagen van 2010. Hieruit blijkt dat er wel degelijk vooruitgang is geboekt op het niveau van de toepassing van de in de wet verankerde bepalingen betreffende deugdelijk bestuur en dit zelfs indien de vennootschappen niet alle wettelijk bepalingen naleven. De FSMA onderlijnt eveneens dat de verklaringen van de vennootschappen beter onderbouwd zijn dan bij de eerste studie.

---

<sup>9</sup> Deze afwijking kan uiteraard niet meer worden ingeroepen na de wet van 6 april 2010.

### 3.2 In Nederland

Het tweede rapport (december 2010) van de *Monitoring Commissie van de Corporate Governance Code* (de “Monitoring Commissie”) somt de meest gegeven “*explains*” op van de Nederlandse genoteerde vennootschappen. Volgens het rapport zijn de “*explains*” die het vaakst werden gebruikt in 2009, enerzijds het belang van de administratieve en financiële kost voor het tenuitvoerleggen van de bepalingen en anderzijds, de beperkte omvang van de vennootschap. Andere verklaringen waarop werd gesteund zijn (i) de wens om bestaande contracten te respecteren en (ii) het tijdelijke karakter van de afwijking.. Ten aanzien van de uitleg dat bestaande afspraken en/of contracten gerespecteerd worden is de Monitoring Commissie van mening dat dit argument enkel door tijdsverloop niet meer voor zou moeten komen.. De Monitoring Commissie meent dat het louter verwijzen naar een eigen regeling niet kwalificeert als uitleg.

In haar rapport onderzoekt de Monitoring Commissie bovendien in welke mate de vennootschappen elke individuele bepaling respecteren en vermeldt ze statistische gegevens die dit weerspiegelen. De Monitoring Commissie geeft echter geen algemene richtlijnen over wat een kwaliteitsvolle “*explain*” zou zijn.

### 3.3 In Frankrijk

Volgens het rapport van 2010 van het AMF over deugdelijk bestuur en de vergoeding voor bestuurders, verklaren 60% van de genoteerde vennootschappen die de Code AFEP/MEDEF overnamen als een referentiecode dat ze sommige bepalingen naast zich neerleggen. Bijna 80% van de vennootschappen vermelden de redenen hiertoe wat betekent dat ongeveer 20% van hen er geen enkele verklaring voor geeft.

Het rapport stelt bovendien dat meerdere verklaringen aangebracht door de vennootschappen niet bevredigend zijn in het licht van het principe “*appliquer ou expliquer*”. Het AMF stelt op dit vlak dat, hoewel de vennootschappen de redenen neerschrijven voor het afwijken van de code, ze zich er moeten op toelagen om gedetailleerde en aangepaste toelichting te verschaffen volgens hun specifieke situatie.

### 3.4 In Duitsland

We zijn niet op de hoogte van een studie gevoerd door een gereguleerde autoriteit in Duitsland met betrekking tot de kwaliteit van “*explain*”.

Er bestaat niettemin een studie gevoerd in 2009 door D. Seidl, P. Sanderson en J. Roberts<sup>10</sup> waarin de auteurs voorstellen om een schematisch overzicht van “*explains*” te creëren op basis van de verklaringen van de 130 belangrijkste genoteerde vennootschappen gevestigd in Duitsland en genoteerd op de Frankfurterse Beurs (de Dax30, de MDax en de SDax); zij gaven dit statistisch weer. De auteurs van de studie besluiten dat een klein gemiddelde “*explains*” verschaft, bestaande uit ofwel wat de auteurs beschrijven als “*pure disclosure*”, namelijk een indicatie van een afwijking zonder omschrijving van een praktisch alternatief of toelichting<sup>11</sup>, ofwel een “*empty justification*”, met name een cirkelredenering of een verklaring die geen steek

---

<sup>10</sup> D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts, « Applying « Comply-or-explain » : Conformance with Codes of corporate governance in the UK and Germany, CBR Research Programme on Corporate Governance », Working Paper, June 2009, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>. Deze studie dateert van voor de wettelijke bekrachtiging van artikel 161AktG van het « *comply or explain* » principe en is daardoor niet meer up to date.

<sup>11</sup> In het geval van een « *pure disclosure* », dient de onderneming aan te duiden dat ze van de bepaling afwijkt maar zonder de reden van afwijking te preciseren of te rechtvaardigen.

houdt<sup>12</sup>. Bovendien zijn zo'n 20% van de verklaringen principiële verklaringen tegen de inhoud van de bepalingen. Enkel 20% van de verklaringen bevatten effectief uitvoerige en specifieke toelichting (bijvoorbeeld bijzonderheden gelinkt aan de industriële sector, aan de omvang van de vennootschap, aan de structuur van het bedrijf, aan het internationale karakter van de aandeelhoudersgroep, ...) De gemotiveerde afwijkingen met verwijzing naar de bijzonderheden gelinkt aan de onderneming zijn dus slechts uitzonderlijk geformuleerd. Het onderzoek stelt vast dat een groot deel van de toelichtingen (40%) niet conform de aanpak "comply or explain" is en dat zij slechts "pure disclosures" zijn zonder toelichting. Ongeveer 10% van de toelichtingen zijn "empty justifications".

### 3.5 In Zweden

Het jaarlijkse rapport van 2009 van de *Swedish Corporate Governance Board* (de "Board") heeft zich wel verdiept in de kwaliteit van "explain" verstrekt door de Zweedse genoteerde vennootschappen. Algemeen stelt de Board vast dat de kwaliteit van de informatieverstrekking er is op achteruit gegaan in 2009<sup>13</sup>. De Board benadrukt in dat verband het belang van voldoende substantiële verklaringen, op informatieve en gegronde wijze over de gepaste omstandigheden van de desbetreffende vennootschap. De Board preciseert dat vage argumenten en algemene verklaringen zonder enige rapportering over de specifieke situatie van de vennootschap slecht weinig informatieve waarde verschaffen. Het is met het oog op het verbeteren van de kwaliteit van "explain" dat de gewijzigde code een dubbel vereiste heeft gesteld voor vennootschappen om de afwijking te rechtvaardigen en de aangenomen vervangende oplossing te beschrijven.

Niettegenstaande de vaststelling dat de kwaliteit is verminderd, zijn de naar voren gebrachte cijfers toch bemoedigend: de Board schat dat niettegenstaande het feit dat van de 113 ondernemingen die hun afwijkingen hebben gerapporteerd, 88 een duidelijke verklaring gaven hiervoor, 20 geen enkele verklaring gaven en 5 zich tevreden stelden met een gedeeltelijke verklaring. Meer nog, 95 van de 113 vennootschappen beschrijven een de voorgestelde vervangende oplossing terwijl 18 andere geen vervangende oplossing preciseerden.

Het lijkt dus de vereiste om een vervangende oplossing te beschrijven (bovenop de verplichting om de redenen voor de afwijking van elke bepalingen ter vermelden) bijdraagt tot een "explain" van hogere kwaliteit.

---

<sup>12</sup> De auteurs citeren als voorbeeld van een « empty justification »: « since corporate practice as hitherto [...] is to be maintained ». Het gaat dus om een afwijking zonder enige verklarende uitleg.

<sup>13</sup> « Concerning the quality of explanations of non-compliance, the positive trend of recent years was broken and there was a return to a level similar to that seen in the first year of the original Code. It is vital that there is an improvement in the information value of explanations of non-compliance over time, just as there was during the early years of application of the original Code. The standard of explanations of non-compliance is crucial to the success of corporate governance codes based on the principle of comply or explain. The factual relevance of such explanations is primarily for the companies' owners and other capital market actors to evaluate as a basis for their investment decisions and cannot be assessed in any general sense. However, in order to fulfil this aim, the explanations must be sufficiently substantive, informative and founded in the specific circumstances of the company concerned to be useful as a basis for such judgments. Vague arguments and general statements, without any real connection to the company's situation, have little information value. Of the 113 companies that have report non-compliance in this year's corporate governance report, 88 provide a clear explanation, 20 provide no explanation, while five companies give partial explanations. In order to improve the information value of explanations, the revised Code introduced a requirement that companies not only justify non-compliance, but also describe the solutions they have chosen instead. Such descriptions can be found in 95 of the 113 companies' corporate governance reports, while the remaining 18 do not attempt to describe their alternative solutions. These are included to an extent, but not entirely, in the group that provides no clear explanation. It should be noted that a description of an alternative solution does not necessarily include a reason why this has occurred. Last year, 57 per cent of explanations were regarded as having good information value, while the equivalent figure for this year is 29 per cent. The proportion of explanations regarded as having little or no information value has risen from 15 to 27 per cent. It can be assumed that much of the reason for this is to be found among new Code companies, where there is probably still uncertainty about how explanations of non-compliance should be formulated ».



### 3.6 In het Verenigd Koninkrijk

De *Financial Reporting Council* (de “FRC”) heeft de intentie om een studie te lanceren over de toepassing van de UK Corporate Governance Code in de loop van dit jaar. Deze studie werd nog niet gepubliceerd op het moment van het schrijven van deze memo.

De academische studie gevoerd door D. Seidl, P. Anderson en J. Roberts (cf. 3.4 hoger) zowel in Duitsland als in Het Verenigd Koninkrijk onthult voor deze laatste betere resultaten dan voor Duitsland. Ongeveer 24% van de 130 bestudeerde vennootschappen (zijnde de vennootschappen uit de FTSE 100 en de 30 belangrijkste uit de FTSE 350) verschaffen enkel “*pure disclosure*” of “*empty justifications*” (tegenover bijna 50% van de Duitse vennootschappen). Slechts 6,52% van de toelichtingen bevatten principiële verklaringen tegen de inhoud van een bepaling van de code (ten opzichte van 20% in Duitsland). Het aantal specifieke en uitvoerige verklaringen (bijvoorbeeld gelinkt aan bijzonderheden in de industriële sector, aan de omvang van de vennootschap of haar structuur, aan haar internationaal karakter...) is eveneens veel groter: dit wordt voorzien door zo'n 50% Britse ondernemingen ten opzichte van slechts 20% Duitse.

De auteurs verklaren de verschillen in kwaliteit en niveau zowel door de lange traditie van “*self regulation*” op de Britse gronden als door de verschillen in de structuur van de kapitaalmarkten van de twee landen (bijvoorbeeld de sterkere aanwezigheid van buitenlandse financiële instellingen in Duitsland). Dit laatste element vergroot de druk op de Engelse vennootschappen om hun afwijkingen van de UK Corporate Governance Code publiek bekend te maken.

Deze studie lijkt ons te bevestigen dat het publieke omschrijven van algemene principes met het oog op een kwaliteitsvolle “explain” niet anders kan dan bijdragen tot de verbetering van dergelijke statistieken.

### 3.7 Op het Europese niveau

Volgens de studie over de controlemechanismen en het voorzien van regels van deugdelijk bestuur in de EU lidstaten<sup>14</sup>, is de kwaliteit van de verklaringen van deugdelijk bestuur verspreid op grond van de inhoudelijke aanbevelingen van de code niet bemoedigend. De studie toont aan dat in meer dan 60% van de gevallen waarin de vennootschappen verkiezen om de aanbevelingen niet toe te passen, ze onvoldoende toelichting verschaffen.

De studie klasseert de toelichting verstrekt door de vennootschappen in vijf categorieën:

- (i) toelichtingen die “ongeldig” zijn: het betreft toelichtingen die gewag maken van de afwijking zonder andere verduidelijking;
- (ii) toelichtingen die “algemeen” zijn: het betreft toelichtingen met een algemene draagwijdte door middel waarvan de vennootschap zijn onenigheid met een codebepaling aangeeft, maar zonder een specifieke situatie aan te geven binnen zijn vennootschap;
- (iii) toelichtingen die “beperkt” zijn: het betreft toelichtingen waarin de vennootschappen geen redenen geven waarom ze van de code afwijken, maar waar deze wel bijkomende informatie verstrekken over een alternatieve procedure;

---

<sup>14</sup> Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)

- (iv) toelichtingen die “specifiek” zijn: het betreft toelichtingen die betrekking hebben op een specifieke situatie binnen de desbetreffende vennootschap;
- (v) toelichtingen die “van voorbijgaande aard” zijn: het betreft het geval waar vennootschappen aangeven dat ze afwijken van een codebepalingen op het huidige moment, maar dat ze deze in de toekomst wel zullen naleven.

Zelfs aangezien de studie enkel de categorisering viseert van gegeven toelichtingen zonder zich uit te drukken over het al dan niet acceptabel zijn van de verstrekte informatie, is ze niet minder belangrijk voor onze studie daar ze een nuttige basis verschaft om algemene richtlijnen te verschaffen voor het verstrekken van een kwaliteitsvolle “explain”.

Het is overigens interessant om op te merken dat Zweden en het Verenigd Koninkrijk (twee landen die op een veel explicietere wijze aanbevelingen geven over “explain”), zich tussen de landen bevinden die het grootste aantal gepubliceerde specifieke toelichtingen kunnen waarnemen.

*September 2011*

◇ ◇ ◇