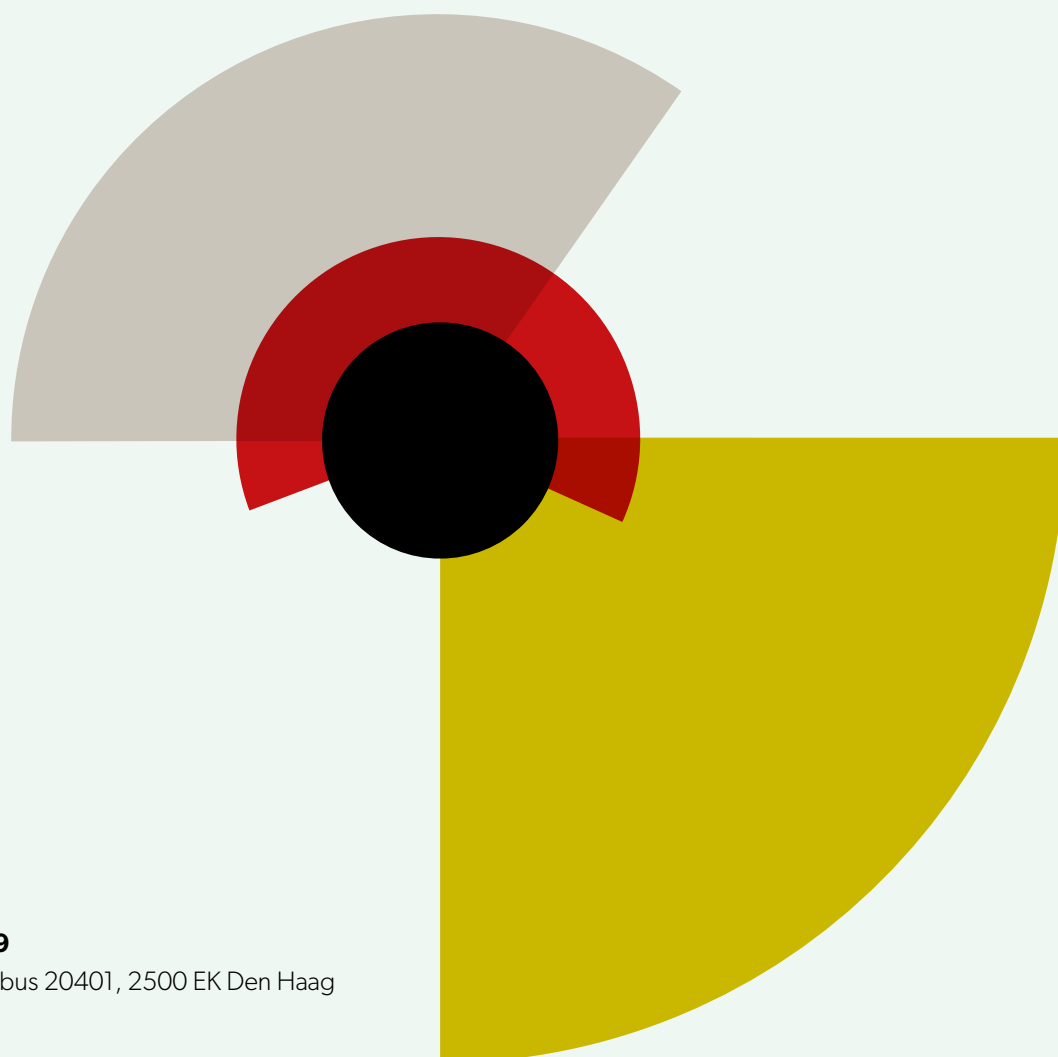


Monitoring Commissie

CORPORATE GOVERNANCE CODE

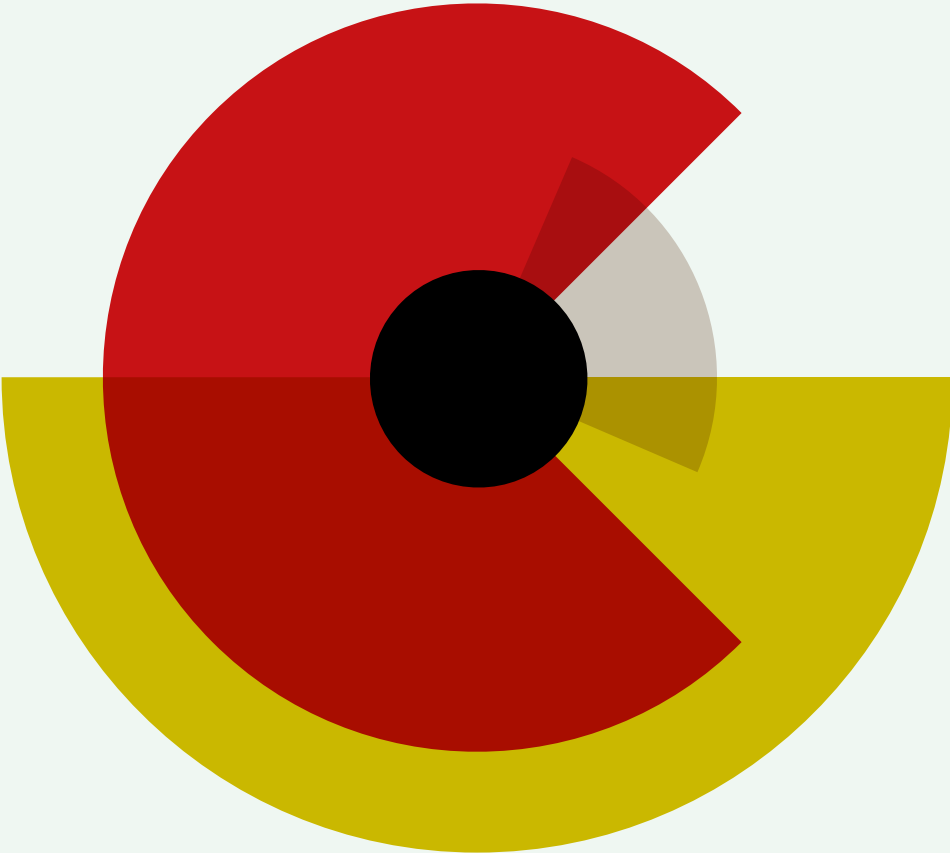
Rapport monitoring
boekjaar 2018



december 2019

secretariaat: Postbus 20401, 2500 EK Den Haag

www.mccg.nl

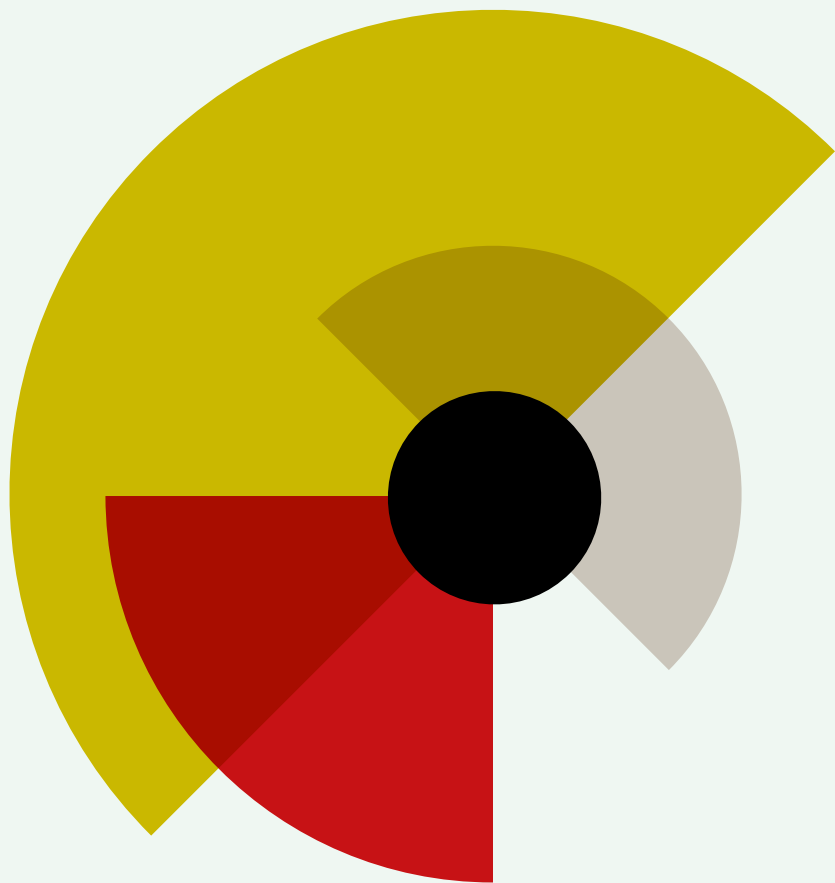


Monitoring Commissie
**CORPORATE
GOVERNANCE
CODE** Rapport monitoring
boekjaar 2018

december 2019

secretariaat: Postbus 20401, 2500 EK Den Haag

www.mccg.nl



INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	7
Hoofdstuk 1 De Code en de Commissie	9
1.1 De Nederlandse Corporate Governance Code	9
1.2 Taak van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code	10
1.3 Terugblik 2019	10
1.4 Vooruitblik 2020	12
Hoofdstuk 2 Naleving boekjaar 2018	15
2.1 Inleiding	15
2.2 Bureauonderzoek naleving boekjaar 2018	16
2.3 Verdiepend onderzoek naar belangrijkste wijzigingen	23
Bijlage 1 Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code	29
Bijlage 2 Relevante nationale en internationale ontwikkelingen	30
Bijlage 3 Populatie Steekproef	36



VOORWOORD

De Nederlandse Corporate Governance Code (de Code) uit 2004 is gewijzigd in 2008 en 2016. Voor u ligt het eerste verslag over de in 2016 herziene code van de in januari 2019 benoemde vierde Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Commissie). De Commissie bestaat uit drie oudgedienden en vier nieuwe leden, inclusief de voorzitter.

De Commissie heeft zich ten doel gesteld zich in het eerste jaar van haar benoemingstermijn vooral te richten op de mate waarin de nieuwe bepalingen uit de geactualiseerde code worden nageleefd. De Commissie heeft SEO Economisch Onderzoek opdracht gegeven het onderzoek uit te voeren, met een aantal aanvullende en verdiepende onderzoeken die in Hoofdstuk 1 worden toegelicht.

Uit ons eerste nalevingsonderzoek blijkt, wellicht niet verrassend, dat de naleving van de Code onverminderd hoog is. U leest onze bevindingen in Hoofdstuk 2.

Maar de Code blijkt geen rustig bezit. Ofschoon de door de Commissie onderzochte vennootschappen in het algemeen aangeven goed met de Code uit de voeten te kunnen, is er toch een aantal aandachtspunten die de Commissie op voorhand wil benoemen.

De waarde van de Code als instrument van zelfregulering is gelegen in gewetensvolle naleving en kwalitatief goede verslaglegging.

De Code kent het principe van veronderstelde toepassing, gebaseerd op het onderliggende vertrouwensbeginsel van 'pas toe of leg uit'. Door het 'pas toe of leg uit'-beginsel, geldt alleen afwijking van de Code zonder motivering als niet-naleving. In het geval de beursvennootschap niet aangeeft dat van een gedragsbepaling wordt afgeweken, is als gevolg van de aanname dat de vennootschap deze bepaling naleeft sprake van naleving (veronderstelde toepassing). Dit issue is niet nieuw, maar wel des te knellender nu ongeveer 70% van de Code uit gedragsbepalingen bestaat met zachte of moeilijk kwantificeerbare normen. Uit het nalevingsonderzoek blijkt verder dat de kwaliteit van de beantwoording van de onderzoeksvragen soms te wensen overlaat, waardoor conclusies over hoge nalevingspercentages niet in alle gevallen gerechtvaardigd lijken.

Over de belangrijkste wijzigingen in de Code 2016, die vooral betrekking hebben op lange termijn waardecreatie, ondernemingscultuur, bestuurdersbeloningen, risicomanagement en diversiteitsbeleid is het algemene beeld dat vennootschappen de principes omarmen, maar bij de uitvoering nog veel vragen hebben. Vragen ten aanzien van (gebrek aan) definities, vragen over de toepassing van open normen, en vragen over nut en noodzaak van bepaalde rapportages (bijvoorbeeld over beloningsverhoudingen). In de komende tijd zal de Commissie met de schragende partijen in gesprek gaan over de gesignaleerde knelpunten, om te beoordelen of nadere duiding van deze bepalingen behulpzaam zou kunnen zijn.

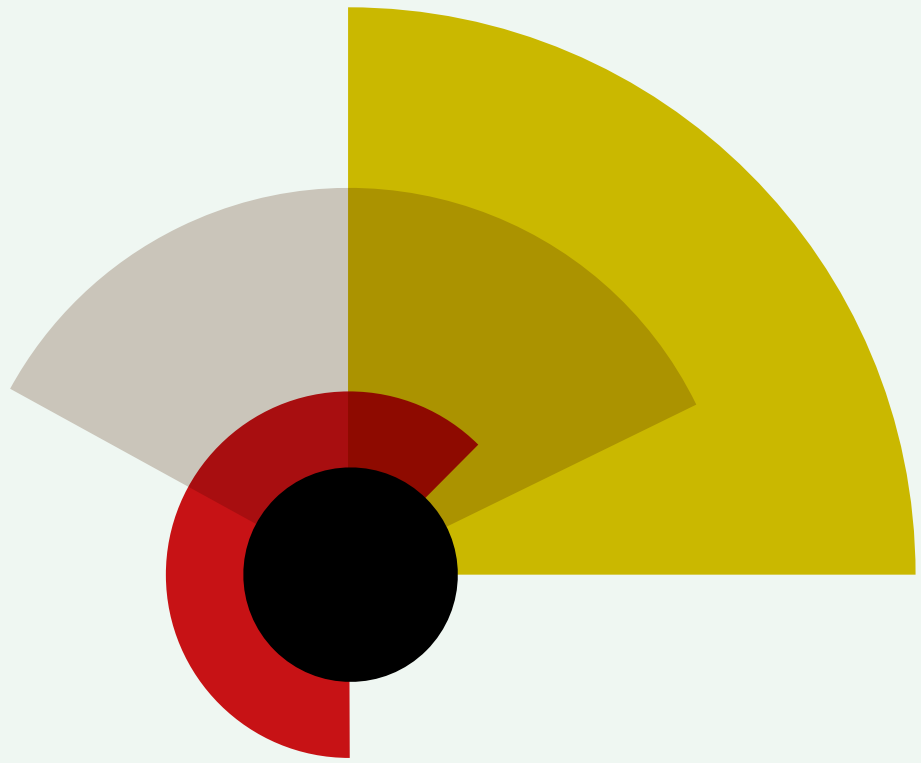
Terwijl de geactualiseerde Code 2016 goed lijkt te zijn geland, veranderen de maatschappelijke opvattingen over goed bestuur in rap tempo. Verwachtingen worden dagelijks naar boven bijgesteld en de vraag is gerechtvaardigd of de Code de ontwikkelingen in de wereld in het juiste tempo kan bijbenen. Mede daarom zal de Commissie reeds in 2020 aanbevelingen bespreken met de schragende partijen om tot verdere duiding en actualisering van de Code te komen. Uiteraard is de Commissie zich bewust van het belang van beleidsconsistentie. We zullen dit echter afwegen tegen de noodzaak om de Code actueel en relevant te houden, ook als dit tussentijdse aanpassingen zou vergen.

De Commissie is onbevangen en met enthousiasme van start gegaan om ook in de komende jaren de bruikbaarheid van de Code te blijven bevorderen. Het is bemoedigend te ervaren dat zo veel belanghebbenden inmiddels de weg naar de Commissie weten te vinden om hun ideeën en suggesties voor betere corporate governance te delen. Het toont aan dat de Code onverminderd relevant, toonaangevend en effectief is.

De Commissie is als altijd dank verschuldigd aan de onderzoekers en het secretariaat van de Commissie voor de geboden ondersteuning. We zien uit naar een vruchtbare en intensieve samenwerking met alle belanghebbenden in de komende jaren.

Pauline van der Meer Mohr

Voorzitter Monitoring Commissie Corporate Governance Code



HOOFDSTUK 1

DE CODE EN DE COMMISSIE

1.1 De Nederlandse Corporate Governance Code

De Nederlandse Corporate Governance Code bevat principes en *best practice* bepalingen gericht op deugdelijk ondernemingsbestuur. De Code regelt de verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. De Code is van toepassing op alle beursgenoteerde vennootschappen.¹ Bedrijven die niet onder de reikwijdte vallen, kunnen er voor kiezen om de Code op vrijwillige basis toe te passen, wat ook regelmatig gebeurt.

Nederlandse beursvennootschappen dienen verantwoording af te leggen over de naleving van de Code in het bestuursverslag. Volgens het 'pas toe of leg uit'-principe wordt de Code nageleefd door de betreffende bepaling ofwel onvoorwaardelijk toe te passen, ofwel uit te leggen waarom van codebepalingen wordt afgeweken. Nederlandse institutionele beleggers zijn verplicht in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de principes en *best practice* bepalingen van de Code die tot hen zijn gericht zijn.²

De partijen waar de Code zich op richt, worden vertegenwoordigd door Eumedion, Euronext, FNV en CNV, Vereniging van Effecten Bezitters (VEB), de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en VNO-NCW. Samen worden zij de schragende partijen van de Code genoemd.

In 2016 is de Code 2008 op verzoek van de schragende partijen herzien. De Code is in werking getreden per 1 januari 2017 en wettelijk verankerd per 1 januari 2018.³ Vanaf boekjaar 2017 rapporteren Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen over de naleving van de herziene Code.

1 Onder beursgenoteerde vennootschappen wordt verstaan:

- › alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem; en
- › 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.

2 Artikel 5:86 Wet op het financieel toezicht.

3 Bij algemene maatregel van bestuur is de Code aangewezen als de code waar Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag aan moeten refereren op grond van artikel 2:391, vijfde lid, Burgerlijk Wetboek. Zie besluit van 29 augustus 2017 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 2017, 332).

1.2 Taak van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Commissie) heeft tot taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en voert deze taak onder meer uit door:

- › het signaleren van leemtes of onduidelijkheden in de Code;
- › zich op de hoogte te stellen van nationale en internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance met het oog op convergentie van nationale codes;
- › het ten minste jaarlijks inventariseren op welke wijze en in welke mate de voorschriften van de Code worden nageleefd.

De Commissie doet ten minste eenmaal per jaar verslag van haar bevindingen aan de ministers van Economische Zaken en Klimaat, Financiën en voor Rechtsbescherming. In dit verslag kan de Commissie ook richtlijnen (guidance) geven voor naleving van voorschriften in de Code. De huidige Commissie bestaat uit een voorzitter en zes leden die allen ervaren en deskundig zijn op het gebied van corporate governance. De Commissie is per 1 januari 2019 door minister Wiebes van Economische Zaken en Klimaat voor vier jaar benoemd. Een overzicht van de samenstelling van de Commissie is bijgevoegd in bijlage 1.

De Commissie heeft een overzicht van de nationale en internationale ontwikkelingen in bijlage 2 opgenomen.

1.3 Terugblik 2019

Monitoring

De huidige Code is nog niet eerder op naleving gemonitord. De Commissie heeft ervoor gekozen om in het eerste jaar van haar termijn uitsluitend het boekjaar 2018 te monitoren en niet tevens het boekjaar 2017. Naast het feit dat de vennootschappen tijd moest worden gegund de herziene Code 'te verinnerlijken' zou monitoring van twee boekjaren, naar de mening van de Commissie, een te zware belasting zijn voor de vennootschappen.

De Commissie heeft opdracht gegeven aan SEO Economisch Onderzoek (SEO) om het nalevingsonderzoek uit te voeren en dit breed uit te zetten om een zo goed mogelijk eerste beeld te krijgen. De Commissie waardeert daarbij de deelname van de vennootschappen aan het nalevingsonderzoek. Het heeft SEO in staat gesteld om een gedegen nalevingsonderzoek af te leveren.

Op 4 juli 2019 heeft VEUO in een brief enige feedback en zorgen met de Commissie gedeeld ten aanzien van het nalevingsonderzoek. De Commissie heeft de vennootschappen middels een brief aan de VEUO laten weten de feedback op prijs te stellen en daarop een reactie gegeven. De feedback is voorzover mogelijk direct meegenomen in dit onderzoek, aan de vennootschappen is bijvoorbeeld een langere termijn gegund voor het beantwoorden van de enquête. Andere elementen zullen voor het volgende nalevingsonderzoek worden geïmplementeerd, zoals het ter beschikking stellen van de enquête in het Engels en de mogelijkheid voor vennootschappen om meer personen tegelijk in het enquête document te laten werken.

Overige werkzaamheden

De Commissie heeft in het jaar 2019 een substantieel aantal gesprekken gevoerd over de actualiteit en bruikbaarheid van de Code. Naast gesprekken met de schragende partijen heeft de Commissie gesproken met bestuurders, toezichthouders en aandeelhouders. Belangenorganisaties en andere belanghebbenden hebben ook de weg naar de Commissie weten te vinden.

Terugkerende onderwerpen in de gesprekken en het maatschappelijk debat zijn de onderwerpen cultuur, beloningen, positie van werknemers, diversiteit, maatschappelijk verantwoord ondernemen en de rol van aandeelhouders. CNV, FNV en VCP hebben in april 2019 in een brief hun standpunten inzake enkele van de

bovenstaande onderwerpen met de Commissie gedeeld. De Commissie heeft met CNV en FNV recent hierover van gedachten gewisseld in het reguliere gesprek over haar monitoringswerkzaamheden.

In mei 2019 heeft de Commissie gesproken met de Commissie Toekomst Accountancysector in het kader van hun onderzoek naar een duurzame verbetering van de kwaliteit van accountantscontroles.

In de afgelopen twee jaar heeft de Tweede Kamer een aantal moties ingediend die betrekking hebben op onderwerpen die het aandachtsveld van de Code en daarmee de Commissie raken. In oktober 2019 heeft de Commissie deelgenomen aan een rondetafelgesprek over lange termijn waardecreatie bij de vaste commissie voor Financiën in de Tweede Kamer.

Het kabinet heeft de volgende onderwerpen onder de aandacht gebracht van de Commissie:

- › De Minister van Onderwijs, Cultuur en Wetenschappen, mevrouw Van Engelshoven, heeft de Commissie gevraagd om diversiteit, met name het percentage vrouwen in de top, tot een van haar speerpunten te maken in de werkzaamheden in het kader van de Code.⁴
- › De Minister van Economische Zaken en Klimaat, de heer Wiebes, heeft de Commissie geattendeerd op de zorg die in de Tweede Kamer leeft ten aanzien van seksuele intimidatie en de rol van gedrag en cultuur binnen ondernemingen. Dit naar aanleiding van het debat in de Tweede Kamer over seksuele intimidatie op de werkvloer van 22 februari 2018 en de toezegging van de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid hieromtrent.⁵
- › Minister Wiebes heeft aangegeven de aanbeveling van de commissie Van Manen te ondersteunen terzake van de wenselijkheid van het op periodieke basis evalueren van de actualiteit en bruikbaarheid van de Code.⁶
- › Minister Wiebes heeft de in februari 2019 door de Tweede Kamer aangenomen motie van de heer Van der Lee (Groen Links) aan de Commissie voorgelegd.⁷ De motie behelst het verzoek aan de regering te bevorderen om bij de Monitoring Commissie Corporate Governance Code de invulling van lange termijn waardecreatie en maatschappelijk verantwoord ondernemen onder de aandacht te brengen, evenals de wens dat de Code wordt uitgebreid met bepalingen om als leidinggevende bestuurder of toezichthouder regelmatig zowel binnen als buiten het bedrijf de dialoog aan te gaan over de invulling van lange termijn waardecreatie en maatschappelijk verantwoord ondernemen.

De Commissie zal de komende jaren aan bovenstaande onderwerpen aandacht geven en, indien daartoe aanleiding is, aanbevelingen doen ter actualisering van de Code.

De Commissie is in 2019 zes keer bij elkaar gekomen in een plenaire vergadering.

Internationale contacten

De taakopdracht van de Commissie vermeldt nadrukkelijk het zich op de hoogte houden van internationale ontwikkelingen op het gebied van corporate governance. Dat doet de Commissie onder meer door het bijwonen van internationale bijeenkomsten. De verkregen kennis geeft verdieping aan de inzichten van de Commissie over goed ondernemingsbestuur. In 2019 heeft er een bijeenkomst van de Six Chairs group in Rome plaatsgevonden. Dit is een jaarlijkse bijeenkomst van de voorzitters van de corporate governance code commissies van Duitsland, Frankrijk, Italië, Zweden, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. De laatste bijeenkomst stond in het teken van de opkomende ESG-uitdagingen (Environment, Social en Governance). De Commissie is verder aangesloten bij het European Corporate Governance Codes Network (ECGCN).

4 Kamerbrief voortgang van het aandeel vrouwen aan de top van het bedrijfsleven: Kamerstukken II, 2017/18, 30 420, nr. 263.

5 Handelingen II 2017/18, nr. 56, item 23.

6 Kamerbrief reactie aanbevelingen corporate governance stelsel Commissie van Manen. Kamerstukken II, 2018/19, 31083, nr. 57.

7 Kamerstukken II, 2018/19, 32637, nr. 353.

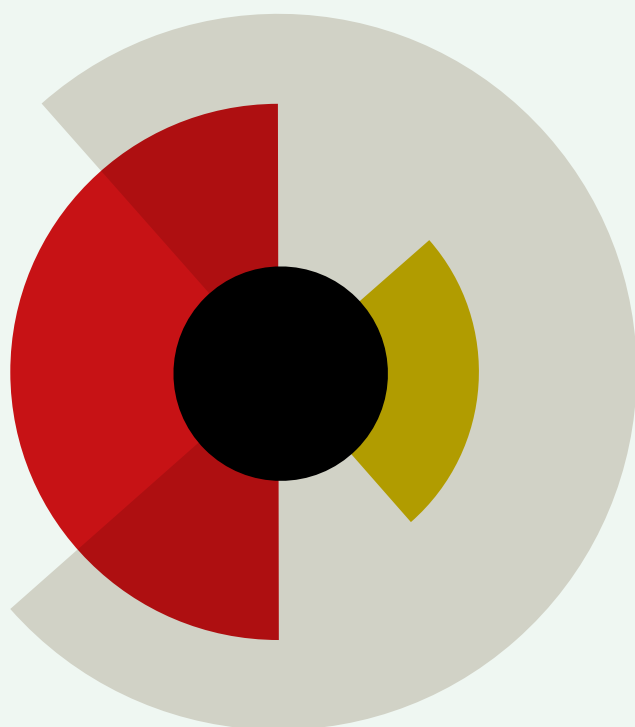
Dit informele netwerk van secretarissen van corporate governance code commissies is gericht op het uitwisselen van ervaringen en best practices. Het netwerk is in 2019 tweemaal bijeengekomen. De bijeenkomsten stonden bovenal in het teken van de implementatie van de Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid⁸ in de nationale wetgeving van de landen. Daarnaast is gesproken over de ontwikkelingen binnen de Europese Unie en de activiteiten van de European Securities and Markets Authority (ESMA).

1.4 Vooruitblik 2020

Deze eerste monitoring van de herziene Code levert de nodige aandachtspunten op. Bij het nalevingsonderzoek over boekjaar 2019, zal de Commissie speciale aandacht geven aan de observaties die zij in deze evaluatie heeft opgedaan. De Commissie heeft het inzetten van focusgroepen als waardevol ervaren en zal deze ook volgend jaar inzetten. Ook de monitoring van naleving door niet-beursgenoteerde vennootschappen die publiekelijk hebben verklaard de Code na te leven, zal volgend jaar worden voortgezet.

De Commissie zal in 2020 een aantal bijeenkomsten organiseren met de schragende partijen en andere stakeholders om inzichten en ervaringen uit te wisselen over de Code.

8 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.



HOOFDSTUK 2

NALEVING BOEKJAAR 2018

2.1 Inleiding

In opdracht van de Commissie heeft SEO de naleving door beursgenoteerde vennootschappen van de Code voor het boekjaar 2018 onderzocht. Het nalevingsonderzoek richt zich deze keer voor het eerst ook op de naleving van de Code door niet-beursgenoteerde organisaties die publiekelijk hebben verklaard de Code na te leven.

Zoals eerder gezegd, vennootschappen leven de Code na volgens het ‘pas toe of leg uit’-principe. De Code wordt nageleefd indien een principe of bepaling uit de Code door een vennootschap wordt toegepast (“toepassing”) of indien er door een vennootschap wordt gemotiveerd waarom een bepaling niet wordt toegepast (“gemotiveerde afwijking”). Afwijking van een bepaling (dat wil zeggen: niet-toepassing) zonder motivering in het jaarverslag geldt als niet-naleving.

De Code is sinds 1 januari 2017 in werking en vervangt de Code 2008. De Code is anders van opzet dan de Code 2008. De hoofdstukindeling van de Code 2008 correspondeerde met de verschillende organen van de vennootschap. De Code is nu thematisch geordend, waarbij telkens de bepalingen per onderwerp (bijvoorbeeld: beloningen) zijn gegroepeerd. Daarnaast is een aantal nieuwe bepalingen toegevoegd. Door deze wijzigingen is het lastig om de nalevingsscores over boekjaar 2018 één op één te vergelijken met de nalevingsmonitor over boekjaar 2016, welke betrekking had op de naleving van de Code 2008. Daar waar mogelijk en zinvol heeft de Commissie gepoogd een vergelijking te maken.

Het nalevingsonderzoek over boekjaar 2018 bestaat uit drie delen: het eigenlijke nalevingsonderzoek middels een bureauonderzoek, een verdiepende enquête en – voor het eerst – twee focusgroepen ter reflectie op de enquêteresultaten. In de verdiepende enquête is ervoor gekozen om de belangrijkste wijzigingen in de Code te belichten: lange termijn waardecreatie, cultuur, beloningen van bestuurders, risicomanagement en diversiteit. Op enkele aanpassingen na, is door SEO dezelfde methodiek gehanteerd als bij het nalevingsonderzoek over boekjaar 2016.

In aanvulling op de enquête hebben de onderzoekers in twee focusgroepen gesproken met in totaal tien beursvennootschappen. In beide sessies waren twee leden van de monitoringcommissie aanwezig. Deze sessies hadden tot doel om de resultaten uit de enquête nader te duiden en in meer detail in te gaan op thema's en onderwerpen die zich vanwege de nuance of gevoeligheid minder goed lenen voor een enquête. De Commissie heeft het inzetten van deze focusgroepen als zeer waardevol ervaren, zowel ten aanzien van de nadere duiding van de resultaten als ten aanzien van het contact met beursvennootschappen. In de komende jaren zullen dergelijke focusgroepen wederom onderdeel zijn van het nalevingsonderzoek.

Op verzoek van de Commissie heeft SEO diepgaand onderzocht of er kruisverbanden bestaan tussen bepalingen in de Code die minder worden nageleefd en kenmerken van de vennootschappen. Hoewel de gerapporteerde kruisverbanden correlaties betreffen (en geen causale verbanden), is hieruit toch een aantal waardevolle inzichten te ontleenen (zie paragraaf 2.2.8). Dit onderzoek laat ook een aantal kwetsbaarheden in het nalevingsonderzoek zien, waardoor kanttekeningen kunnen worden geplaatst bij het hoge nalevingspercentage van de Code dat ook dit boekjaar weer is gerapporteerd (zie paragraaf 2.2.3).

Hierna volgt een overzicht van de belangrijkste uitkomsten van het door SEO uitgevoerde nalevingsonderzoek, de inzichten die de Commissie daaraan ontleent, de aanbevelingen van de Commissie voor naleving door de vennootschappen en de vervolgstappen die de Commissie zelf zal ondernemen. Voor een gedetailleerd overzicht van de onderzoeksresultaten alsook een toelichting op de methodologie en validatie van het onderzoek, verwijst de Commissie naar het onderzoeksrapport van SEO.⁹

2.2 Bureauonderzoek naleving boekjaar 2018

2.2.1 Onderzoekspopulaties en respons

De onderzoekspopulatie van het nalevingsonderzoek bestaat uit 93 vennootschappen die statutair in Nederland zijn gevestigd en aan de Nederlandse beurs staan genoteerd. In totaal hebben 81 van deze 93 beursgenoteerde vennootschappen deelgenomen aan de enquête (respons van 85%). Deze respons is hoger dan bij het vorige nalevingsonderzoek (72%). De Commissie streeft evenwel naar 100% respons en heeft derhalve in bijlage 3 een overzicht bijgevoegd van welke vennootschappen hebben deelgenomen aan de enquête.

Dit jaar zijn voor het eerst 15 niet-beursgenoteerde organisaties aangeschreven. Van deze 15 hebben er 10 deelgenomen aan de enquête en deze zijn ook meegenomen in het nalevingsonderzoek (respons 67%).

2.2.2 Algehele naleving

SEO rapporteert over het boekjaar 2018 een naleving van de Code door beursgenoteerde vennootschappen van 99,0%. De naleving bestaat voor 96,8% uit toepassing van bepalingen van de Code en voor 2,2% uit gemotiveerde afwijking. In 1,0% van de gevallen is niet-naleving geconstateerd. In dat geval passen vennootschappen bepalingen niet toe en wordt de afwijking niet, of niet op juiste wijze, gemotiveerd.

De naleving over boekjaar 2018 is daarmee fractioneel hoger dan over boekjaar 2016, toen het nalevingspercentage op 98,8% lag. Het aantal bepalingen waarvan gemotiveerd wordt afgeweken is redelijk constant gebleven: 2,1% in 2016 versus 2,2% in 2018. Ook dit boekjaar worden rapportagebepalingen vaker niet nageleefd (3,3%) dan gedragsbepalingen (0%). Van gedragsbepalingen wordt daarentegen vaker gemotiveerd afgeweken, te weten 2,3% (tegen 1,9% voor rapportagebepalingen), zie hiervoor tabel 2.1 van het SEO Rapport:

⁹ Naleving Corporate Governance Code: Meting over boekjaar 2018, SEO Economisch Onderzoek, te raadplegen via de website van de Commissie: www.mccg.nl.

Tabel 2.1 Naleving Code bijna 99 procent in boekjaar 2018.

		Totaal
Toepassing, waarvan		96,8%
Veronderstelde toepassing	75,6%	
Gemotiveerde afwijking		2,2%
Subtotaal naleving		99,0%
Niet-naleving		1,0%

n = 93 beursgenoteerde vennootschappen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

De Commissie is verheugd dat de naleving van de Code, in lijn met eerdere rapportages, navenant hoog is. Dit geeft aan dat beursgenoteerde vennootschappen goed met de herziene Code uit de voeten kunnen en deze ook in acht nemen. Op basis van met name het onderzoek naar kruisverbanden tussen bepalingen is bij het hoge nalevingspercentage wel een aantal kanttekeningen te maken.

2.2.3 Kanttekeningen bij hoge naleving

Het nalevingsonderzoek maakt onderscheid tussen de naleving van gedragsbepalingen (ca. 70% van de bepalingen) en rapportagebepalingen (ca. 30% van de bepalingen). Naleving van rapportagebepalingen is per definitie controleerbaar, doordat er kan worden nagegaan of er daadwerkelijk is gerapporteerd. Dat geldt niet voor gedragsbepalingen. Door het 'pas toe of leg uit'-beginsel, geldt alleen afwijking van de Code zonder motivering als niet-naleving. In het geval de beursvennootschap niet aangeeft dat van een gedragsbepaling wordt afgeweken, is als gevolg van de aanname dat de vennootschap deze bepaling naleeft sprake van naleving (*veronderstelde* toepassing). Het is daarom niet verwonderlijk dat de rapportagebepalingen een hoger percentage niet-naleving laten (3,3%) zien dan gedragsbepalingen (0%).

Bij de hoge naleving van gedragsbepalingen kunnen dus kanttekeningen worden geplaatst. Het bureauonderzoek toont bijvoorbeeld aan dat alle beursgenoteerde vennootschappen gedragsbepaling 2.5.1 naleven (geen gemotiveerde afwijkingen). Deze bepaling stelt dat het bestuur verantwoordelijk is voor het vaststellen van de waarden die bijdragen aan een cultuur gericht op lange termijn waardecreatie en deze bespreekt met de raad van commissarissen. Uit de enquête blijkt echter dat in 7% van de gevallen het onderwerp cultuur niet wordt besproken in het bestuur en in 10% van de gevallen niet in de raad van commissarissen. Op basis van deze uitkomst zijn vraagtekens te plaatsen bij de 100% naleving van gedragsbepaling 2.5.1. Iets soortgelijks doet zich voor bij principe 1.1 'Lange termijn waardecreatie'. De uitkomsten van de enquête op dit thema laten zien dat bij een aantal beursgenoteerde vennootschappen lange termijn waardecreatie slechts deels is ingebed bij het bestuur en de raad van commissarissen, hetgeen niet strookt met de 100% toepassingscore die bij principe 1.1 wordt genoteerd.

Deze kanttekeningen zijn het gevolg van het beginsel van 'pas toe of leg uit'. Dat dit een significante kwetsbaarheid betreft, volgt uit het feit dat nu ca. 70% van de Code uit gedragsbepalingen bestaat. Het gevolg is dat een groot deel van de naleving van de Code (75,6%) *veronderstelde* toepassing betreft (zie tabel 2.1 hiervoor). De geconstateerde incongruenties zijn aanleiding voor de Commissie om voor de komende periode te onderzoeken of aanpassingen dienen te worden gedaan in de onderzoeksmethodiek of de rapportage van de bevindingen, bijvoorbeeld door meer focus te leggen op onderzoek naar de kwaliteit van de redenen voor gemotiveerde afwijking van bepalingen. In ieder geval is duidelijk dat voor adequate monitoring, de verdiepende enquête een belangrijk instrument is. Om die reden streeft de Commissie naar 100% respons en verzoekt zij de vennootschappen daarmee voor volgende boekjaar rekening te houden. Vennootschappen die dit jaar aan de enquête hebben deelgenomen worden verder aangespoord zelf na te gaan of dergelijke incongruenties bestaan voor de eigen vennootschap en hierop actie te ondernemen, zodat in de volgende monitorrapportage dit soort tegenstrijdigheden in de rapportage worden voorkomen.

Tot slot constateert de Commissie dat ook de beantwoording van de vragen in de enquête niet altijd de vereiste aandacht krijgt van de vennootschappen, waardoor de uitkomsten aan kwaliteit inboeten. Zo wordt opvallend vaak geantwoord met 'weet niet', waardoor naleving niet is te controleren. Voorbeelden zijn dat 11% van de vennootschappen aangeeft niet te weten of gebruik wordt gemaakt van de zogenaamde *integrated reporting methode*, vier vennootschappen aangeven dat ze niet weten of er een variabele beloning is toegekend, drie rapporteren niet te weten of er een overnamebod is gedaan en drie vullen in niet te weten of een vennootschap een medezeggenschapsraad heeft. De misschien wel meest verontrustende 'weet niet' antwoorden betreffen de enquêtevraag naar de mate waarin het langetermijnperspectief is ingebed bij de raad van commissarissen en het bestuur. Twee vennootschappen geven aan niet te weten in welke mate dat het geval is. De Commissie leidt hieruit af dat de enquête niet altijd wordt ingevuld door de juiste personen, en spoort de beursgenoteerde vennootschappen aan bij de volgende rapportage ook hieraan aandacht te besteden.

2.2.4 Naleving per beursindex

De Amsterdamse effectenbeurs bestaat uit drie indexen. De grootste 25 aandelenfondsen zijn genoteerd aan de AEX, de daaropvolgende 22 aan de AMX (*midcap*) en de 25 daarna aan de ASX (*smallcap*). De overige zogenoemde 'lokale fondsen' zijn wel beursgenoteerd, maar niet opgenomen in een index. De naleving is hoger onder AEX-genoteerde vennootschappen dan onder de vennootschappen genoteerd op de andere indices. De vuistregel lijkt 'hoe groter de vennootschap, hoe beter de naleving'. Dit is niet onverwacht, maar verschilt wel met het nalevingsonderzoek over 2016 toen de *midcap* gemiddeld de beste nalevingsscore behaalde. De lokaal genoteerde vennootschappen kennen een substantieel hogere niet-naleving dan de andere beursgenoteerde vennootschappen. Dit was ook in 2016 reeds het geval. Hoewel de Commissie begrip heeft voor het feit dat deze vennootschappen een kleiner omvang hebben, spoort de Commissie de lokaal genoteerde vennootschappen toch aan om hier werk van te maken.

2.2.5 Naleving op thema niveau

De Code kent 5 thema's (hoofdstukken) die ieder een aantal principes kennen, die vervolgens zijn uitgewerkt in *best practice* bepalingen. De thematische ordening van de Code laat duidelijker dan voorheen zien dat niet-naleving van de Code zich op een aantal thema's concentreert. Dit staat in contrast met de naleving over boekjaar 2016 toen de hoofdstukindeling van de Code 2008 correspondeerde met de verschillende organen van de vennootschap. Niet-naleving leek toen evenwichtig verdeeld over deze organen, terwijl nu duidelijk wordt dat bepaalde thema's meer aandacht nodig hebben – los van de organen van de vennootschap. Tabel 2.2 van het SEO Rapport gaat hier nader op in.

Tabel 2.2 Beloningsbeleid, samenstelling en omvang, en informatieverschaffing minst nageleefd.

	Toepassing	Gemotiveerde afwijking	Niet naleving
3.4 Verantwoording beloningsbeleid	91,4%	3,2%	5,4%
2.1 Samenstelling en omvang	94,1%	3,6%	2,3%
4.2 Informatieverschaffing en voorlichting	94,5%	3,5%	2,0%
2.5 Cultuur	98,0%	0,3%	1,7%
2.2 Benoeming, opvolging en evaluatie	95,8%	2,7%	1,5%
2.4 Besluitvorming en functioneren	98,2%	0,6%	1,2%
4.1 De algemene vergadering	97,9%	1,2%	0,8%
4.4 Certificering van aandelen	98,9%	0,3%	0,8%
2.3 Inrichting RvC en verslag	95,8%	3,5%	0,7%
1.1 Lange termijn waardecreatie	99,2%	0,2%	0,6%
2.6 Misstanden en onregelmatigheden	99,5%	0,0%	0,5%
5.1 One-tier bestuursstructuur	98,9%	0,7%	0,4%
2.7 Voorkomen belangenverstrengeling	98,8%	1,1%	0,2%
1.3 Interne audit functie	91,1%	8,8%	0,1%

n = 93 beursgenoteerde vennootschappen.

Uit het onderzoek blijkt dat naleving relatief het laagst is op de thema's 'Beloningen' en 'Effectief bestuur en toezicht'. Binnen het thema Beloningen kent vooral het principe 3.4 'Verantwoording beloningsbeleid' een relatief hoge niet-naleving (5,4%). Binnen het thema 'Effectief bestuur en toezicht' zijn het de principes 2.1 'Samenstelling en omvang' en 2.5 'Cultuur' die naar verhouding het minst worden nageleefd. Dit is in lijn met het beeld van het nalevingsonderzoek over boekjaar 2016, waar deze thema's ook minder goed werden nageleefd. Opvallend is dat de relatief lage naleving op deze thema's niet wordt veroorzaakt door het hoge aandeel rapportagebepalingen.

Overigens is de verwachting dat de geconstateerde niet-naleving van principe 3.4 'Verantwoording uitvoering beloningsbeleid' vanaf de monitoringsperiode over boekjaar 2020 zal komen te vervallen. Ingevolge de Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders dient het beloningsbeleid dan ten minste iedere vier jaar door de algemene vergadering te worden vastgesteld en dient jaarlijks een beloningsverslag aan de algemene vergadering te worden voorgelegd.¹⁰

¹⁰ Wet van 6 november 2019 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L 132), Stb. 2019, 423.

2.2.6 Naleving op best practice bepaling niveau

Op *best practice* niveau zijn de vaakst niet-nageleefde bepalingen over het boekjaar 2018 in onderstaande tabel weergegeven. Dit zijn allen rapportagebepalingen. De vaakst niet-nageleefde bepalingen over het boekjaar 2018 staan weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 2.3 Bepalingen met minder dan 95 procent naleving.

	Toepassing	Gemotiveerde afwijking	Niet naleving
4.2.2 Beleid bilaterale contacten	84,9%	2,2%	12,9%
2.2.8 Verantwoording evaluatie RvC	86,4%	3,2%	10,4%
2.3.11 Verslag RvC	88,2%	3,2%	8,6%
2.1.6 Verantwoording over diversiteit	86,7%	4,9%	8,4%
3.4.2 Overeenkomst bestuurder	87,1%	5,4%	7,5%
2.5.4 Verantwoording over cultuur	92,5%	0,5%	7,0%
2.3.3 Reglementen van commissies	82,8%	10,8%	6,5%
2.4.4 Aanwezigheid RvC	91,4%	2,2%	6,5%
3.4.1 Remuneratierapport	91,1%	3,1%	5,8%
1.1.4 Verantwoording bestuur	93,5%	1,1%	5,4%

n = 93 beursgenoteerde vennootschappen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

De minst nageleefde bepaling (12,9 % niet-naleving) is bepaling 4.2.2, welke voorschrijft dat elke vennootschap beleid op hoofdlijnen inzake bilaterale contacten met aandeelhouders moet formuleren en op de website dient te plaatsen. Ook in boekjaar 2016 was dit de slechts nageleefde bepaling (16% niet-naleving).

De Commissie benadrukt dat een beleid betreffende bilaterale contacten met aandeelhouders en de transparantie daarover een actieve dialoog met de aandeelhouders stimuleert, dit nog los van het feit dat wet- en regelgeving de vennootschappen hiertoe verplicht.

Zowel nationaal (de Stewardship Code van Eumedion) als internationaal, zijn er ontwikkelingen waar te nemen die erop zijn gericht om de communicatie tussen (institutionele) aandeelhouders en beursvennootschappen te verbeteren. Daarbij ligt de nadruk op verantwoord en betrokken aandeelhouderschap door beleggers, maar een goede dialoog is uiteraard altijd tweerichtingsverkeer, waarbij ook beursvennootschappen zich voor de communicatie met aandeelhouders (en andere stakeholders) moeten inzetten.

In dat licht wil de Commissie in de volgende periode niet-naleving van bepaling 4.2.2 nader onderzoeken.

De een-na-minst-nageleefde bepaling is bepaling 2.2.8, die ziet op verantwoording over de evaluatie van de raad van commissarissen. Dit is opvallend; over het boekjaar 2016 was de naleving op deze bepaling hoger. Dit kan worden verklaard doordat de Code (anders dan de Code 2008) ook vraagt te rapporteren over wat er met de conclusies van deze evaluaties is gedaan. De Commissie roept op tot verbetering op dit punt.

De naleving van bepalingen met betrekking tot de rapportage van de raad van commissarissen is relatief laag (cf. bepaling 2.3.11). Er is relatief lage naleving vastgesteld van bepalingen 2.1.6. (verantwoording over diversiteit), 2.5.4 (verantwoording over cultuur), 2.4.4 (verantwoording aanwezigheid commissarissen bij vergaderingen), 2.3.3 (beschikbaarheid reglementen commissies van de raad van commissarissen). Een aantal van deze bepalingen (e.g. reglementen commissies) behoren traditioneel tot de slechter nageleefde bepalingen. Andere van deze bepalingen zijn gewijzigd (zoals verantwoording over diversiteit), of geheel nieuw (zoals cultuur).

Bepalingen die zien op (het afleggen van verantwoording over) de bezoldiging van het bestuur kenden ook in vorige jaren een relatief lage naleving. In het oog springt daarbij de bepaling die ziet op het remuneratierapport waarin de raad van commissarissen verantwoording aflegt over de uitvoering van het beloningsbeleid (bepaling 3.4.1 in de Code 2016 en bepaling II.2.13 in de eerdere Code). Deze bepaling werd in 2015 het slechtst nageleefd en stond in 2016 op de tweede plaats met een niet-naleving van bijna 11%. De niet-naleving is aanzienlijk verbeterd (5,8%), waarschijnlijk doordat de vereisten zijn vereenvoudigd (in de vorige Code waren er nog 10 uitgebreide subbepalingen en in de Code 2016 nog slechts 6 veel kortere bepalingen). Toch heeft de versimpeling van de best practice bepaling nog niet geleid tot betere naleving van alle subbepalingen: beursgenoteerde vennootschappen doen nog altijd niet op inzichtelijke wijze verslag van scenarioanalyses die in overweging zijn genomen (niet naleving bedraagt 19,4%) en 21,3% geeft geen inzicht in de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (waarbij bovendien 15,5% de afwijking ook niet nader motiveert). Voor 3.4.2 geldt echter dat de bepaling een stuk gedetailleerder is in vergelijking met de Code 2008. De niet-naleving is mogelijk om die reden in vergelijking met boekjaar 2016 sterk verslechterd van 4,2% naar 7,5%.

De Commissie constateert dat een aantal van de minst nageleefde bepalingen betrekking heeft op nieuwe elementen van de Code, bijvoorbeeld bepalingen 1.1.4 'Verantwoording bestuur lange termijn waardecreatie' (5,4% niet-naleving), 2.5.4 'Verantwoording over cultuur' (7,0% niet-naleving), 2.1.6 'Verantwoording over diversiteit' (8,4% niet-naleving), 3.4.1 'Verantwoording bezoldigingsbeleid in remuneratierapport', waaronder de beloningsverhouding (5,8% niet-naleving). Ook hier zijn het de lokale fondsen die in verhouding de meeste niet-naleving laten zien (van de in deze alinea genoemde bepalingen is de niet naleving 13,3%, 20,0%, 22,0%, resp. 15,7%).

2.2.7 Gemotiveerde afwijking van bepalingen

De bepalingen waar het vaakst gemotiveerd van wordt afgeweken, staan in tabel 2.4.

Tabel 2.4 Bepalingen met meer dan 5 procent gemotiveerde afwijking.

Bepaling	Toepassing	Gemotiveerde afwijking	Niet naleving
4.2.3 Bijeenkomsten en presentaties	78,5%	21,5%	0,0%
2.2.1 Benoeming en zittingsduur bestuurders	81,7%	18,3%	0,0%
4.3.3 Bindend karakter voordracht of ontslag	83,9%	16,1%	0,0%
3.2.3 Ontslagvergoeding bestuurders	86,0%	14,0%	0,0%
1.3.1 Benoeming en ontslag interne auditfunctie	88,2%	11,8%	0,0%
2.3.3 Reglementen commissies	82,8%	10,8%	6,5%
2.3.4 Samenstelling commissies	88,2%	10,8%	1,1%
1.3.3 Werkplan interne auditfunctie	89,2%	10,8%	0,0%
2.3.10 Secretaris van de vennootschap	90,1%	9,9%	0,0%
1.3.2 Beoordeling interne auditfunctie	90,3%	9,7%	0,0%
1.3.4 Werkzaamheden interne auditfunctie	90,3%	9,7%	0,0%
1.3.5 Rapportage interne auditfunctie	90,3%	9,7%	0,0%
2.1.7 Onafhankelijkheid RvC	91,4%	8,6%	0,0%
1.3 Interne auditfunctie	92,5%	7,5%	0,0%

n = 93 beursgenoteerde vennootschappen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

De meest uitgelegde bepaling (4.2.3) ziet op de manier waarop aandeelhouders bijeenkomsten en presentaties gelijktijdig kunnen volgen. Net als in voorgaande jaren leggen vennootschappen veelvuldig uit welke manieren ze hiervoor bieden en welke niet. Ook van de bepalingen over de maximale benoeming en zittingsduur van bestuurders (2.2.1) en het bindend karakter van voordracht of ontslag (4.3.3.) wordt zowel in 2018, als in voorgaande jaren relatief vaak gemotiveerd afgeweken. Net zoals over boekjaar 2016 wordt ook vaak gemotiveerd afgeweken van de maximering van de ontslagvergoeding van een bestuurder (14,0% in 2018). Met name AEX-fondsen wijken vaak gemotiveerd af van de maximale vertrekvergoeding. Het monitoringsonderzoek geeft geen inzicht in de reden voor deze gemotiveerde afwijking, in volgende periode zal de Commissie ook naar de kwaliteit van de gegeven uitleg kijken.

Vennootschappen kiezen tot slot regelmatig voor een alternatieve invulling van de interne auditfunctie. Alle (sub)bepalingen over de interne auditfunctie komen terug in de 'toplijst' van meest uitgelegde bepalingen; de enige uitzondering is bepaling 1.3.6. Niet verassend is dat de lokale fondsen vaker gemotiveerd afwijken dan de grotere beursgenoteerde vennootschappen (gemiddeld is in circa een kwart van de gevallen sprake van gemotiveerde afwijking; en is geen niet-naleving, terwijl dat bij AEX-fondsen nooit het geval is (100% naleving) en de gemotiveerde afwijking bij AMX en AScX onder de 9,1% resp. 4,5% blijft). De Commissie ziet hier dat de lokale fondsen werk hebben gemaakt van de verantwoording omtrent de interne auditfunctie.

2.2.8 Correlatie tussen de naleving van bepalingen en kenmerken vennootschappen

Op verzoek van de Commissie heeft SEO verdiepend onderzoek verricht naar mogelijke kruisverbanden tussen niet-naleving van bepalingen en kenmerken van de beursgenoteerde vennootschappen. Hoewel de gevonden verbanden correlaties betreffen (en dus nog geen causaliteit aantoont), levert dit de volgende inzichten op:

- › Vennootschappen met een raad van commissarissen van minimaal vier commissarissen blijken de principes cultuur en verantwoording beloningsbeleid beter na te leven. Het principe dat ziet op de certificering van aandelen leven zij juist slechter na.
- › Indien een vennootschap niet voldoet aan haar eigen diversiteitsdoelstelling is dat zichtbaar niet alleen in de naleving over samenstelling en omvang (van het bestuur en raad van commissarissen), maar ook in naleving op thema's cultuur, verantwoording van het beloningsbeleid en besluitvorming en functioneren.
- › Het hebben van een *executive committee* hangt positief samen met naleving op thema's als cultuur en verantwoording van beloningsbeleid.
- › Ook het hebben van een medezeggenschapsorgaan hangt positief samen met cultuur en verantwoording over beloningen, net zoals met naleving op het gebied van de samenstelling en omvang van het bestuur en het toezicht.
- › Het belonen van bestuurders in aandelen blijkt ten slotte positief samen te hangen met de naleving op een aantal fronten, terwijl dat niet geldt voor het uitkeren van een variabele beloning.

Tot slot valt op dat slechts bepaalde thema's 'reageren' op verschillen in kenmerken van de vennootschappen. Met name de thema's cultuur, verantwoording van beloningsbeleid, de algemene vergadering en certificering van aandelen lijken te variëren met kenmerken van de vennootschap. Een mogelijke verklaring hiervoor is een compositie-effect (grotere vennootschappen en organisaties hebben vaker een *executive committee* en besteden ook meer aandacht aan cultuur). Een alternatieve interpretatie is dat deze thema's simpelweg de 'moeilijke' thema's in de code zijn waardoor de uitslagen hier sterker variëren. De Commissie zal in vervolg onderzoeken hier nader aandacht aan besteden.

2.2.9 Niet-beursgenoteerde organisaties

Uit het onderzoek onder de tien niet-beursgenoteerde organisaties blijkt dat gemiddeld genomen hun naleving van de Code hoger is dan die van beursgenoteerde vennootschappen (waarbij naleving hoger is dan de lokaal genoteerde vennootschappen, maar minder is dan de AEX, midcap en smallcap vennootschappen). Kanttekening hierbij is dat de niet-beursgenoteerde organisaties wat betreft rechtsvorm en omvang meer vergelijkbaar zijn met de AEX-genoteerde ondernemingen dan met de kleinere vennootschappen.

Thema's waarop niet-beursgenoteerde organisaties de Code gemiddeld genomen beter naleven dan beursgenoteerde vennootschappen zijn onder andere samenstelling en omvang bestuur, benoeming, opvolging en evaluatie, en cultuur. Mogelijk is de gemiddeld betere naleving een gevolg van de betrekkelijk kleine steekproef bij niet-beursgenoteerde organisaties hetgeen een selectie-effect kan impliceren (o.a. doordat alleen de 'beste' niet-beursgenoteerde organisaties zich zullen committeren aan de Code).

Het nalevingsgedrag verschilt verder van dat van beursgenoteerde vennootschappen op een aantal logische, maar ook een aantal opvallende principes. Enkele logische principes hebben betrekking op de relatie met de aandeelhouders en de certificering van aandelen. De relatie van niet-beursgenoteerde organisaties met hun aandeelhouders is anders waarmee veel bepalingen over dit thema niet van toepassing zijn, en niet-beursgenoteerde organisaties vaker gemotiveerd afwijken. Hetzelfde geldt voor principe 2.8 dat ziet op overnames. Wel opvallend is dat niet-beursgenoteerde organisaties minder vaak afwijken van de principes over de interne audit, over de rol, inrichting, evaluatie, samenstelling en omvang van het bestuur en toezicht, en de bezoldiging van bestuurders.

2.3 Verdiepend onderzoek naar belangrijkste wijzigingen

2.3.1 Inleiding

Dit boekjaar is er gekozen om door middel van de verdiepende enquête en focusgroepen de belangrijkste wijzigingen in de Code 2016 te belichten:

- › lange termijn waardecreatie
- › cultuur
- › beloningen van bestuurders
- › risicomanagement
- › diversiteitsbeleid.

2.3.2 Lange termijn waardecreatie

Principe 1.1 van de Code stelt dat het bestuur van de vennootschap verantwoordelijk is voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het bestuur dient zich te richten op de creatie van waarde op lange termijn en daarbij de belangen van alle betrokken stakeholders zorgvuldig af te wegen. De Code biedt vervolgens aanknopingspunten voor het opstellen van een strategie voor lange termijn waardecreatie, maar laat de invulling grotendeels aan de vennootschappen.

De Commissie is geïnteresseerd in hoe de respondenten het begrip 'lange termijn waardecreatie' binnen de vennootschap hebben ingevuld en geoperationaliseerd. Vrijwel alle vennootschappen geven aan dat de doelstelling van lange termijn waardecreatie is om zoveel mogelijk waarde te creëren voor de aandeelhouder, samenleving, klant en werknemer. Vrijwel alle vennootschappen geven verder aan dat het lange termijn perspectief grotendeels of volledig is ingebed in de meeste bedrijfsonderdelen. Voor het bestuur en raad van commissarissen geldt dit in nog sterkere mate.

Uit de focusgroepen blijkt dat de vennootschappen blij zijn met de nadruk die in de Code ligt op lange termijn waardecreatie. Het helpt bij het concretiseren van een visie voor de vennootschap en fungeert als

‘haakje’ om het onderwerp intern te blijven bespreken. Vennootschappen vinden het prettig dat de invulling lange termijn waardecreatie door de Code grotendeels open wordt gelaten, waardoor zij in staat zijn een eigen functionele invulling te geven die is afgestemd op de specifieke context van de vennootschap.

De vennootschappen is vervolgens gevraagd naar het relatieve belang van een aantal aspecten in de visie van de vennootschap op lange termijn waardecreatie. Beursgenoteerde vennootschappen zien het behalen van de operationele en financiële doelstellingen en het behartigen van de belangen van stakeholders als de belangrijkste aspecten in de visie van de vennootschap op lange termijn waardecreatie. Ze hechten relatief minder belang aan aspecten als het beloningsbeleid, het bestrijden van corruptie en omkoping, mensenrechten en werkomstandigheden. Uit de focusgroepen komt naar voren dat vennootschappen deze laatste aspecten zien als een fundamenteel onderdeel van ondernemen. De vennootschappen achten het vanzelfsprekend dat wet- en regelgeving wordt nageleefd en beschouwen dit dus niet als onderdeel van de visie op lange termijn waardecreatie.

De vennootschappen geven verder aan in de praktijk weinig problemen te ondervinden bij het afwegen van belangen van verschillende stakeholders. Deze liggen vaak in het verlengde van elkaar. Een aantal vennootschappen geeft desalniettemin aan dat aandeelhouders soms de nadruk blijven leggen op de korte termijn. Dit maakt de afweging van belangen van andere stakeholders complexer. Deze uitkomst lijkt te worden gestaafd door de uitkomsten wat betreft niet-beursgenoteerde organisaties, die in de visie op lange termijn waardecreatie relatief meer belang hechten aan de belangen van stakeholders en relatief minder aan operationele en financiële doelstellingen (zie verder ook paragraaf 2.3.7).

Tot slot is aan alle organisaties gevraagd of zij in hun jaarverslag of op de website rapporteren over hoe hun activiteiten bijdragen aan de zeventien duurzame ontwikkelingsdoelen (*Sustainable Development Goals* –SDGs). Uit de uitkomsten blijkt dat de helft van de beursgenoteerde vennootschappen rapporteert over de SDG's. De Commissie roept vennootschappen op deze vraag serieus te beantwoorden (zes vennootschappen geven aan niet te weten of over de SDG's wordt gerapporteerd).

2.3.3 Cultuur

Principe 2.5 van de Code 2016 stelt dat het bestuur verantwoordelijk is voor het vormgeven van een cultuur die is gericht op lange termijn waardecreatie van de vennootschap. Cultuur is in de Code gedefinieerd als de normen en waarden die impliciet en expliciet leidend zijn bij het handelen en het gedrag dat daaruit voortvloeit. Hoewel de Code cultuur adresseert, schrijft zij niet voor wat dit precies is of zou moeten zijn.

Uit het nalevingsonderzoek en de focusgroepen blijkt dat de beursgenoteerde vennootschappen in het algemeen het belang van cultuur goed inzien. Cultuur wordt grotendeels ‘van bovenaf’ ingegeven. *Leading by example* is door de organisaties bestempeld als de belangrijkste manier om aandacht te besteden aan cultuur. Het bestuur bepaalt de ‘kernwaarden’ van de vennootschap. Deze worden vervolgens uitgedragen middels cultuurprogramma's, in beoordelings- en functioneringsgesprekken en het beloningsbeleid. De deelnemers aan de focusgroepen zijn enthousiast over de positie die cultuur inneemt in de herziene Code. Dit zorgt voor de nodige urgentie om het onderwerp onder de aandacht te brengen van het bestuur. Deelnemers aan de focusgroepen geven verder aan dat commissarissen meer dan voorheen cultuur als onderdeel van de eigen toezichtstaak zijn gaan zien.

Cultuur is een nieuw en belangrijk thema in de Code. De Commissie constateert verheugd dat beursgenoteerde vennootschappen op de goede weg zijn, maar ook dat er nog veel ruimte is voor verbetering. Het is duidelijk dat voor cultuur belangrijke elementen nog niet bij alle respondenten even ver zijn doorgevoerd. Allereerst is opvallend dat het onderwerp cultuur in 7% van de gevallen niet wordt besproken in het bestuur en in 10% van de gevallen niet in de raad van commissarissen, zoals blijkt uit de enquête die SEO uitvoerde. Het is lastig in te zien hoe ‘van bovenaf’ invulling kan worden gegeven aan cultuur en voorbeeldgedrag kan

plaatsvinden als het onderwerp cultuur niet in bestuur en raad van commissarissen wordt besproken. Verder geeft slechts 41% van de beursgenoteerde vennootschappen aan over een cultuurprogramma te beschikken, 65% bespreekt cultuur in beoordelings- en functioneringsgesprekken, 62% brengt het aan de orde in diversiteitsdoelstellingen en slechts 38% in beloningsbeleid.

Het voorgaande strookt niet met wat de Commissie verwacht van beursgenoteerde vennootschappen. Cultuur is in de eerste plaats een zaak van het bestuur. Het bespreken in het bestuur en de raad van commissarissen is daarbij een essentieel en onmisbaar vereiste. De Commissie verwacht daarbij dat het bestuur aanstuurt op het implementeren en uitdragen van cultuur op alle niveaus van de onderneming en dat de raad van commissarissen hierop adequaat toezicht houdt.

2.3.4 Beloningen van bestuurders

Principe 3.1 van de Code stelt dat het beloningsbeleid voor bestuurders is gericht op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en rekening houdt met de interne beloningsverhoudingen binnen de onderneming. De Code laat de beursgenoteerde vennootschappen vrij in de invulling van beloningsverhoudingen en de wijze waarop hierover verslag wordt gedaan.

Aan de organisaties is gevraagd of de herziene Code aanleiding geweest is het beloningsbeleid van de vennootschap te wijzigen. 8% van de vennootschappen geeft aan dat de herziene Code aanleiding was het beloningsbeleid te wijzigen. Deze vennootschappen leggen meer focus op lange termijn doelstellingen. Dit lage percentage wordt genuanceerd door de deelnemers aan de focusgroepen, die aangeven het beloningsbeleid wel te hebben gewijzigd, maar dat de herziene Code daarvoor niet de directe aanleiding was, omdat hun beloningsbeleid reeds in overeenstemming was met de herziene Code.

Uit de focusgroepen blijkt dat er unaniem behoefte is aan een eenduidige definitie van 'interne beloningsverhoudingen' (bepalingen 3.1.2 (iii) en 3.4.1 (iv)). De deelnemers adviseren de Commissie zich aan te sluiten bij een reeds bestaande en breed gedragen internationale definitie. Tevens blijkt uit de focusgroepen dat de deelnemers van mening verschillen over het nut en de noodzaak van het rapporteren over een beloningsverhouding.

De Commissie constateert dat uit de enquête inderdaad naar voren komt dat beursgenoteerde vennootschappen bij gebrek aan een eenduidige definitie verschillende maatstaven hanteren, waardoor het niet mogelijk is om over de uitkomsten te rapporteren. De Commissie constateert verder dat ongeveer een derde van de beursgenoteerde vennootschappen in het geheel niet over de beloningsverhoudingen rapporteert. De Commissie is voornemens om mede op basis van de verkregen feedback een aanbeveling voor een eenduidige meetmethode te komen, mede in het licht van internationale ontwikkelingen en Europese wetgeving terzake.

Ten slotte is aan de vennootschappen gevraagd hoe zij omgaan met prestatiecriteria met een lange termijn karakter bij het vaststellen van korte termijn (jaarlijkse) beloningen. De meeste organisaties geven aan dat de korte termijn-doelstellingen zijn afgestemd op de lange termijn-doelstellingen. De uitgekeerde korte termijn (jaarlijkse) beloningen zijn daarmee automatisch een reflectie van het behalen van de lange termijn-doelstellingen. Andere organisaties geven aan dat er in het remuneratiebeleid onderscheid is gemaakt tussen de prestatiecriteria die gehanteerd worden voor het vaststellen van de korte termijn (jaarlijkse) beloning en de lange termijn beloning. Ook geven sommige organisaties aan dat er geen of slechts een beperkt gebruik wordt gemaakt van korte termijn variabele beloningen. Tot slot noemen vennootschappen het gebruik van 'hold-back' en 'claw-back' constructies. Onder 'hold back' wordt verstaan dat eerder toegekende variabele beloningen geheel of gedeeltelijk niet worden uitbetaald. 'Claw back' biedt de mogelijkheid eerder betaalde beloningen terug te vorderen.

2.3.5 Risicomanagement, met name terzake van nieuwe technologieën en veranderingen in business modellen

Principe 1.1 van de Code stelt dat het bestuur zich richt op lange termijn waardecreatie en daartoe een strategie opstelt, waarbij hij in ieder geval ook aandacht besteedt aan de 'kansen en risico's voor de vennootschap'. In de toelichting van de Code is opgenomen dat lange termijn waardecreatie verlangt van vennootschappen dat zij zich bewust zijn van en moeten anticiperen op ontwikkelingen in nieuwe technologieën en veranderingen in business modellen. De impact van technologische ontwikkelingen dient verder te worden meegenomen in de interne risicobeheersings- en controlesystemen (Principe 1.2) en bij bestuur en raad van commissarissen dient voldoende expertise terzake aanwezig te zijn.¹¹

Uit de enquête blijkt dat beursgenoteerde vennootschappen, na het behalen van de operationele en financiële doelstellingen en het behartigen van de belangen van stakeholders, nieuwe business modellen en technologische innovatie als belangrijke aspecten zien in hun visie op lange termijn waardecreatie. De vennootschappen is verder gevraagd welke risico's onderdeel zijn van het risicoprofiel van de vennootschap en wat hun relatieve belang is. De vennootschappen rapporteren dat het financieel en operationeel risico de twee belangrijkste onderdelen zijn in het risicoprofiel van vennootschappen. Er wordt relatief minder belang toegekend aan het risico van disruptie door nieuwe technologieën. Op de vraag op welke wijze er in het bestuur en de raad van commissarissen aandacht wordt besteed aan de kansen en risico's van de ontwikkeling van nieuwe technologieën en veranderingen in businessmodellen geven de respondenten aan dat dit (i) onderdeel is van de vaste agenda van het bestuur, raad van commissarissen en het managementteam, en (ii) dat er regelmatig een verantwoordelijk directeur of bijvoorbeeld een *Chief Innovation & Technology Officer* aansluit bij bestuursoverleg. In de focusgroepen geven vennootschappen aan nieuwe technologieën, maar ook cyberrisico voornamelijk te beschouwen als operationele risico's. De omgang met dit type risico's wijkt daarmee niet af van de wijze waarop het bestuur en raad van commissarissen andere operationele risico's beschouwen.

De beursgenoteerde vennootschappen is gevraagd de mate van expertise op dit terrein in hun bestuur en commissarissen te duiden. Opvallend is dat het merendeel van de beursgenoteerde vennootschappen aangeeft dat leden van de raad van commissarissen en het bestuur van de vennootschap (zeer) grote expertise zeggen te hebben op het gebied van risicomanagement en nieuwe business modellen. Op het gebied van cybersecurity beschikken zij relatief over minder zelf gerapporteerde expertise.

De Commissie heeft de indruk dat een deel van de vennootschappen de eigen kennis en kunde op deze terreinen overschat en daarentegen de risico's van disruptie door nieuwe technologieën onderschat. Overigens is zelfoverschatting van eigen kennis en kunde niet uniek.¹² Hetzelfde geldt voor de onderschatting van de langer termijn impact van nieuwe technologieën. De Commissie beveelt de vennootschappen aan deze onderdelen niet als operationele risico's te behandelen, maar als risico's die impact hebben op hun strategie voor lange termijn waardecreatie.

Tot slot is de beursgenoteerde vennootschappen gevraagd of zij gebruik maken van de *integrated reporting* methode. Inmiddels maakt ongeveer de helft van de beursgenoteerde vennootschappen (51%) gebruik van deze manier van rapporteren. De Commissie waardeert deze rapportage methode, omdat hierdoor de jaarrekening vanuit een breder perspectief wordt opgezet (vaak omschreven als *Environmental, Social & Governance, ESG*). De Commissie spoort de vennootschappen die volgens deze methode rapporteren aan bij de volgende rapportage de lange termijn waardecreatie (beter) in te bedden in deze methode.

¹¹ In de toelichting op best practice bepaling 2.1.4 inzake deskundigheid is expliciet opgenomen dat zowel in het bestuur als in de raad van commissarissen voldoende deskundigheid aanwezig moet zijn om tijdig kansen en risico's te signaleren die gepaard kunnen gaan met vernieuwingen in business modellen en technologieën.

¹² Dieteren, J., Groenewegen, J. en S. Hardeman (2018) 'Goed management doet ertoe, maar wat doet ertoe voor goed management?' Themabericht Rabobank (06 november 2018).

2.3.6 Diversiteit

Bepaling 2.1.5 stelt dat de raad van commissarissen verantwoordelijk is voor het opstellen van een diversiteitsbeleid voor de samenstelling van bestuur, raad van commissarissen en eventuele *executive committee*, waarbij concrete doelstellingen terzake worden gegeven en de relevante aspecten zoals nationaliteit, leeftijd, geslacht en achtergrond inzake opleiding en beroepservaring worden meegenomen. Bepaling 2.1.6 stelt onder meer dat de vennootschap rapporteert indien de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen afwijkt van de wettelijke streefcijfers.

Net als in boekjaar 2016, zijn ervaring, expertise en geslacht nog steeds de meest genoemde aspecten waarop het diversiteitsbeleid van de onderzochte vennootschappen stoelt. Bij beursgenoteerde vennootschappen wordt minder vaak dan bij het nalevingsonderzoek over boekjaar 2016 melding gemaakt van nationaliteit en etnische achtergrond (11,4% versus 15% in het rapport over 2016, waarbij opgemerkt wordt dat in het eerdere onderzoek alleen gevraagd werd naar het belang van nationaliteit en niet over etnische achtergrond). De Commissie benadrukt dat diversiteit meer is dan alleen genderdiversiteit. Ook aspecten als leeftijd, nationaliteit en etnische achtergrond zijn van belang om een diverse samenstelling van bestuur en raad van commissarissen te borgen.

Uit de nalevingsrapportage is de conclusie dat de bewustwording van het belang van diversiteit en de noodzaak daarop actief te sturen, toe lijken te nemen. 83% van de beursgenoteerde vennootschappen geeft aan de afgelopen twee jaar maatregelen te hebben genomen ter vergroting van de diversiteit aan de top, te weten het bestuur, raad van commissarissen en eventueel het executive committee. 95,1% heeft een diversiteitsbeleid. De verantwoording over dat beleid en de resultaten daarvan is echter vaak incompleet. De verantwoording over de wettelijke streefcijfers is in het algemeen kwalitatief beter dan de verantwoording over de overige aspecten van het diversiteitsbeleid.

Ten aanzien van bepaling 2.1.6 (rapportage over het wettelijk streefcijfer man/vrouw) constateert de Commissie dat vanaf 1 januari 2020 mogelijk een lacune in regelgeving ontstaat omdat per die datum de wettelijke bepaling inzake streefcijfers komt te vervallen. De Commissie gaat ervan uit dat het recente SER advies¹³ wordt omgezet in wetgeving, waardoor deze lacune zich niet voordoet. Voor zover zich toch een (tijdelijke) lacune voordoet, gaat de Commissie ervan uit dat de vennootschappen zich minimaal ook over boekjaar 2019 zullen blijven verantwoorden over afwijkingen van het huidige streefcijfer.

De Commissie constateert in dit verband dat het maatschappelijk draagvlak voor verderstreckende diversiteitsmaatregelen de afgelopen jaren is toegenomen. Ook het SER advies tot het instellen van het zogenaamde 'ingroeiquotum' voor raden van commissarissen wordt breed gedragen. Schragende partijen als Eumedion, VNO-NCW en de vakbeweging hebben aangedrongen op meer tempo en zichtbare resultaten. Van de zijde van investeerders worden diversiteitsverwachtingen opgenomen in het investeringsbeleid. Tegen deze achtergrond is de Commissie voornemens in de volgende nalevingsrapportage nadere suggesties te doen voor betekenisvolle verbetering van diversiteit aan de top. De Commissie neemt zich daarbij voor om niet alleen de resultaten van het eigen nalevingsonderzoek te beschouwen, maar ook andere bronnen te raadplegen.

2.3.7 Niet-beursgenoteerde organisaties

Aan de tien niet-beursgenoteerde organisaties die de enquête hebben ingevuld is gevraagd waarom zij de Code volgen. De meeste niet-beursgenoteerde organisaties geven aan de doelstellingen en inhoud van de Code als richtlijn te onderschrijven voor goede corporate governance. Ze stellen dat de in de Code opgenomen principes breed gedragen algemene opvattingen zijn over goede corporate governance. Deze principes bieden de organisaties handvatten om verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en

¹³ SER, SER-advies Diversiteit in de top, tijd voor versnelling (september 2019), te raadplegen via <https://www.ser.nl>.

aandeelhouder te reguleren. Ook geven organisaties aan als vooraanstaande partij het goede voorbeeld te willen geven of dat aandeelhouders van de organisatie verwachten dat deze zich aan de Code houdt.

De niet-beursgenoteerde organisaties geven aan goed uit de voeten te kunnen met de Code, mede dankzij het 'pas toe of leg uit'-principe. In bepaalde gevallen is de Code niet (volledig) toepasbaar, zoals bepalingen over beloning in aandelen, certificering van aandelen en relaties met institutionele beleggers. Daarnaast zijn de principes uit de Code niet altijd toepasbaar op andere rechtsvormen dan een naamloze vennootschap.

Uit de enquête blijkt dat niet-beursgenoteerde organisaties niet fundamenteel anders tegen de Code aan kijken dan beursgenoteerde vennootschappen. Dit blijkt ook uit de gemiddeld hogere nalevingsscores van niet-beursgenoteerde organisaties, zie paragraaf 2.2.9. Toch is er een aantal opvallende verschillen zichtbaar. Het valt de Commissie op dat niet-beursgenoteerde organisaties meer ruimte lijken te nemen om lange termijn waardecreatie breder te trekken. Niet-beursgenoteerde organisaties hechten bij de invulling van lange termijn waardecreatie meer aan de belangen van stakeholders, milieu en circulariteit (en relatief minder aan operationele en financiële doelstellingen) dan beursgenoteerde vennootschappen. Wat diversiteit betreft hechten niet-beursgenoteerde organisaties meer aan geslacht, leeftijd en etnische achtergrond (en juist minder aan competenties, ervaring en expertise). Verder maken zij vaker gebruik van cultuurprogramma's dan beursgenoteerde vennootschappen en is cultuur bij niet-beursgenoteerde organisaties vaker onderdeel van de medewerkerstevredenheidsenquêtes. Tot slot rapporteren zij vaker volgens de *integrated reporting methode* en zijn niet-beursgenoteerde organisaties meer beducht op cyberrisico's dan beursgenoteerde bedrijven.

De Commissie leidt hieruit af dat niet-beursgenoteerde organisaties wellicht minder druk van de markt ervaren bij het bepalen van hun strategie voor lange termijn waardecreatie dan beursgenoteerde vennootschappen en vraagt zich af of het feit dat een onderneming beursgenoteerd is een meer korte termijn perspectief in de hand werkt.

2.3.8 Belangrijkste aandachtspunten voor volgende monitoringsperiode

De Commissie is verheugd te constateren dat het nalevingsonderzoek laat zien dat beursgenoteerde vennootschappen in de regel goed met de herziene Code uit de voeten kunnen en deze ook in acht nemen. Wel is het monitoringsonderzoek aanleiding voor de Commissie om te onderzoeken of aanpassingen dienen te worden gedaan in onderzoeksmethodiek en rapportage, bijvoorbeeld door meer focus te leggen op onderzoek naar de kwaliteit van de redenen voor gemotiveerde afwijking van bepalingen. Duidelijk is daarbij dat voor een goede monitoring de verdiepende enquête een cruciaal instrument is, hetgeen aanleiding is voor de Commissie de vennootschappen niet alleen op te roepen tot een 100% deelname, maar ook meer aandacht te hebben voor de kwaliteit van de antwoorden. De Commissie ziet dat knelpunten in naleving van de Code zich vooral voordoen bij de lokale vennootschappen en zal het komend jaar een specifieke focusgroep organiseren om knelpunten en mogelijke oplossingen in kaart te brengen. De Commissie zal de komende periode een aanbeveling doen voor een eenduidige meetmethode ten aanzien van de interne beloningsverhouding. Voor de Commissie zijn aandachtspunten voor de komende tijd vooral de thema's lange termijn waardecreatie, cultuur, beleid bilaterale contacten met aandeelhouders, beloningen en diversiteit. Wat betreft lange termijn waardecreatie ziet de Commissie het als een positieve ontwikkeling dat inmiddels meer dan de helft van de vennootschappen rapporteert volgens de *integrated reporting methode* en de Commissie spoort de vennootschappen aan bij hun volgende rapportages de lange termijn waardecreatie in deze methode in te bedden. Tot slot verdient aanbeveling dat vennootschappen nieuwe technologieën en cyberrisico's niet behandelen als operationele risico's, maar als risico's die impact hebben op hun strategie voor lange termijn waardecreatie.

BIJLAGE 1: SAMENSTELLING

MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

Voorzitter

Mevrouw mr. P.F.M. van der Meer Mohr

Vicevoorzitter raad van commissarissen DSM NV

Voorzitter raad van commissarissen EY Nederland LLP

Non-executive director HSBC Holdings plc

Non-executive director Mylan NV

Voorzitter raad van toezicht Nederlands Dans Theater

Lid Commissie Kapitaalmarkt AFM

Lid selectiecommissie Hoge Raad der Nederlanden

Toehoorders

Mevrouw mr. N. ten Kate

Ministerie van Justitie en Veiligheid, directie Wetgeving en Juridische Zaken

De heer mr. M. Rookhuijzen

Ministerie van Financiën, directie Financiële Markten

Secretariaat

Mevrouw mr. C.M. Molkenboer

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, directie Ondernemerschap

Mevrouw mr. R.J.G. Kitaman

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, directie Ondernemerschap

Leden

Mevrouw prof. dr. B.E. Baarsma

Directievoorzitter Rabobank Amsterdam

Hoogleraar toegepaste economie Universiteit van Amsterdam

Voorzitter Bankraad De Nederlandsche Bank

Lid Nederlands Comité voor Ondernemerschap en Financiering

De heer mr. P.J. Gortzak

Hoofd Beleid Group Strategie en Beleid APG

Lid raad van toezicht CFK

Lid raad van toezicht Nationaal Register

De heer mr. S. Hepkema

Voorzitter raad van commissarissen Wavin NV

Lid raad van commissarissen SBM Offshore NV

Lid raad van commissarissen Koninklijke VolkerWessels NV

Lid bestuur VEVO

Voorzitter Nationale Stichting de Nieuwe Kerk

De heer drs. D.R. Hooft Graafland RA

Vicevoorzitter raad van commissarissen Wolters Kluwer NV

Lid raad van commissarissen Koninklijke Ahold Delhaize NV

Lid raad van commissarissen Koninklijke FrieslandCampina NV

Lid raad van commissarissen Lucas Bols NV

Voorzitter bestuur Stichting African Parks Foundation

Voorzitter bestuur Carré Fonds

Voorzitter Nationaal Fonds 4 en 5 mei

Mevrouw prof. mr. E.M.L. Moerel

Hoogleraar Global ICT Law Tilburg University

Senior of counsel Morrison & Foerster (Berlijn)

Lid Cyber Security Raad

Lid Commissie Governance van Kwaliteitsregistraties

Voorzitter raad van toezicht Mauritshuis

De heer drs. R.M.S.M. Munsters MiF

Supervisory board member UnibailRodamcoWestfield SE

Non executive director Moody's Europe

Lid raad van commissarissen PGGM Vermogensbeheer

Lid raad van toezicht Museum Boijmans van Beuningen

BIJLAGE 2

RELEVANTE NATIONALE EN INTERNATIONALE ONTWIKKELINGEN

Nationale ontwikkelingen

Verdere modernisering van het NV-recht

De Minister voor Rechtsbescherming werkt verder aan de modernisering van het ondernemingsrecht¹⁴ met de volgende initiatieven: de Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders¹⁵, het wetsvoorstel bedenktijd voor beursgenoteerde vennootschappen¹⁶, een analyse van een breder palet aan beschermingsmaatregelen, de aanpassing en terugvordering van bezoldiging van bestuurders, de Wet omzetting aandelen aan toonder en verdere modernisering van het NV-recht.

Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders

De in 2017 in werking getreden Europese Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid beoogt de betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance van beursvennootschappen verder te vergroten en de transparantie tussen beursvennootschappen en beleggers te bevorderen.¹⁷ Met de Wet langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders wordt de Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid omgezet in nationale regelgeving. De wetgever heeft getracht zoveel mogelijk aan te sluiten bij zowel bestaande wetgeving en zelfregulering als bij de tekst van de artikelen uit de richtlijn. De wet geeft onder meer de volgende aanvullende voorschriften:

- › Het bezoldigingsbeleid moet ten minste iedere vier jaar door de algemene vergadering worden vastgesteld. Het bezoldigingsbeleid dient bij te dragen aan de strategie van de vennootschap, de lange termijn belangen en duurzaamheid. De ondernemingsraad krijgt adviesrecht over het voorstel voor het bezoldigingsbeleid.
- › In het bezoldigingsbeleid moet een toelichting worden gegeven op de wijze waarop rekening is gehouden met de identiteit, missie en waarden van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, met de interne bezoldigingsverhoudingen van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming en met het maatschappelijk draagvlak.
- › De goedkeuring van het bezoldigingsbeleid vereist een meerderheid van minimaal 75% van de uitgebrachte stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders, tenzij de statuten een lagere meerderheid bepalen.
- › Beursgenoteerde vennootschappen worden verplicht jaarlijks een bezoldigingsverslag aan de algemene vergadering voor te leggen.
- › Het bezoldigingsverslag dient, naast de jaarlijkse verandering in de bezoldiging van de individuele bestuurders over minstens vijf boekjaren, informatie te bevatten over de ontwikkeling van de prestaties van de vennootschap en de gemiddelde bezoldiging van andere werknemers van de vennootschap dan de bestuurders gedurende die periode. Deze informatie dient gezamenlijk gepresenteerd te worden op een wijze die vergelijking mogelijk maakt.

14 Kamerstukken II, 2017/2018, 29 752, nr. 12.

15 Tezamen met de minister van Financiën.

16 Tezamen met de ministers van Economische Zaken en Klimaat en Financiën.

17 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

- › Vennootschappen worden verplicht om materiële transacties met verbonden partijen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen te onderwerpen en deze openbaar te maken.
- › Institutionele beleggers en vermogensbeheerders worden verplicht hun beleid inzake aandeelhoudersbetrokkenheid (“betrokkenheidsbeleid”) openbaar te maken. Stemadviseurs moeten voldoen aan transparantievoorschriften en een gedragscode.
- › Voor beursgenoteerde vennootschappen wordt de mogelijkheid verbeterd om aandeelhouders te identificeren in grensoverschrijdende situaties. Verder worden partijen in de bewaarketen verplicht om zorg te dragen dat informatie kan worden uitgewisseld tussen de beursgenoteerde vennootschap en de aandeelhouder en om de uitoefening van aandeelhoudersrechten te faciliteren.

De verplichtingen die voortkomen uit deze wet reiken verder dan de bepalingen in de Code en hebben deels ook overlap met hetgeen de Code hierover regelt. De wet is op 5 november 2019 in de Eerste Kamer aangenomen en treedt per 1 december 2019 in werking. De implementatietermijn van de richtlijn is hiermee overschreden (10 juni 2019). Naast Nederland hebben meer landen de implementatie in hun nationale wetgeving niet tijdig weten te realiseren, zoals bijvoorbeeld, Duitsland en België.

Wetsvoorstel bedenktijd beursgenoteerde vennootschappen

In 2017 is naar aanleiding van een aantal in het oog springende pogingen tot overname van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen een discussie op gang gekomen over ongewenste overnames en beschermingsmaatregelen. Het kabinet heeft in het regeerakkoord dat op 10 oktober 2017 is gepresenteerd een wettelijke bedenktijd aangekondigd van maximaal 250 dagen. De bedenktijd kan worden ingezet door een beursgenoteerde vennootschap die op de algemene vergadering van aandeelhouders te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging of vijandige overnames. De achterliggende gedachte is dat het bestuur van een onderneming bij een overnamepoging, of een voorstel van aandeelhouders om de strategie aan te passen, voldoende tijd en rust moet hebben om die plannen te beoordelen en daar andere stakeholders (bijvoorbeeld werknemers) in mee te nemen.

Het wetsvoorstel bedenktijd voor beursgenoteerde vennootschappen beoogt in de eerste plaats te codificeren dat het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, daaronder begrepen het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap. In de tweede plaats krijgt het bestuur de mogelijkheid om een bedenktijd in te roepen bij een dreigend ontslag als gevolg van het niet ingaan op wensen van aandeelhouders met betrekking tot de strategie of bij een dreigende (vijandige) overname. Het invoeren van de bedenktijd heeft tot gevolg dat de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen gedurende maximaal 250 dagen wordt opgeschort. Het wettelijk vastleggen van een bedenktijd kan gevolgen hebben voor de bepaling inzake de responstijd in de Code.

Het is op het moment van schrijven (eind november) niet bekend wanneer dit wetsvoorstel bij de Tweede Kamer wordt ingediend.

Strengere meldplicht voor aandeelhouders

Het kabinet is van plan de meldplicht voor aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen aan te scherpen middels een wijziging van de Wet op het financieel toezicht. Dit voornemen vloeit voort uit het regeerakkoord. Aandeelhouders moeten zich straks bekendmaken bij een belang van 2%. De grens ligt nu bij 3%. Op die manier hebben bedrijven en overige aandeelhouders beter zicht op het aandeelhoudersbestand, hetgeen de transparantie omtrent aandeelhouders en hun intenties zou moeten bevorderen. Het is op het moment van schrijven niet bekend wanneer dit wetsvoorstel bij de Tweede Kamer wordt ingediend.

Wetsvoorstel nadere beloningsmaatregelen financiële sector

Dit wetsvoorstel scherpt de regels aan over beloningen voor financiële ondernemingen in de Wet op het financieel toezicht. De maatregelen trachten perverse prikkels die verbonden zijn aan beloningen in de financiële sector te voorkomen en maatschappelijk draagvlak voor en het vertrouwen in de financiële sector als geheel te bevorderen. Deze maatregelen zijn aanvullend op de al van kracht zijnde beloningsmaatregelen.

De eerste maatregel ziet op de verplichting om aandelen die deel uitmaken van de vaste beloning, voor een periode van 5 jaar aan te houden. Als tweede maatregel wordt voorgesteld om financiële ondernemingen te verplichten in hun beloningsbeleid verantwoording af te leggen over de verhouding van de beloningen tot de maatschappelijk functie van de onderneming en de wijze van totstandkoming. De derde maatregel houdt een aanscherping in van de mogelijkheid tot afwijking van het bonusplafond door financiële ondernemingen voor niet-CAO personeel. Ook wat dit wetsvoorstel betreft is het nog niet bekend wanneer dit wordt ingediend bij de Tweede Kamer.

Wet op de ondernemingsraad i.v.m. de bevoegdheden van de ondernemingsraad inzake de beloningen van bestuurders

Grote ondernemingen (minstens 100 werknemers) moeten sinds 2019 jaarlijks een gesprek organiseren tussen bestuur en de ondernemingsraad over de ontwikkeling van de beloningsverhoudingen. De wetswijziging van de Wet op de ondernemingsraden moet zorgen voor meer overleg en transparantie ten aanzien van topbeloningen en de beloningsverschillen binnen de onderneming.¹⁸

Diversiteit

Middels de Wet bestuur en toezicht zijn 'grote' ondernemingen verplicht minimaal 30% vrouwen in hun bestuur en raden van commissarissen te hebben. Wanneer het streefcijfer niet wordt gehaald licht de onderneming dit toe in haar bestuursverslag. Deze regeling heeft een tijdelijk karakter en zal op 1 januari 2020 komen te vervallen. Het kabinet heeft aangekondigd dat het kabinet in 2019 de balans zal opmaken en dat bij onvoldoende voortgang het kabinet bereid is stevige maatregelen te nemen.¹⁹ Naar verwachting zal het kabinet voor het einde van het jaar aankondigen welke maatregelen zij beoogt.

Stewardship Code Eumedion

In 2018 heeft Eumedion, in de vorm van de Stewardship Code, een nieuwe versie gepresenteerd van haar in 2011 vastgestelde best practices voor betrokken aandeelhouderschap.²⁰ De Stewardship Code is vanaf 1 januari 2019 van kracht en richt zich op pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders die aandelen houden in Nederlandse beursvennootschappen en is opgesteld door Eumedion ten behoeve van haar leden.

De Stewardship Code roept deelnemers op om verantwoord invulling te geven aan hun aandeelhouderschap. Institutionele beleggers en vermogensbeheerders dienen een betrokkenheidsbeleid te hebben en te publiceren, in gesprek te gaan met de bedrijven waarin ze beleggen, samen te werken met andere aandeelhouders en hun stembeleid openbaar te maken. De Stewardship Code is in lijn met de verantwoordelijkheden die voor aandeelhouders gelden over transparantie rond het betrokkenheidsbeleid en stembeleid, zoals vastgelegd in de Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid. De Stewardship Code is niet bindend en is verder gebaseerd op het 'pas toe of leg uit'-beginsel.

18 Wet van 15 juni 2018 tot wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met de bevoegdheden van de ondernemingsraad inzake de beloningen van bestuurders (Stb. 2018, 221), Stb 2018, 426.

19 Kamerstukken II, 2017/18, 30 420, nr. 263.

20 Eumedion, Nederlandse Stewardship Code, te raadplegen via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code-nl-versie.pdf>.

Internationale ontwikkelingen

EU richtsnoeren voor de presentatie van het remuneratierapport

In het kader van haar Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid is de Europese Commissie bezig niet-bindende richtsnoeren op te stellen om tot een meer gestandaardiseerde presentatie te komen van de remuneratierapporten van Europese beursgenoteerde ondernemingen. Het doel van de richtsnoeren is het bijdragen aan duidelijke informatie over en een betere vergelijkbaarheid van de beloningen van individuele bestuurders. De richtsnoeren beogen, onder meer, een leidraad te geven voor de wijze van rapporteren over de jaarlijkse wijziging van de bezoldiging van elke individuele bestuurder, van de prestaties van de vennootschap en van de gemiddelde bezoldiging op voltijdse basis van werknemers van de vennootschap anders dan bestuurders over ten minste de vijf meest recente boekjaren. De Europese Commissie heeft aangekondigd om de richtsnoeren op korte termijn te willen publiceren.

Actieplan duurzame financiering

Duurzaamheid en de overgang naar een koolstofarme, zuinigere en circulaire economie zijn voor de Europese Unie cruciale elementen om het concurrentievermogen van de EU op lange termijn te waarborgen. Duurzame financiering speelt hierbij een belangrijke rol. De Europese Commissie heeft in maart 2018 het Action Plan for Sustainable Finance gepresenteerd.²¹ Dit plan bevat een pakket maatregelen, onder meer gericht op het bevorderen van duurzaam ondernemingsbestuur, het verminderen van kortetermijndenken op kapitaalmarkten en het verbinden van financiering en duurzaamheidsdoelstellingen. De Commissie heeft in het kader van dit actieplan de Europese toezichthoudende autoriteiten 'European Security and Markets Authority' (ESMA), 'European Banking Authority' (EBA) en 'European Insurance and Occupational Pensions Authority' (EIOPA), gevraagd om informatie te verzamelen en haar te adviseren over de overmatige korte termijn druk van kapitaalmarkten op ondernemingen.²² Eind 2019 wordt een rapport verwacht.

Ontwikkelingen in omliggende landen

Duitsland

De Duitse corporate governance code commissie heeft in 2019 haar herziene corporate governance code opgesteld.²³ Deze code zal pas in werking treden wanneer ook de Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid in Duitse wetgeving is geïmplementeerd, wat naar verwachting dit jaar zal plaatsvinden. De bepalingen zijn aangepast en gepubliceerd vooruitlopend op de implementatie.

De Duitse code blijft de nadruk op transparantie behouden. De herziene code onderstreept in de inleiding de maatschappelijke verantwoordelijkheid van bedrijven en hun bestuursorganen, het belang van sociale en omgevingsfactoren voor het succes van het bedrijf en de eis om de respectievelijke risico's en kansen in de strategie te overwegen. Deze verantwoordelijkheid houdt ook in dat rekening wordt gehouden met de acceptatie van de bezoldiging van de raad van bestuur bij het grote publiek. De Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid heeft geresulteerd in een aanpassing en uitbreiding van de bepalingen in de Duitse code ten aanzien van de remuneratie en het beleid daaromtrent. Een specifieke aanpassing is een betere definitie van het onafhankelijkheidscriterium ten aanzien van de raad van toezicht ("Aufsichtsrat").

21 Europese Commissie, Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM) 2018 97 final, d.d. 8.3.2018, te raadplegen via <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

22 ESMA, ESMA consults on short-termism in financial markets, te raadplegen via <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-short-termism-in-financial-markets>.

23 Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Vindplaats Deutscher Corporate Governance Kodex, te raadplegen via <https://dcgk.de/files/dcgk/usercontent/en/Consultations/2019/Code%202019/190522%20GCGC%202019.pdf>.

Frankrijk

De corporate governance code van Frankrijk voor grote en middelgrote ondernemingen (de AFEP-MEDEF Code) is voor de derde maal in vijf jaar tijd gewijzigd.²⁴ De werkgeversorganisaties Association Française des Entreprises Privées (AFEP) en Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) hebben het streven om de AFEP-MEDEF Code eenmaal per twee jaar te wijzigen, wat de Franse corporate governance code tot een van de meest veeleisende codes ter wereld maakt. De nieuwe, gewijzigde code bestendigt de rol van het bestuur in het bevorderen van lange termijn waardecreatie en de focus op ESG-factoren. Specifieke toevoegingen aan de code zijn: het bevorderen van aandeelhoudersoverleg met het bestuur, het bestendigen van de ethiek van bestuurders aangaande belangenverstrengeling, het vergroten van het aantal bestuurders dat medewerkers vertegenwoordigt, en het vereiste om een anti-discriminatie- en diversiteitsbeleid te implementeren, specifiek ten aanzien van een evenredige verdeling tussen mannen en vrouwen (en niet alleen op bestuursniveau).

Verenigd Koninkrijk

Het Verenigd Koninkrijk heeft in 2018 haar corporate governance code vernieuwd, ter bevordering van de transparantie en integriteit.²⁵ De UK Corporate Governance Code 2018 is korter en scherper, meer *'principle based'* en met een kleiner aantal bepalingen. Britse beursgenoteerde vennootschappen dienen het lange termijn bestendige succes van de onderneming te bevorderen, waarde voor aandeelhouders te creëren en een bijdrage aan de bredere samenleving te leveren. Meer specifiek wordt van bestuurders van Britse beursgenoteerde ondernemingen verwacht dat zij in het bestuursverslag meer informatie verschaffen over de wijze waarop zij de belangen van werknemers en andere stakeholders hebben betrokken bij het nemen van bestuursbesluiten. Andere aanpassingen zien op het verbeteren van de dialoog met aandeelhouders.

Naast de UK Corporate Governance Code 2018 is er de UK Stewardship Code 2020. Deze herziene versie van de Stewardship Code 2012 is in oktober 2019 in werking getreden.²⁶ De Stewardship Code richt zich op vermogensbeheerders, institutionele beleggers en stemkantoren en bevat principes ter bevordering van de betrokkenheid bij de vennootschappen waarin zij beleggen. Beleggers moeten een betrokkenheidsbeleid opstellen en rapporteren over hoe het betrokkenheidsbeleid is geïntegreerd in de beleggingsstrategie. De herziene Stewardship Code legt de nadruk op ESG factoren. Zo moeten beleggers aantonen hoe zij bijvoorbeeld klimaatverandering in hun beleggingsaanpak en engagementbeleid hebben geïntegreerd. De Stewardship Code kent een *'comply or explain'* systematiek en naleving is op vrijwillige basis.

België

België heeft in 2019 haar corporate governance code aangepast, resulterend in de "Code 2020".²⁷ Een belangrijke reden voor wijziging is het nieuwe Belgische Wetboek van vennootschappen welke in 2020 in werking zal treden. Dit nieuwe wetboek biedt Belgische vennootschappen de mogelijkheid om een dual bestuursmodel te voeren.

In algehele zin heeft de Commissie het gebruiksgemak van de Code 2020 bevorderd. De Commissie heeft het belang van duurzame waardecreatie versterkt, met een expliciete nadruk op de lange termijn, verantwoordelijk gedrag van alle lagen van de vennootschap en meer aandacht voor stakeholderbelangen. Dit uit zich ook in wijzigingen ten aanzien van het remuneratiebeleid, bijvoorbeeld door van leden van het uitvoerend management gedurende hun zittingstermijn te vragen een minimumaantal aandelen aan te houden. Een

24 Afep, Code Afep-MEDEF, te raadplegen via <https://afep.com/wp-content/uploads/2018/06/Afep-Medef-Code-revision-June-2018-ENG.pdf>.

25 FRC, UK Corporate Governance Code 2018, te raadplegen via <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>.

26 FRC, UK Stewardship Code 2020, te raadplegen via https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf.

27 Commissie Corporate Governance, Belgische Corporate Governance Code 2020, te raadplegen via https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/belgische_corporate_governance_code_2020.pdf.

andere specifiek gewijzigde bepaling is dat de Code 2020 aanmoedigt om de raad te laten evalueren of de vennootschap er baat bij heeft een *'relationship agreement'* met belangrijke of controlerende aandeelhouders aan te gaan.

Overige landen

Italië heeft in 2018 haar corporate governance code aangepast.²⁸ Voornaamste aanleiding hiervoor was de opname van een bepaling die vereist dat bestuursorganen van beursgenoteerde vennootschappen voor minstens 1/3e uit vrouwen dienen te bestaan. Een soortgelijke bepaling is in de wet vastgelegd, maar zal vanaf 2020 komen te vervallen.

In de Verenigde Staten hebben 181 CEO's van Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen, waaronder die van Amazon, Apple, Goldman Sachs, Exxon Mobile, Boeing en JP Morgan, recent een verklaring ondertekend van de Business Roundtable, een lobbyorganisatie voor het Amerikaanse bedrijfsleven.²⁹ In de verklaring pleit men ervoor dat de belangen van aandeelhouders niet langer moeten prevaleren boven de belangen van andere stakeholders, zoals klanten, werknemers, toeleveranciers en de lokale gemeenschappen.

Internationale organisaties

De OESO heeft in 2019 het Corporate Governance Factbook³⁰ geactualiseerd. Dit *factbook* geeft een overzicht van belangrijke corporate governance thema's (zoals bestuur en toezicht, beloningen, institutionele beleggers, transacties met verbonden partijen, benoeming en risicomanagement) en de invulling daarvan door verschillende landen in wet- en regelgeving en codes.

De Europese organisatie van vermogensbeheerders de European Fund and Asset Management Association, EFAMA, heeft op 1 juni jl., haar 'Stewardship Code' gepubliceerd.³¹ De Stewardship Code is een omvorming van haar in 2011 vastgestelde 'Code for External Governance'. De Stewardship Code geeft richtlijnen voor 'stewardshipactiviteiten', te weten het monitoren van de beursgenoteerde ondernemingen waarin de vermogensbeheerders beleggen, het voeren van dialogen met deze ondernemingen en het stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders.

28 Borsa Italiana, Codice di Autodisciplina, te raadplegen via <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/codiceeng2018.en.pdf>.

29 Business Roundtable, Statement on the Purpose of a Corporation, te raadplegen via <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf>.

30 OECD, OECD Corporate Governance Factbook – 2019, te raadplegen via www.oecd.org.

31 EFAMA, EFAMA Stewardship Code, te raadplegen via https://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/EFAMA%20Stewardship%20Code.pdf.

BIJLAGE 3

POPULATIE STEEKPROEF

Vennootschap/organisatie	Onderdeel van het nalevingsonderzoek	Meegedaan met enquête	Index
Aalberts NV	✓	✓	AEX
Aegon NV	✓	✓	AEX
Akzo Nobel NV	✓	✓	AEX
Heineken NV	✓	✓	AEX
IMCD NV	✓	✓	AEX
Koninklijke Ahold Delhaize NV	✓	✓	AEX
ASR Nederland NV	✓	✓	AEX
Koninklijke DSM NV	✓	✓	AEX
ABN AMRO Group NV	✓	✓	AEX
ASML Holding NV	✓	✓	AEX
Koninklijke KPN NV	✓	✓	AEX
Koninklijke Vopak NV	✓	✓	AEX
NN Group NV	✓	✓	AEX
Koninklijke Philips NV	✓	✓	AEX
Adyen	✓	✓	AEX
ING Groep NV	✓	✓	AEX
Randstad Holding NV	✓	✓	AEX
Unilever NV	✓	✓	AEX
Wolters Kluwer NV	✓	✓	AEX
Altice NV	✓		AMX
AMG Advanced Metallurgical Group NV	✓	✓	AMX
BE Semiconductor Industries NV	✓	✓	AMX
Koninklijke Boskalis Westminster NV	✓	✓	AMX
Corbion NV	✓	✓	AMX
Eurocommercial Properties NV	✓	✓	AMX
Fugro NV	✓	✓	AMX
Flow Traders NV	✓	✓	AMX
Arcadis NV	✓	✓	AMX
ASM International NV	✓	✓	AMX
Post NL NV	✓	✓	AMX
Koninklijke BAM Groep NV	✓	✓	AMX
OCI NV	✓	✓	AMX

SBM Offshore NV	✓	✓	AMX
TKH Group NV	✓	✓	AMX
Basic-Fit NV	✓	✓	AMX
GrandVision NV	✓	✓	AMX
Intertrust NV	✓	✓	AMX
Signify	✓	✓	AMX
Takeaway.com NV	✓	✓	AMX
TomTom NV	✓	✓	AMX
Wereldhave NV	✓		AMX
Accell Group NV	✓	✓	AScX
Alfen NV	✓	✓	AScX
Brunel International NV	✓	✓	AScX
Binckbank NV	✓	✓	AScX
Esperite NV*			AScX
Heijmans NV	✓	✓	AScX
KAS BANK NV	✓	✓	AScX
Amsterdam Commodities NV	✓	✓	AScX
Van Lanschot Kempen NV	✓	✓	AScX
Kendrion NV	✓		AScX
Kiadis Pharma NV	✓	✓	AScX
NV Nederlandse Apparatenfabriek NEDAP	✓	✓	AScX
NIBC holding NV	✓	✓	AScX
NSI NV	✓		AScX
Pharming Group NV	✓		AScX
Sif Holding NV	✓	✓	AScX
Vastned Retail NV	✓	✓	AScX
ForFarmers NV	✓	✓	AScX
Koninklijke Wessanen NV	✓	✓	AScX
Lucas Bols NV	✓	✓	AScX
Ordina NV	✓	✓	AScX
Sligro Food Group NV	✓	✓	AScX
VolkerWessels NV	✓	✓	AScX
AFC Ajax NV	✓	✓	Lokaal
Alumexx NV	✓	✓	Lokaal
AND International Publishers NV	✓	✓	Lokaal
Avantium NV	✓	✓	Lokaal
Batenburg Techniek NV	✓		Lokaal

Bever Holding NV	✓	✓	Lokaal
Core Laboratories NV	✓		Lokaal
Ctac NV	✓	✓	Lokaal
Curetis NV	✓	✓	Lokaal
Dutch Star Comp One NV	✓	✓	Lokaal
Envipco NV	✓	✓	Lokaal
Holland Colours NV	✓	✓	Lokaal
Hydratec Industries NV	✓	✓	Lokaal
ICT Group NV	✓	✓	Lokaal
IEX Group NV	✓		Lokaal
DPA Group NV	✓	✓	Lokaal
Ease2pay NV	✓	✓	Lokaal
Kardan NV	✓	✓	Lokaal
Koninklijke Brill NV	✓	✓	Lokaal
MKB Nedsense NV	✓	✓	Lokaal
Neways Electronics International NV	✓	✓	Lokaal
Novisource NV	✓		Lokaal
Oranjewoud NV*			Lokaal
RoodMicrotec NV	✓		Lokaal
Stern Groep NV	✓		Lokaal
TIE Kinetix NV	✓	✓	Lokaal
Value8 NV	✓	✓	Lokaal
Beter Bed Holding NV	✓	✓	Lokaal
DGB Group NV	✓	✓	Lokaal
Koninklijke Delftsch Aardewerk Fabriek NV	✓	✓	Lokaal
SnowWorld NV	✓	✓	Lokaal
De Volksbank	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Koninklijke FrieslandCampina NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Havenbedrijf Rotterdam NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
LyondellBasell Industries NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
NS NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
PWC NL	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Rabobank	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Royal Schiphol Group NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Royal HaskoningDHV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd
Alliander NV	✓	✓	Niet-beursgenoteerd

Bron: SEO Economisch Onderzoek

* Vennootschap heeft niet tijdig (per 1 juli 2019) een jaarverslag gepubliceerd en kon zodoende niet worden meegenomen in het nalevingsonderzoek

