



Monitoring Commissie
**CORPORATE
GOVERNANCE
CODE** Slotdocument

december 2017

secretariaat: Postbus 20401, 2500 EK Den Haag

www.mccg.nl

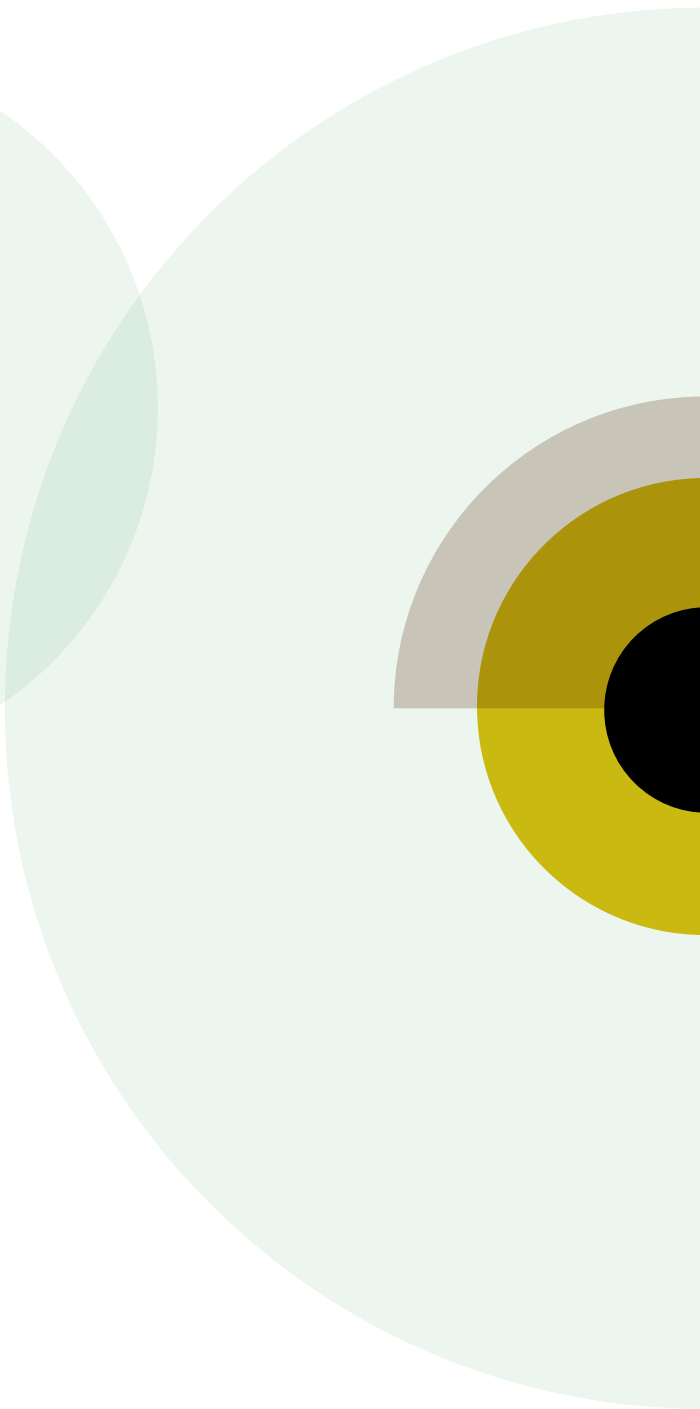
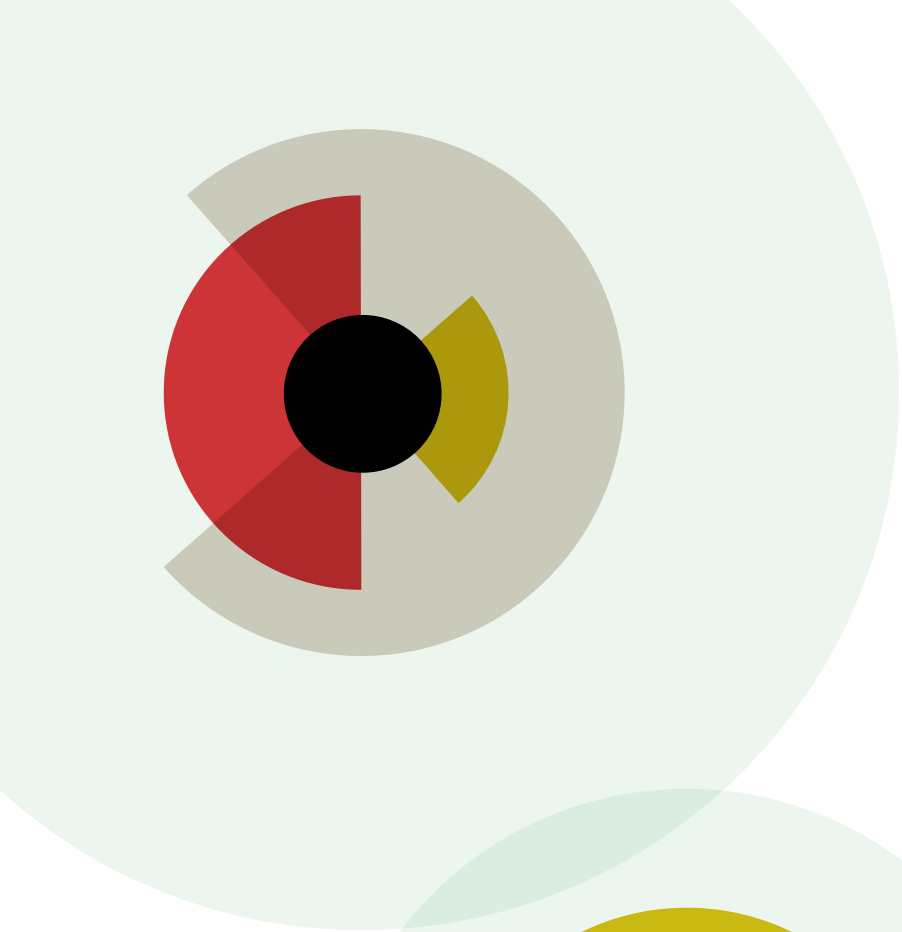


Monitoring Commissie
**CORPORATE
GOVERNANCE
CODE** Slotdocument

december 2017

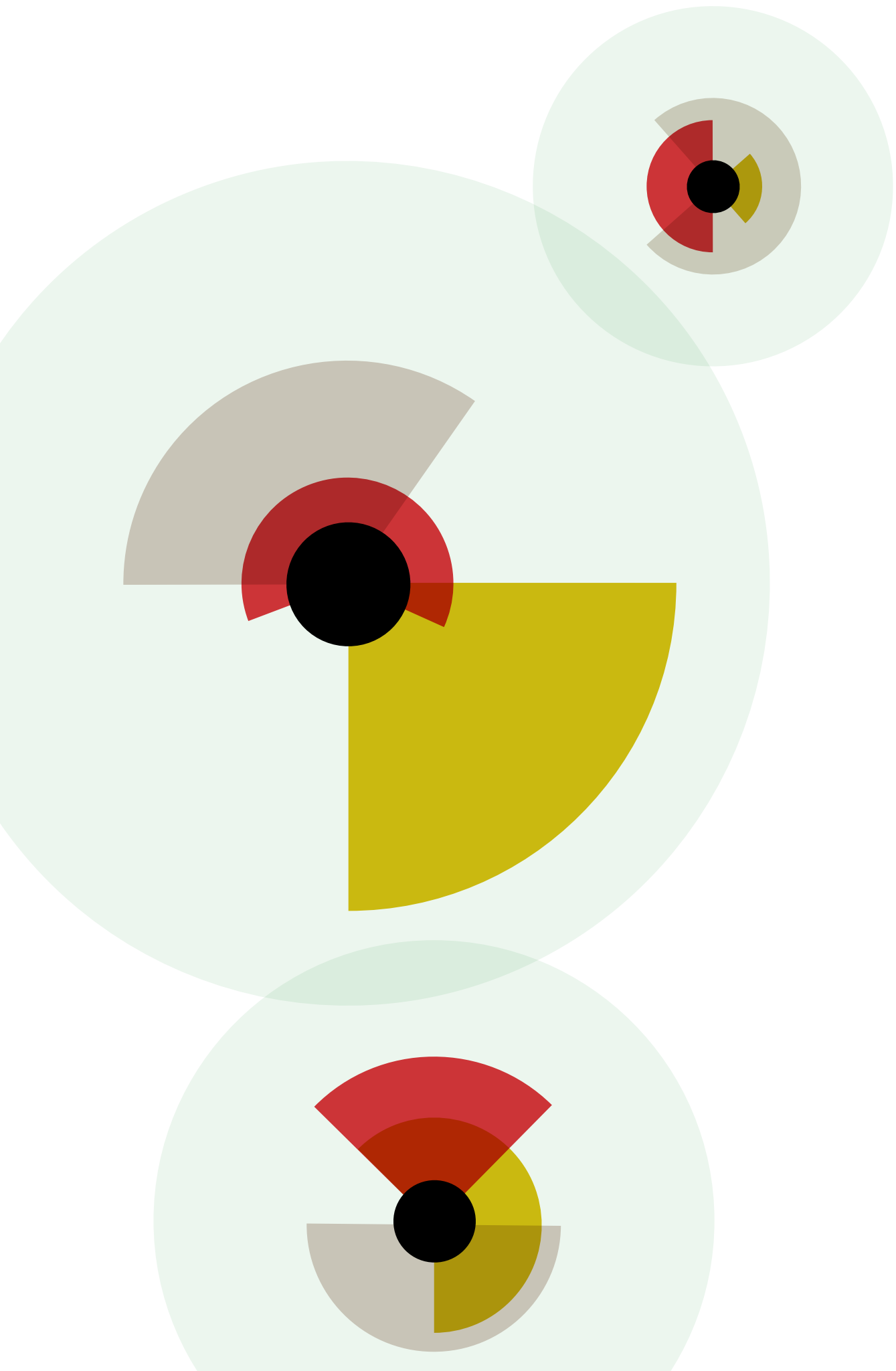
secretariaat: Postbus 20401, 2500 EK Den Haag

www.mccg.nl



INHOUDSOPGAVE

| | |
|---|-----------|
| Voorwoord | 7 |
| Hoofdstuk 1: Hoofdpijnen | 9 |
| Hoofdstuk 2: Terugblik | 15 |
| 2.1 Terugblik op monitoring en herziening | 16 |
| 2.2 Anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016 | 19 |
| Hoofdstuk 3: Actuele corporate governance vraagstukken | 27 |
| 3.1 A andeelhouders | 27 |
| 3.2 Overnames en beschermingsmaatregelen | 31 |
| 3.3 Andere vraagstukken | 33 |
| Hoofdstuk 4: Monitoring naleving boekjaar 2016 | 37 |
| 4.1 Onderzoeksverantwoording | 37 |
| 4.2 Naleving | 38 |
| 4.3 Perspectief van de Commissie | 41 |
| Hoofdstuk 5: Over de Code en de Commissie | 43 |
| 5.1 De Nederlandse Corporate Governance Code | 43 |
| 5.2 Taak van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code | 44 |
| Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code | 46 |



VOORWOORD

Voor u ligt het laatste rapport van de derde Monitoring Commissie Corporate Governance Code. Deze commissie is vier jaar geleden ingesteld. Binnenkort zal, naar verwachting, een nieuwe Monitoring Commissie Corporate Governance Code door het kabinet worden benoemd. De nieuwe commissie zal de naleving van de herziene Corporate Governance Code (de Code 2016) gaan volgen. Verwacht mag worden dat ook deze herziene Code goed zal worden nageleefd. Bestuurders en commissarissen van Nederlandse ondernemingen hebben een traditie hoog te houden. Ze hebben in de afgelopen jaren zowel in debatten als in de bestuurlijke praktijk laten zien dat zij de Code serieus nemen.

Ik ben benieuwd waar de gesprekken de komende jaren over zullen gaan. De nieuwe Code heeft belangrijke aandachtspunten, zoals lange termijn waardecreatie, de ondernemingscultuur en risicomanagement. Afgaande op het nieuws en debatten van de afgelopen maanden en jaren verwacht ik dat vooral de normen voor het gedrag van aandeelhouders, waar in de nieuwe Code nog geen aanpassingen zijn gedaan, meer aandacht zullen krijgen. Er is sprake van onvrede en ongemak waar het gaat over aandeelhouders. Enerzijds wordt lange termijn waardecreatie door veel vertegenwoordigers van aandeelhouders omarmd, anderzijds zien we institutionele beleggers en asset managers die zich genoodzaakt zien korte termijn beleggingsresultaten te realiseren. Die schoen is gaan wringen. De urgentie van het probleem is groot.

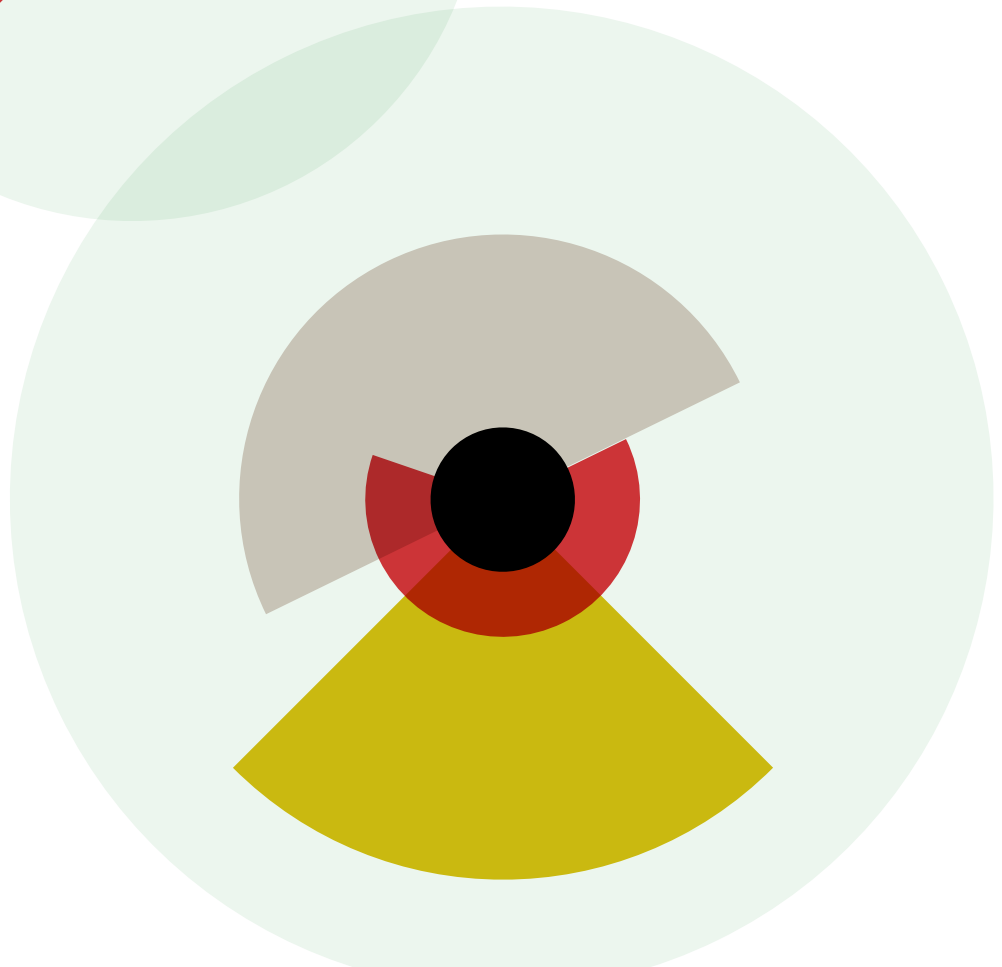
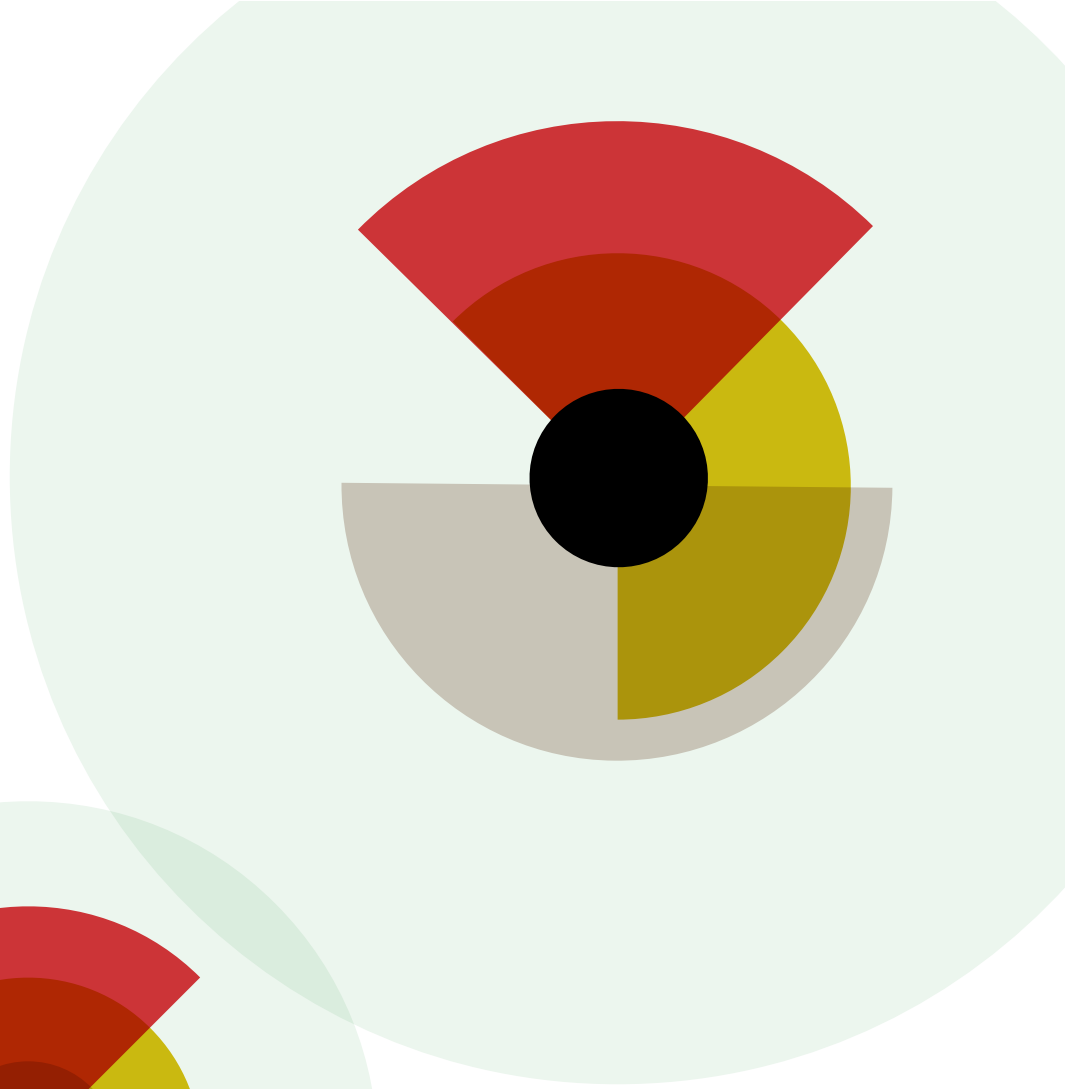
In het bijzonder vraagt het verschijnsel vijandige overnames en de rol die verschillende aandeelhoudersgroepen daarin spelen, de aandacht. We zien dat situaties voorkomen van te weinig dialoog en gebrek aan zorgvuldigheid (denk bij dit laatste aan het geheel of gedeeltelijk achterwege blijven van due diligence werkzaamheden). Daarbij is vaak sprake van streven naar winst op korte termijn door bepaalde aandeelhouders zonder voldoende oog voor gevolgen die op de langere termijn pas zichtbaar worden. De mogelijkheid van overnames die niet worden verwelkomd door het bestuur en de raad van commissarissen kan echter een goede invloed hebben op de kwaliteit van het ondernemingsbestuur. Maar ook bij een vijandige overname dient met de gevolgen op lange termijn rekening te worden gehouden. Bovendien mag het belang van een constructieve dialoog, in dit geval tussen het bestuur en aandeelhouders, niet uit het oog worden verloren.

Ik hoop en verwacht dat de nieuwe Monitoring Commissie Corporate Governance Code in het bijzonder aandacht zal besteden aan de aandeelhoudersrol.

Namens de huidige commissie dank ik alle stakeholders van de commissie, in het bijzonder de schragende partijen Eumedion, Euronext, FNV en CNV, Vereniging van Effecten Bezitters (VEB), de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en VNO-NCW, voor hun bijdrage aan de discussies en voor de ruimte die zij ons gaven om ons boeiende werk te doen. De door de commissie ingeschakelde onderzoekers, de secretarissen van de commissie en de leden de commissie dank ik voor het vele werk dat is verzet. De samenwerking was buitengewoon plezierig.

Jaap van Manen

Voorzitter Monitoring Commissie Corporate Governance Code



1. HOOFDLIJNEN

Nu haar zittingstermijn is afgelopen, heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) een vierde en tevens laatste rapport opgesteld ter afsluiting van de afgelopen vier jaar. In dit slotdocument geeft de Commissie een terugblik op de werkzaamheden die zij heeft verricht en gaat de Commissie in op actuele corporate governance vraagstukken die nadere aandacht verdienen in de toekomst. Het slotdocument bevat daarnaast een verslag van de monitoring van de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) in het boekjaar 2016 en van de uitkomsten van een enquête onder beursvennootschappen welke een eerste beeld geeft van de wijze waarop ondernemingen anticiperen op de inwerkingtreding van de herziene Code (de Code 2016). In dit hoofdstuk worden de hoofdlijnen van dit rapport weergegeven.

Terugblik op de werkzaamheden

Sinds haar instelling op 11 december 2013 door de Minister van Economische Zaken heeft de Commissie gewerkt aan het bevorderen van de actualiteit en bruikbaarheid van de Code en het monitoren van de naleving ervan door Nederlandse beursvennootschappen. Jaarlijks heeft de Commissie nalevingsonderzoeken laten uitvoeren en hiervan verslag gedaan. De onderzoeken over de boekjaren 2013 tot en met 2016 hebben zich gericht op het in kaart brengen van de naleving van alle *best practice* bepalingen in de Code waardoor een volledig overzicht is gecreëerd van de naleving. In lijn met de eerdere monitoringcommissie onder voorzitterschap van de heer Streppel heeft de Commissie extra aandacht besteed aan de kwaliteit van de uitleg. In de nalevingsonderzoeken van de laatste twee jaren is tevens de vindbaarheid van informatie onderzocht. Naast de nalevingsonderzoeken heeft de Commissie in de afgelopen jaren verdiepend onderzoek laten uitvoeren naar uiteenlopende actuele thema's. Een belangrijk onderdeel van de wijze waarop de Commissie haar werkzaamheden heeft uitgevoerd, vormden de gesprekken met de schragende partijen¹, toezichhouders en de betrokken ministeries; de bijeenkomsten met bestuurders, commissarissen en externe accountants; en de ontmoetingen in Europese netwerken, zoals het European Corporate Governance Codes Network (ECGCN) en de Five Chairmen Group.

De Commissie heeft de Code uit 2008, op verzoek van de schragende partijen, herzien. De Code is zowel inhoudelijk als wat betreft structuur geactualiseerd, aangescherpt en aangevuld. Op 8 december 2016 is de herziene Code gepubliceerd. Deze versie van de Code is tot stand gekomen door middel van een brede, publieke consultatie en intensief contact met de schragende partijen. Ook de politiek heeft de herziene Code verwelkomd: op 7 september 2017 is het besluit ter aanwijzing van de herziene Code gepubliceerd, waardoor deze per 1 januari 2018 wettelijk zal zijn verankerd. De verankering heeft tot gevolg dat Nederlandse beursvennootschappen geacht worden verantwoording af te leggen over de naleving van de Code 2016 in het bestuursverslag over het boekjaar 2017. Het is aan de volgende monitoringcommissie om de naleving van de Code 2016 voor het eerst in kaart te brengen.

¹ De schragende partijen van de Code zijn Eumedion, Euronext, FNV en CNV, VEB, VEVO en VNO-NCW.

Met het oog op het instellen van een volgende monitoringcommissie constateert de Commissie, mede op basis van de reacties van de schragende partijen, dat het opportuun kan zijn om vast te leggen dat de volgende monitoringcommissie de Code op regelmatige basis evalueert op leemtes en onduidelijkheden. Hieruit kan een verzoek tot actualisering van de schragende partijen volgen. Tevens constateert de Commissie dat het instellen van een permanente monitoringcommissie met leden met een bepaalde benoemingstermijn (en de mogelijkheid tot herbenoeming) die op verschillende momenten aan- en aftreden, kan leiden tot meer continuïteit in de monitoring van de Code.

Anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016

De Commissie constateert dat vennootschappen veelal goed op weg zijn met het anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016 en al in grote mate rekenschap geven van de nieuwe elementen in de Code. De Commissie baseert zich hierbij op de uitkomsten van een enquête, die tegelijkertijd met het nalevingsonderzoek in opdracht van de Commissie door SEO Economisch Onderzoek (SEO) is uitgevoerd. Beursvennootschappen zijn bevraagd in welke mate zij de nieuwe elementen in de Code 2016 al toepassen, of zij van plan zijn om in 2017 nog stappen te zetten en of zij knelpunten ervaren. De enquête heeft zich toegespitst op thema's zoals lange termijn waardecreatie, cultuur, risicomanagement, diversiteit, verantwoord belonen en het *executive committee*.

Uit de enquête blijkt verder dat niet in alle gevallen beursvennootschappen voornemens zijn om verdere acties te ondernemen daar waar het zetten van stappen wel op zijn plaats lijkt. De Commissie maakt uit de uitkomsten op dat het lokaal genoteerde vennootschappen zijn die in mindere mate voornemens zijn stappen te gaan zetten ten aanzien van de thema's lange termijn waardecreatie en cultuur, diversiteit en het instellen van een interne auditfunctie (of het nemen van alternatieve maatregelen). Beursvennootschappen hebben aangegeven, behalve op het gebied van diversiteit, weinig tot geen knelpunten te ervaren ten aanzien van de nieuwe elementen van de Code 2016. De monitoring van de naleving van de Code 2016 zal inzicht geven in de mate waarin vennootschappen erin zijn geslaagd zich de nieuwe elementen eigen te maken.

Aandeelhouders

Bij de herziening van de Code is het deel dat ziet op de algemene vergadering van aandeelhouders als orgaan min of meer ongewijzigd gebleven wegens nationale en internationale ontwikkelingen waarvan de uitkomsten nog niet vaststonden. Daarom heeft de Commissie er voor gekozen om in 2017 extra aandacht te besteden aan het thema aandeelhouders.

Een van de ontwikkelingen op het gebied van aandeelhouders waarvan de uitkomst nog niet vaststond, was de aanpassing van de Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten. Deze richtlijn is op 17 mei 2017 gepubliceerd en bevat onder meer een aantal verplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders met het oog op het vergroten van de transparantie. Mede naar aanleiding van de aanpassing heeft Eumedion een concept *stewardship* code opgesteld en ter consultatie voorgelegd. Om beter inzicht te krijgen in de rol die aandeelhouders kunnen spelen ten aanzien van lange termijn waardecreatie van de onderneming, heeft de Commissie in 2017 onderzoek laten uitvoeren naar de lange termijn betrokkenheid van aandeelhouders bij Nederlandse beursvennootschappen. In opdracht van de Commissie hebben onderzoekers van de Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR) de rol van grote aandeelhouders binnen Nederlandse corporate governance in kaart gebracht. Uit het onderzoek komt een aantal drempels voor het nastreven van lange termijn waarde creatie naar voren, zoals de lengte van de investeringsketen en het maandelijks benchmarken.

Naar aanleiding van de uitkomsten van het onderzoek vraagt de Commissie aandacht voor het belang van actieve betrokkenheid van aandeelhouders bij de onderneming waarin ze investeren. Dit kan door middel van actief participeren aan de algemene vergadering van aandeelhouders en door in dialoog te treden met de onderneming. Dit vraagt een actieve houding van de aandeelhouder enerzijds en een open houding van de vennootschap anderzijds. Tevens wil de Commissie het belang benadrukken van het in overeenstemming

brengen van het *engagement* beleid dat wordt vormgegeven door corporate governance specialisten en de daadwerkelijke uitvoering van het beleid door vermogensbeheerders. Daarnaast dient meer ruimte te worden gecreëerd om af te kunnen wijken van de door beleggers gebruikte benchmarks.

Ten aanzien van de ontwikkeling van regels en gedragscodes die zich richten tot aandeelhouders wil de Commissie benadrukken dat deze pas echt toevoegde waarde zullen hebben wanneer niet-Nederlandse aandeelhouders geadresseerd kunnen worden. De bepalingen in de Code gelden in de Nederlandse samenleving als algemeen maatschappelijk aanvaarde normen en gelden uit dien hoofde voor een ieder die als aandeelhouder in een Nederlandse beursonderneming actief is, inclusief internationale investeerders. Het verdient dan ook aanbeveling deze gedragsnormen voor aandeelhouders een plek te geven in de Code.

Overnames en beschermingsmaatregelen

In 2017 is naar aanleiding van een aantal in het oog springende pogingen tot overname van Nederlandse beursondernemingen een discussie op gang gekomen over vijandige overnames en beschermingsmaatregelen waarin verschillende invalshoeken en standpunten zijn belicht. Het nieuwe kabinet heeft in het regeerakkoord dat op 10 oktober 2017 is gepresenteerd, een wettelijke bedenktijd aangekondigd van maximaal 250 dagen, die kan worden ingezet door een beursgenoteerde onderneming die op de algemene vergadering van aandeelhouders te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging. Ten tijde van dit schrijven, is nog onduidelijk op welke wijze het kabinet dit verder zal uitwerken.

De Commissie is van mening dat het goed is dat een discussie wordt gevoerd. De Commissie acht het wel van belang dat in deze discussie lange termijn waardecreatie en de balans tussen de belangen van de stakeholders goed meegewogen worden. Verder vindt de Commissie het een goede zaak dat de dialoog over het zoeken naar additionele of alternatieve maatregelen tot bescherming van Nederlandse beursfondsen in goed overleg met alle bij het proces betrokken stakeholders plaatsvindt. Het lijkt de Commissie van belang in kaart te brengen of de huidige beschermingsmaatregelen effectief zijn alvorens aanvullende maatregelen te overwegen.

Daarnaast wil de Commissie benadrukken dat ook in overnamesituaties de dialoog tussen partijen een belangrijke rol speelt. De Commissie vindt het onwenselijk wanneer er een overnamebod wordt aangekondigd dan wel wordt uitgebracht zonder dat een wederzijdse dialoog heeft plaatsgevonden tussen de bieder en de doelvennootschap. Dit vergt zowel inspanning van de bieder om het gesprek aan te gaan over een mogelijke vorm van samenwerking, als van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap om open te staan voor dit voorzichtige gesprek. Aandeelhouders worden opgeroepen om een bod ook te beoordelen op de wijze waarop het tot stand is gekomen en het gedrag van de bieder en de doelvennootschap daarbij.

Andere corporate governance vraagstukken

De Code 2016 vraagt vennootschappen om bij het beloningsbeleid de beloningsverhoudingen binnen de onderneming in overweging te nemen en in het bestuursverslag hierover verantwoording af te leggen. De Code laat ondernemingen vrij om zelf invulling te geven aan de wijze waarop verslag wordt gedaan. Het gaat de Commissie dan ook niet zozeer om de publicatie van een breuk. De Commissie wil ondernemingen bovenal aanzetten tot reflectie op en bewustwording van de beloningsverhoudingen. De Commissie vindt het wenselijk dat ondernemingen zich rekenschap geven van wat het beloningsbeleid voor het totale beloningsgebouw van de organisatie betekent. Voor aandeelhouders dient het inzichtelijk te zijn welke elementen een rol hebben gespeeld in de gemaakte keuzes en waarom deze keuzes relevant zijn voor de onderneming. Transparantie bevordert de dialoog aangaande het beloningsbeleid.

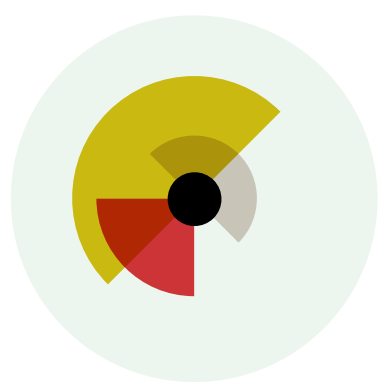
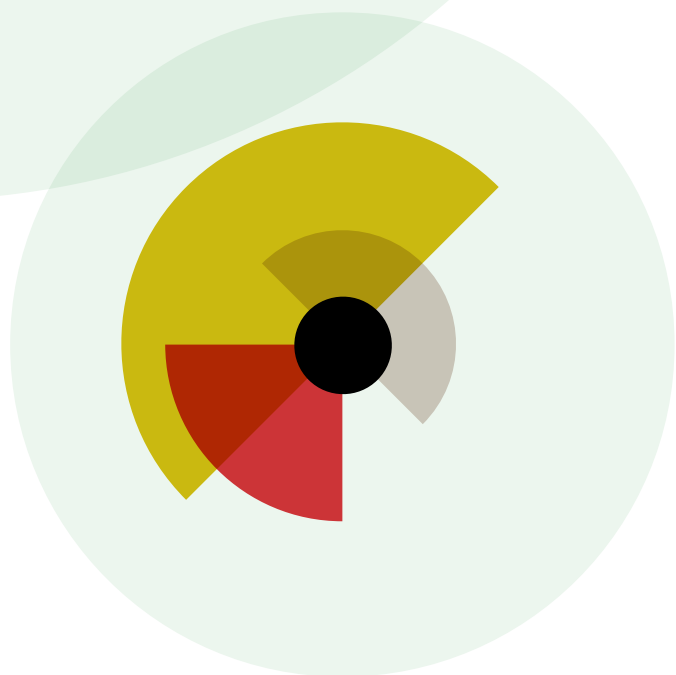
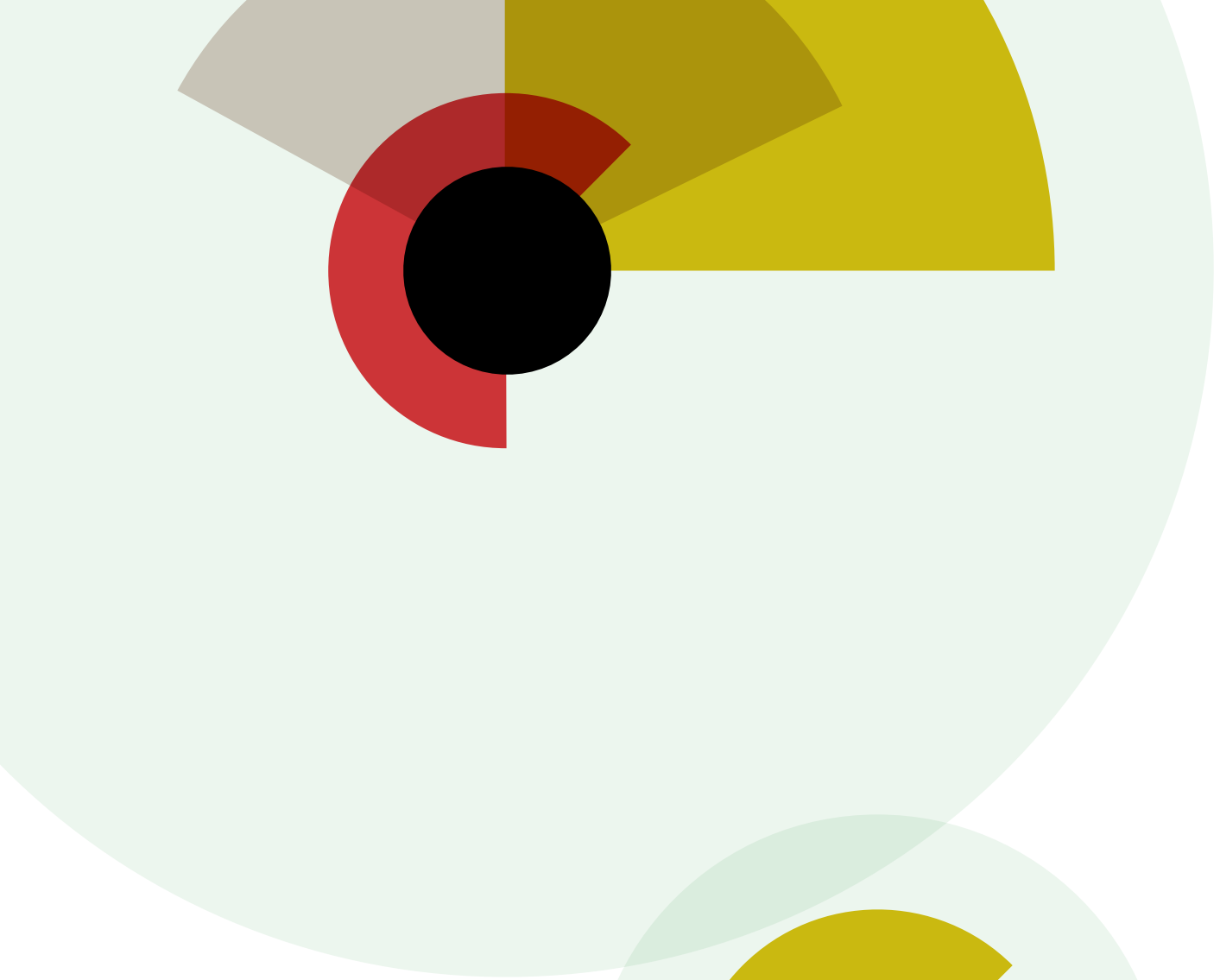
Verder is de Commissie van mening dat bestuurders en commissarissen meer aandacht kunnen hebben voor de impact van technologische ontwikkelingen en de kansen en risico's die daarmee gepaard gaan. Deze verantwoordelijkheid ligt bij het bestuur van de vennootschap en dient onderdeel te zijn van de visie en strategie van de vennootschap. De vraag die bestuurders zich hierbij moeten stellen, is of de onderneming in staat zal zijn te anticiperen op ontwikkelingen in nieuwe technologieën en veranderingen in *business* modellen. Ook dient de impact van technologische ontwikkelingen te worden meegenomen in de interne risicobeheersings- en controlesystemen en is het van belang om de juiste expertise aan te trekken, zowel in de top als binnen de onderneming.

Met de inwerkingtreding van de Code 2016 zal per 1 januari 2018 de rol van de accountant enigszins worden gewijzigd. Eerder diende de accountant na te gaan of hetgeen voor wat betreft de naleving van de Code in de corporate governance verklaring moet worden vermeld ook daadwerkelijk is opgenomen. Straks zal de accountant ook moeten nagaan of het bestuursverslag (inclusief de corporate governance verklaring) conform de wettelijke eisen is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is en of er materiële onjuistheden zijn, de zogenaamde verenigbaarheidstoets. Deze verbreding past volgens de Commissie bij het principe dat de accountant zegt wat hij ziet. De Commissie verwacht dan ook dat accountants op een praktische wijze invulling zullen geven aan de toets; een uitbreiding van de werkzaamheden van de externe accountant ligt niet voor de hand.

De Code richt zich op beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel de Commissie zich bewust is van de bredere uitstraling van de Code, wil ze benadrukken dat deze specifiek is toegeschreven op de dynamiek tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders binnen een beursonderneming. Codes voor niet-beursvennootschappen zijn in opkomst. De Commissie ziet hier geen rol voor zichzelf weggelegd, omdat ze de specifieke taak heeft meegekregen om de naleving van de Code voor beursgenoteerde ondernemingen te monitoren.

Monitoring naleving boekjaar 2016

De Commissie heeft in 2017 SEO de opdracht gegeven om onderzoek te doen naar de naleving door beursvennootschappen van de Code 2008 in het boekjaar 2016. Het gemiddelde nalevingspercentage bedraagt over het boekjaar 2016 bijna 99%. De naleving ligt iets hoger dan in het boekjaar 2015, toen het gemiddelde nalevingspercentage op bijna 97% lag. Dit verschil wordt verklaard door een hogere toepassing (96,7% in 2016 tegenover 94,9% in 2015). Van de 88 op naleving onderzochte vennootschappen leven 31 vennootschappen de Code in 2016 volledig na. Zes vennootschappen leven de Code voor minder dan 95% na. Bijna de helft (0,5%) van de geconstateerde niet-naleving (1,1%) betrof gevallen waarbij geen of onvoldoende toelichting is gegeven waarom en eventueel op welke wijze is afgeweken van de desbetreffende bepaling. De minst nageleefde bepaling (met bijna 16% niet-naleving) in 2016 is bepaling IV.3.13 'Beleid bilaterale contacten met aandeelhouders'. De vaakst uitgelegde bepaling is (met 21,6%), net als in het boekjaar 2015 (27,8%), II.1.1 'Maximale benoemingstermijn bestuurders'.



2. TERUGBLIK

Op 11 december 2013 is de derde Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) ingesteld door de Minister van Economische Zaken in overeenstemming met de Ministers van Veiligheid en Justitie en van Financiën. Deze Commissie kreeg als taakopdracht mee om de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: de Code) te bevorderen. De Commissie heeft deze taken uitgevoerd door jaarlijks de naleving van de Code door beursvennootschappen te inventariseren, zich op de hoogte te stellen van internationale ontwikkelingen op het terrein van corporate governance en door leemtes of onduidelijkheden in de Code te signaleren.

De Commissie heeft gedurende haar zittingstermijn drie monitoringrapporten gepubliceerd over de naleving van de Code (zoals vastgesteld in 2008) door beursvennootschappen. Onderhavig document vormt het vierde en tevens afsluitende rapport van de Commissie. Dit rapport heeft een bredere insteek dan de voorgaande rapporten. Dit rapport bevat niet alleen de resultaten van de monitoring van de naleving van de Code in het boekjaar 2016, maar in dit rapport blikt de Commissie ook terug op de werkzaamheden die zij in de afgelopen vier jaren heeft uitgevoerd en gaat zij in op actuele corporate governance vraagstukken die nadere aandacht verdienen in de toekomst. De Commissie sluit af met enkele aanbevelingen. Dit hoofdstuk bevat een terugblik op de bredere werkzaamheden op het gebied van de monitoring en de herziening van de Code 2008 en daarnaast de eerste inzichten in de activiteiten van vennootschappen ter implementatie van de bepalingen uit de Code die in 2016 is vastgesteld door de Commissie.

2.1 Terugblik op monitoring en herziening

Monitoring

Het is gebruikelijk dat de naleving van de Code in opdracht van de Commissie in kaart wordt gebracht door een onderzoeksbureau of universiteit. De huidige Commissie heeft destijds bewust gekozen voor een andere methodologie, dan die door de vorige monitoringcommissies is gehanteerd, namelijk een enquête onder Nederlandse beursvennootschappen in plaats van een bureauonderzoek naar publiek openbare bronnen zoals het bestuursverslag. De Commissie is van mening dat deze methodologie goed aansluit bij het zelfregulerende karakter van de Code. Het vraagt namelijk om een actieve houding van de beursgenoteerde vennootschap. De belasting van de vennootschap moet hierbij wel in het oog worden gehouden. Daarom is er later, bij het onderzoek naar de boekjaren 2015 en 2016, gekozen voor een combinatie van een enquête en een bureauonderzoek, waarbij de bevindingen uit het bureauonderzoek ter verificatie zijn voorgelegd aan de beursvennootschappen.

Naleven van de Code houdt in dat codebepalingen of worden toegepast of dat bij afwijking van een bepaling wordt uitgelegd waarom de bepaling niet één op één in praktijk wordt gebracht. De werking van dit 'pas toe of leg uit'-principe staat of valt met de kwaliteit van de door vennootschappen gegeven uitleg. In lijn met de eerdere monitoringcommissie onder voorzitterschap van de heer Streppel heeft de Commissie extra aandacht besteed aan de kwaliteit van de uitleg. Dit heeft zij onder andere gedaan door in de nalevingsonderzoeken naar de boekjaren 2015 en 2016 de onderzoekers te vragen om uitleg die van onvoldoende kwaliteit is aan te merken als niet-naleving en dit door te berekenen in de nalevingspercentages. Op deze wijze wordt een getrouwer beeld van de werkelijkheid geschetst.

In de nalevingsonderzoeken van bovengenoemde jaren is tevens onderzocht waar bepaalde informatie is terug te vinden. Een aantal Codebepalingen schrijft namelijk een specifieke plek voor, zoals het verslag van de raad van commissarissen of de website van de vennootschap. In de onderzoeken is strikter gekeken of de betreffende informatie daadwerkelijk in de aangewezen bron was terug te vinden. Uitgangspunt van de Code is namelijk dat informatie gemakkelijk vindbaar dient te zijn.

Uit de monitoringrapporten blijkt dat de naleving van de Code in het algemeen hoog is. Zo bedroeg het gemiddelde nalevingspercentage in het boekjaar 2015 97% en in het boekjaar 2016 99%. Uit de contacten met vennootschappen in het kader van het nalevingsonderzoek blijkt dat vennootschappen het over het geheel genomen van belang vinden om precies te weten op welke wijze de naleving is beoordeeld, zodat gestreefd kan worden naar een zo hoog mogelijke naleving. Dit kan zijn door de bepalingen toe te passen, dan wel ervan af te wijken met een goede motivatie. Daarnaast zijn er ook vennootschappen die de Code minder goed naleven. Deze ondernemingen zijn individueel aangesproken door de Commissie. Ook uit deze contacten bleek de wil om de individuele naleving verder te verbeteren. De contacten hebben veelal geleid tot een hogere nalevingscore door de desbetreffende vennootschappen. Tevens heeft de Commissie aandacht besteed aan vennootschappen die meerdere jaren op rij niet de enquête hebben ingevuld. Hiervoor zijn wisselende redenen aangedragen, zoals een lege vennootschap, bijzondere omstandigheden, maar soms ook minder interesse in het onderzoek. De ervaring leert dat deze laatste groep vennootschappen lastiger te bereiken is.

De nalevingsonderzoeken over de boekjaren 2013 tot en met 2016 hebben zich gericht op het in kaart brengen van de naleving van alle *best practice* bepalingen in de Code. Dit in tegenstelling tot eerdere boekjaren waarin werd onderzocht wat de naleving was van de bepalingen die voor minder dan 90% werden toegepast en de bepalingen die in 2008 nieuw in de Code zijn opgenomen. Door het onderzoeken van alle bepalingen is een volledig overzicht gecreëerd van de naleving van de Code. Het nadeel hiervan is echter ook dat de resultaten meer rechte tellingen bevatten waar niet altijd noemenswaardig interessante conclusies uit kunnen worden getrokken. Het binnen het nalevingsonderzoek werken met meer verdiepend onderzoek

naar actuele thema's kan daarom gepast zijn. Ook de, in het algemeen hoge, nalevingscijfers kunnen reden zijn om het onderzoek vooral te richten op die bepalingen die slecht zijn nageleefd. Wel is het zo dat met de herziening van de Code veel bepalingen zijn aangepast of aangevuld en nieuwe bepalingen zijn toegevoegd; het volgend jaar uitvoeren van een breed nalevingsonderzoek kan daarom voor de hand liggen.

Tevens heeft de Commissie in de afgelopen jaren verdiepend onderzoek laten uitvoeren naar uiteenlopende actuele thema's. Zo zijn de ontwikkelingen op het gebied van beschermingsmaatregelen in kaart gebracht; een onderzoek dat waardevolle achtergrondinformatie heeft opgeleverd met het oog op de huidige discussie over overnames en beschermingsmaatregelen (waarover meer in hoofdstuk 3). Een ander onderzoek betrof een inventarisatie van de internationale context van de Code. De resultaten van dit onderzoek zijn door de Commissie gebruikt bij de herziening van de Code (zie volgende paragraaf). Afgelopen jaar is verdiepend onderzoek uitgevoerd naar de lange termijnbetrokkenheid van aandeelhouders (zie hoofdstuk 3).

Naast de nalevingsonderzoeken en de verdiepende onderzoeken heeft de Commissie de afgelopen jaren waardevolle inzichten verkregen door middel van bijeenkomsten met bestuurders, commissarissen en externe accountants. Deze bijeenkomsten gaven de ruimte om dieper in te gaan op specifieke onderwerpen en de mogelijkheid voor de Commissie om haar ideeën te toetsen. Tevens is de Commissie actief geweest in Europese netwerken. Door middel van de informele bijeenkomsten van het European Corporate Governance Codes Network (ECGCN) en de Five Chairmen Group heeft de Commissie zich verder op de hoogte kunnen stellen van relevante ontwikkelingen en ervaringen uitgewisseld. Dit is onmisbaar voor het goed kunnen vervullen van haar rol.

Draagvlak voor de werkzaamheden van de Commissie bij de schragende partijen van de Code, te weten VNO-NCW, VEUO, de VEB, Eumedion, FNV, CNV en Euronext, is van essentieel belang voor een goede uitvoering. De Commissie acht de contacten met de schragende partijen zeer waardevol. Er zijn op jaarlijkse basis meerdere constructieve gesprekken gevoerd over de monitoring van de naleving, de herziening en actuele ontwikkelingen. Deze bijdragen van de schragende partijen zijn zonder meer bevorderlijk voor het functioneren van het corporate governance stelsel zoals dat in Nederland bestaat. Daarnaast heeft de Commissie contacten onderhouden met de toezichthouders, te weten De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), en met de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA). Ook is, met name in het kader van de herziening, gesproken met andere stakeholders. Een volgende monitoringcommissie kan bekijken of dit incidentele overleg een meer structureel karakter dient te krijgen. Tot slot heeft de Commissie op regelmatige basis gesprekken gevoerd met zowel de ministeries die de Commissie hebben ingesteld, Economische Zaken, Veiligheid en Justitie en Financiën, als het ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap². Deze contacten hebben bijgedragen aan het optimaal kunnen uitvoeren van werkzaamheden.

Herziening

Naast het monitoren van de naleving van de Code die is vastgesteld in 2008, heeft de Commissie op verzoek van de schragende partijen de Code herzien. Op 8 december 2016 is de herziene Code gepubliceerd. Deze versie van de Code is tot stand gekomen door middel van een brede, publieke consultatie en intensief contact met de schragende partijen. Dat de Code leeft, blijkt uit de vele waardevolle reacties die de Commissie heeft ontvangen op de ter consultatie voorgelegde voorstellen tot herziening. Dit heeft geresulteerd in een code die zowel inhoudelijk als wat betreft structuur is geactualiseerd, aangescherpt en aangevuld. Rode draad van de Code 2016 vormt het begrip lange termijn waardecreatie. Daarnaast wordt meer aandacht besteed aan de cultuur binnen de onderneming.

² Met het aantreden van kabinet Rutte III is het ministerie van Economische Zaken gewijzigd in het ministerie van Economische Zaken en Klimaat en het ministerie van Veiligheid en Justitie in het ministerie van Justitie en Veiligheid.

Met de herziening van de Code is het thema aandeelhouders min of meer ongemoeid gebleven. Dit met het oog op de ontwikkelingen die gaande zijn op Europees en nationaal niveau ten aanzien van de positie en rechten van aandeelhouders waarvan de uitkomsten nog niet vaststaan. Het feit dat dit onderwerp bijzonder actueel is, bevestigt dat de Commissie bij de herziening aangaande het thema aandeelhouders terecht terughoudend is geweest. Met het oog op deze actualiteit heeft de Commissie ervoor gekozen om in haar laatste jaar extra aandacht te besteden aan dit onderwerp en hier verdiepend onderzoek naar te laten uitvoeren (zie hoofdstuk 3).

Er is veel aandacht uitgegaan naar de Code 2016. Uiteenlopende partijen als advocatenkantoren, accountantsorganisaties, consultants en maatschappelijke organisaties hebben publicaties uitgebracht over de nieuwe versie van de Code. Ook in verschillende dag- en vakbladen zijn artikelen verschenen waarin specifieke onderdelen van de Code al dan niet kritisch tegen het licht worden gehouden en wordt ingegaan op de uitwerking in de praktijk. De aandacht van deze diverse partijen laat zien dat de Code in brede context leeft en als relevant wordt beschouwd. Vennootschappen geven aan al volop bezig te zijn met het anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016 (zie paragraaf 2.2). De Commissie beschouwt dit als een signaal dat de Code 2016, net als de Code 2008, draagvlak heeft en als maatgevend wordt gezien door vennootschappen.

Tevens heeft de Code 2016 aandacht gekregen van de politiek. Het toenmalige kabinet heeft de herziene Code in een brief aan de Tweede Kamer d.d. 24 maart 2017 positief geapprecieerd,³ waarna de wettelijke verankering van de herziene Code in gang is gezet met het toesturen van een concept aanwijzingsbesluit van de Minister van Veiligheid en Justitie aan het Parlement.⁴ Op 7 september 2017 is het besluit ter aanwijzing van de herziene Code in het Staatsblad gepubliceerd, waardoor de Code per 1 januari 2018 wettelijk zal zijn verankerd. De verankering heeft tot gevolg dat Nederlandse beursvennootschappen geacht worden verantwoording af te leggen over de naleving van de herziene Code in het bestuursverslag over het boekjaar 2017. De Commissie is zeer content dat het (toenmalige) kabinet en het Parlement de herziene Code hebben verwelkomd en de Code spoedig wettelijk zal zijn verankerd.

Ook in internationale context is de Code 2016 niet onopgemerkt gebleven. Er is aandacht voor de nadruk die wordt gelegd op lange termijn waardecreatie waarbij de belangen van stakeholders worden meegewogen. Dit past in het kader van de ontwikkeling van een nieuw paradigma waarbij de nadruk ligt op de onderneming als een lange termijn alliantie tussen de aandeelhouders en andere betrokkenen.⁵ Hieruit volgt dat de onderneming zich zou moeten richten op lange termijn waarde en groei, een goede duurzaamheidsstrategie dient te hebben en transparant en betrokken dient te zijn bij aandeelhouders en andere betrokkenen. Het verheugt de Commissie dat de Code ook internationaal in de belangstelling staat.

De instelling en de rol van de Commissie

Een belangrijke taak van de Commissie is het signaleren van leemtes en onduidelijkheden in de Code. In het monitoringrapport boekjaar 2013 heeft de Commissie haar bevindingen gepresenteerd van een evaluatie van de Code: bepaalde onderwerpen ontbraken in de Code, er was overlap ontstaan tussen Code en wetgeving en sommige bepalingen konden worden herschreven, omdat onvoldoende duidelijk was wat er werd gevraagd van vennootschappen. In het monitoringrapport heeft de Commissie de schragende partijen dan ook aanbevolen om de Code te herzien. In navolging van deze aanbeveling hebben de schragende partijen hierop om aanpassing van de Code verzocht.

3 Kamerbrief over kabinetsreactie herziene corporate governance code, Kamerstuk 2016/2017 31083, nr. 52.

4 Ontwerpbesluit tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb.747), Kamerstuk2016/2017 31083, nr. 53.

5 Wachtell Lipton, "The Dutch Corporate Governance Code and The New Paradigm", 14 december 2016.

De Code vormt de basis van de Nederlandse corporate governance voor beursgenoteerde ondernemingen. De Code, een product van zelfregulering, is wettelijk verankerd en wordt gemonitord door een door de overheid ingestelde commissie. De structuur van dit stelsel heeft zijn nut bewezen en de praktijk wijst uit dat dit stelsel naar tevredenheid functioneert. Van belang is wel dat de Code voldoende actueel wordt gehouden. De Commissie heeft bij de consultatie van de voorstellen voor een herziene Code van de gelegenheid gebruik gemaakt en de stakeholders ten aanzien van dit stelsel het volgende voorgelegd:

- › de introductie van een reguliere herziening: elke drie jaar zou bekeken kunnen worden of de Code herziening behoeft. Tevens kan dit leiden tot aanpassing van de wijze waarop invulling wordt gegeven aan de monitoring van de naleving en de focus van de onderzoeken;
- › het aanstellen van een permanente Commissie met leden met een vaste benoemingstermijn die getraptd worden aangesteld om de continuïteit van de monitoring te bevorderen.

Met het oog op het instellen van een volgende monitoringcommissie constateert de Commissie, mede op basis van de reacties van de schragende partijen, dat het opportuun kan zijn om vast te leggen dat de volgende monitoringcommissie de Code op regelmatige basis evalueert. Hieruit kan een verzoek tot actualisering van de schragende partijen volgen. Dit past goed binnen het huidige corporate governance stelsel waarbij er een scheiding is tussen de monitoringtaak die een door de overheid ingestelde commissie heeft meegenomen en de totstandkoming en aanpassing van de Code als instrument van zelfregulering van de markt. De Commissie wil haar opvolgers dan ook aanmoedigen om de introductie van een periodieke evaluatie die mogelijk leidt tot een herziening op te pakken. Tevens constateert de Commissie dat het instellen van een permanente monitoringcommissie met leden met een bepaalde benoemingstermijn (en de mogelijkheid tot herbenoeming) die op verschillende momenten aan- en aftreden, kan leiden tot meer continuïteit in de monitoring van de Code.

2.2 Anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016

De Code 2016 zal in werking treden vanaf 1 januari 2018. Dan zullen vennootschappen moeten gaan rapporteren over de naleving van de herziene Code, te beginnen over het boekjaar 2017. Niet in alle gevallen zullen vennootschappen erin slagen de Code 2016 optimaal toe te passen in het boekjaar 2017. Het staat buiten kijf dat de volgende monitoringcommissie de eerstvolgende boekjaren met extra aandacht zal kijken hoe vennootschappen hier mee om zullen gaan.

Bij het uitzetten van het nalevingsonderzoek heeft de Commissie met het oog op de inwerkingtreding van de Code 2016 SEO Economisch Onderzoek (SEO) verzocht om naast het in kaart brengen van de naleving over het boekjaar 2016 ook een eerste beeld te geven van de toekomstige naleving van de Code 2016.⁶ De Commissie is namelijk geïnteresseerd in de mate waarin vennootschappen anticiperen op de Code 2016 en welke knelpunten ondernemingen hierbij mogelijk ervaren. Vooruitlopend op de inwerkingtreding van de Code 2016 is via een enquête gevraagd in welke mate de vennootschappen de nieuwe elementen in de Code 2016 nu al toepassen, of zij van plan zijn om in de rest van 2017 nog stappen te zetten en of zij knelpunten ervaren.

Het algemene beeld dat uit de enquête door SEO naar voren komt, is dat vennootschappen al in grote mate rekenschap geven van de nieuwe elementen in de Code 2016. De Commissie is verheugd dat vennootschappen blijven werken aan het verder verbeteren, aanpassen en ontwikkelen van hun corporate governance, al dan niet in het licht van de Code 2016. De uitkomsten stemmen de Commissie vol vertrouwen dat de thema's in de Code 2016 breed gedragen worden.

⁶ Nalevingsonderzoek Corporate Governance Code boekjaar 2016, SEO Economisch Onderzoek (te raadplegen op de website van de Commissie: www.mccg.nl).

Voor alle thema's geldt dat niet in alle gevallen vennootschappen, ongeacht de desbetreffende beursindex, voornemens zijn om in 2017 verdere acties te ondernemen daar waar het zetten van stappen wel op zijn plaats lijkt. Voor wat betreft cultuur, diversiteit en het instellen van een interne auditfunctie lijken de lokaal genoteerde vennootschappen in mindere mate voornemens te zijn stappen te gaan zetten. Via dit document spreekt de Commissie deze vennootschappen erop aan om hier (meer) werk van te maken. Een goede governance is immers zowel voor de vennootschap zelf van belang als voor de reputatie van de Nederlandse beursvennootschappen in den brede.

De komende monitoring van de naleving van de Code 2016 zal leren in hoeverre dit alles zijn weerslag heeft op de toepassing van de Code door de vennootschappen. Het verkregen inzicht is dan ook nuttig voor de volgende monitoringcommissie. Het zal bijdragen aan de uitvoering van haar monitoringstaak. Verder kunnen ook de vennootschappen profiteren van het onderzoek. De verkregen inzichten kunnen ondernemingen inspireren bij het in praktijk brengen van de herziene Code.

Onderstaand geeft de Commissie aan de hand van de thema's in de Code 2016 haar observaties op de uitkomsten van de enquête naar de mate van anticiperen op de inwerkingtreding van de Code 2016. De enquête is gericht op de situatie ten tijde van het afnemen van de enquête (de facto juni/half juli 2017) en bevat tevens een vooruitblik op de rest van 2017. In totaal hebben van de 94 aangeschreven vennootschappen 68 vennootschappen de enquête afgerond. Van deze 68 vennootschappen staan 15 genoteerd aan de AEX, 16 aan de AMX, 20 aan de AScX en 17 staan lokaal genoteerd. De respons valt lager uit dan voorgaande jaren. Het is goed mogelijk dat minder vennootschappen hebben deelgenomen, omdat de enquête niet zozeer de naleving van de Code 2008 betrof, maar een vooruitblik op de Code 2016.

De onderlinge verhoudingen van de beursindices in de steekproef van vennootschappen in de enquête komen in grote mate overeen met die van de populatie. De AScX-fondsen zijn licht oververtegenwoordigd en de lokale fondsen licht ondervertegenwoordigd. De Commissie heeft geen reden om aan te nemen dat dat kan leiden tot een scheef beeld over de mate waarin vennootschappen vooruitlopen op de implementatie van de Code 2016. Voor verdere informatie over de enquête en de uitkomsten verwijst de Commissie naar het volledige onderzoek dat is gepubliceerd op haar website.

Lange termijn waardecreatie

De Commissie is geïnteresseerd in welke mate lange termijn waardecreatie zoals bedoeld in de herziene Code in 2017 van toepassing is op de vennootschappen. Vennootschappen zijn daarom bevestigd over de mate waarin de elementen in de Code 2016 worden toegepast, zoals het richten op lange termijn waardecreatie, het centraal stellen van de houdbaarheid van de strategie op lange termijn, duurzaam handelen, het oog hebben voor nieuwe technologieën en veranderingen in *business* modellen, het rekening houden met stakeholders en het nemen van verantwoordelijkheid voor de omgeving waarin de vennootschap opereert.

Uit de uitkomsten komt naar voren dat ruim 90% van de vennootschappen heeft aangegeven volledig of grotendeels deze elementen toe te passen. Desalniettemin geeft twee derde van de vennootschappen aan dat zij ruimte ziet voor verdere verbetering, ontwikkeling en verankering in de organisatie voor wat betreft het centraal stellen van lange termijn waardecreatie. Om lange termijn waardecreatie waar te kunnen blijven maken, ziet de Commissie het verder verbeteren, verder ontwikkelen of verder verankeren in de organisatie als een voortdurend proces en juicht ze het toe dat vennootschappen zich hiervan bewust zijn. Het feit dat vennootschappen, op een enkele vennootschap na, hier geen knelpunten ervaren of voorzien, beschouwt de Commissie als signaal dat vennootschappen lange termijn waardecreatie centraal willen stellen. Uiteraard is het van groot belang om de voortgang ter zake deze lange termijn waardecreatie goed te communiceren met de stakeholders.

Cultuur & gedrag

Alhoewel cultuur een thema is dat nieuw is geïntroduceerd in de Code 2016 hebben vennootschappen al veel langer oog voor de belangrijke rol die cultuur en gedrag hebben ten aanzien van het functioneren van de onderneming. Op een aantal vennootschappen na hebben alle vennootschappen een gedragscode, zoals is bepaald in de Code 2008. De Commissie waardeert het dat veruit de meeste vennootschappen, te weten ruim 80% van de respondenten van de enquête, met die gedragscode bijdragen aan een cultuur gericht op lange termijn waardecreatie, conform de herziene Code. Van de 13 respondenten die hebben aangegeven geen gedragscode gericht op lange termijn waardecreatie te hebben, zijn acht vennootschappen lokaal genoteerd.

Tussen de 80 en 90% van de vennootschappen geeft aan cultuur reeds volledig of grotendeels ingebed te hebben in het werkproces op de wijze zoals voorzien in de Code 2016. Vennootschappen zeggen waarden te hebben vastgelegd die bijdragen aan lange termijn waardecreatie en overleggen regelmatig over cultuur. Evenwel ziet bijna twee derde van de vennootschappen die hebben deelgenomen aan de enquête dat cultuur blijvend of nog meer aandacht behoeft en is voornemens daartoe stappen te zetten. Onder de lokaal genoteerde vennootschappen lijkt er weinig animo om cultuur (verder) te optimaliseren binnen de vennootschap. Dit ondanks dat lokaal genoteerde vennootschappen relatief vaak aangeven (nog) niet in voldoende mate aandacht te besteden aan cultuur conform de Code 2016. Mogelijk dat de omvang van de vennootschappen hier iets mee van doen heeft.

De Commissie roept vennootschappen op hun inzet voor het (verder) invullen en optimaliseren van een cultuur gericht op lange termijn waardecreatie binnen de onderneming niet alleen vast te houden, maar ook te intensiveren. Dit geldt in sterkere mate voor de lokaal genoteerde vennootschappen. De Commissie verwacht dat deze daadwerkelijk stappen gaan ondernemen.

In het licht van het bovenstaande wil de Commissie benadrukken dat lange termijn waardecreatie onlosmakelijk is verbonden met de cultuur binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Cultuur dient ten dienste te staan aan, onder meer, de realisatie van lange termijn waardecreatie. Stakeholders moeten erop kunnen vertrouwen dat hun belangen op zorgvuldige wijze worden meegewogen. De cultuur binnen een onderneming dient mede te voorzien in de ruimte daartoe. Cultuur behoort thuis in de dialoog met stakeholders.

Risicomanagement

Ondernemerschap is het realiseren van kansen door op een bewuste wijze risico's te nemen. Een adequaat risicobeheersingssysteem is hiervoor essentieel. De Commissie constateert met tevredenheid dat vennootschappen hebben aangegeven dat hun risicobeheersingssystemen volledig of grotendeels voldoen aan de voorwaarden die de Code 2016 stelt ten aanzien van de risicobeoordeling en de interne risicobeheersing. Ook geven vennootschappen aan in staat te zijn om een vooruitblik te geven op die risico's die relevant zijn voor de continuïteit van de vennootschap.

Ook acht de Commissie het positief dat ruim 60% van de vennootschappen er oog voor heeft dat het verder verbeteren, versterken en/of ontwikkelen van het risicobeheersingssysteem van belang blijft. Knelpunten zijn op een enkel geval na niet aan de orde, niet voorzien of momenteel niet bekend. Echter, het bestuur en de raad van commissarissen moeten ook ten aanzien van het risicomanagement van de vennootschap de dialoog aangaan met betrokken stakeholders. Absolute zekerheid bestaat niet en een dergelijke dialoog kan bijdragen aan het verkrijgen van een vollediger beeld.

Uit de uitkomsten van de enquête maakt de Commissie verder op dat ruim 30% van de geënquêteerde vennootschappen geen interne auditfunctie heeft of slechts in enige mate een auditfunctie heeft die voldoet aan

de eisen van de Code 2016. Dit zijn alle – op één na – AScX en lokale fondsen.⁷ Slechts zeven vennootschappen zijn voornemens deze functie (verder) in te gaan richten in 2017 of externe expertise te gaan aantrekken. De Commissie acht een interne auditfunctie als essentieel bij het beoordelen en controleren van het risico-beheersingssysteem van een onderneming. De Commissie heeft overigens wel een daling geconstateerd van vennootschappen zonder een interne auditfunctie. In het boekjaar 2014 constateerde de Commissie dat een aanzienlijk deel van de 75 vennootschappen die destijds hadden deelgenomen aan de survey nog geen interne auditfunctie had, namelijk 41%.⁸

De Commissie heeft er begrip voor dat het inrichten van een interne auditfunctie veel vergt van kleinere vennootschappen, maar moedigt deze vennootschappen aan om bij de afwezigheid van een interne auditor de nodige alternatieve maatregelen te treffen.

Diversiteit

Het belang van diversiteit binnen een onderneming is wat de Commissie betreft evident. Een gemengde samenstelling van bestuur en raad van commissarissen draagt bij aan betere besluitvorming. De Commissie wil vennootschappen aanzetten tot het voeren van een effectief en transparant diversiteitsbeleid voor de top van de onderneming.

De Commissie heeft laten onderzoeken in hoeverre vennootschappen reeds diversiteitsdoelstellingen voor bestuurders, conform de Code 2016, hanteren. Uit de enquête blijkt dat dat voor ongeveer twee derde van de vennootschappen het geval is. Vooral geslacht, competenties en beroepservaring zijn bepalend. Opvallend hierbij is dat, van de vennootschappen die hebben aangegeven momenteel geen diversiteitsdoelstellingen voor de samenstelling van het bestuur te hanteren, slechts een kwart aangeeft (alle genoteerd aan de AEX of AMX) deze alsnog te zullen gaan opstellen in 2017. Het kwart van de vennootschappen dat heeft aangegeven geen stappen te zullen ondernemen in 2017 bestaat volledig uit lokaal genoteerde fondsen.

Van de *executive committees* (n=24) hanteert ongeveer 40% momenteel geen diversiteitsdoelstellingen. Dit beeld is niet beursindexafhankelijk. Eveneens ongeveer 40% van de vennootschappen geeft aan dat de diversiteitsdoelstellingen worden samengenomen met het bestuur en bijna 20% hanteert diversiteitsdoelstellingen separaat van die van het bestuur.

Waar op de voorgaande thema's vennootschappen weinig tot geen knelpunten ervaren, is dat voor diversiteit anders. Van de vennootschappen geeft bijna 20% aan knelpunten te ervaren. Dit gegeven, gevoegd bij de bevinding dat slechts een kwart voornemens is concreet diversiteitsdoelstellingen in te voeren voor het bestuur, doet vermoeden dat het voor vennootschappen niet altijd makkelijk is een effectief diversiteitsbeleid waar te maken. Het verdient aanbeveling dat de volgende monitoringcommissie er oog voor heeft dat, voor met name de kleine fondsen, er barrières kunnen zijn om een effectief diversiteitsbeleid (uit) te voeren. Vrouwelijk talent met de nodige kennis van zaken is hierbij het grootste knelpunt volgens de helft van de vennootschappen die aangeven knelpunten te ervaren.

In het onderzoek naar de naleving in het boekjaar 2014 heeft ook Nyenrode in haar onderzoek aandacht besteedt aan diversiteit.⁹ Waar in het huidige onderzoek naar voren komt dat de verhouding man/vrouw, naast competentie en expertise, tot de meest gehanteerde doelstellingen van het diversiteitsbeleid behoren,

7 In hoofdstuk 4 doet de Commissie verslag van de naleving van bepaling V.3.3 van de Code 2008. Deze bepaling vraagt vennootschappen om bij het ontbreken van een interne auditfunctie jaarlijks te evalueren of er behoefte bestaat aan een interne auditfunctie en een aanbeveling hierover op te nemen in het jaarverslag.

8 Corporate governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate governance code in het boekjaar 2014, Nyenrode Business Universiteit.

9 Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het boekjaar 2014, Nyenrode Business Universiteit.

lag dat voor wat betreft het boekjaar 2014 iets anders. Vennootschappen zagen destijds expertise, eerdere ervaring en onafhankelijkheid als de voornaamste aspecten van hun diversiteitsbeleid. Kennelijk wordt het belang van een goede man/vrouw-verhouding binnen de vennootschap voor de *checks and balances* meer erkend.

Verantwoord belonen

Al dan niet voorsortierend op de Code 2016 laat bijna driekwart van de vennootschappen desgevraagd weten dat de remuneratiecommissie bij het meest recente beloningsvoorstel voor bestuurders kennis heeft genomen van de visie van de individuele bestuurders. De Commissie is hierover verheugd. Zij ziet de eigen verantwoordelijkheid van bestuurders als essentieel voor de uitvoering van een gewogen beloningsbeleid.

De Code 2016 ziet, meer nog dan voorgaande Codes, bij het formuleren van het beloningsbeleid toe op die aspecten die een rol spelen bij het vaststellen en toekennen van beloningen. SEO heeft vennootschappen gevraagd in welke mate deze aspecten momenteel in overweging worden genomen in het huidige beloningsbeleid van de vennootschap. Tussen de 75 en 90% van de vennootschappen geeft aan dat de aspecten aansluiten bij de beoogde lange termijn waardecreatie, vooraf uitgevoerde scenarioanalyses, een passende verhouding tussen beloningen van bestuurders en werknemers en tussen de vaste en de variabele beloning van belang of van groot belang zijn. De ontwikkeling van de beurskoers van aandelen wordt in mindere mate meegenomen in het huidige beloningsbeleid. Een meerderheid van de vennootschappen ziet lange termijn waardecreatie als een belangrijk element in haar beloningsbeleid. Een kleine meerderheid acht daarnaast een passende verhouding tussen de variabele en de vaste beloning ook als essentieel voor verantwoord belonen.

Van de vennootschappen is 63% niet voornemens nog stappen te gaan zetten in 2017 ten aanzien van verantwoord belonen. Dit zijn vooral vennootschappen genoteerd aan de AMX, AScX en Lokaal. Dit ligt redelijk voor de hand nu vennootschappen reeds veelal de aspecten omtrent verantwoord beloningsbeleid in acht lijken te nemen en de Code 2016 ten opzichte van de Code uit 2008 op sommige punten (zoals de gedetailleerde transparantievereisten aangaande het remuneratierapport) een vereenvoudiging inhoudt. Toch ziet de Commissie graag dat vennootschappen hun beloningsbeleid blijven ontwikkelen. De Code 2016 kent een aantal bepalingen dat nieuwe elementen aanbrengt in het beloningsbeleid, zoals ten aanzien van interne beloningsverhoudingen. Dit nieuwe element in de Code 2016 vereist zorgvuldige aandacht van de vennootschappen (zie ook hoofdstuk 3). Bovendien geven de uitkomsten van het onderzoek van SEO wel degelijk aanleiding om aan te nemen dat er nog verbeterpunten zijn wat verantwoord belonen betreft. Zo is, naast de al eerder genoemde ontwikkeling van de beurskoers van aandelen, in 25% van de gevallen aangegeven dat vooraf uitgevoerde scenarioanalyses, een passende verhouding tussen beloningen van bestuurders en werknemers niet of slechts in enige mate in overweging worden genomen in het huidige beloningsbeleid van de vennootschap. De volgende monitoringcommissie kan onderzoeken hoe de aanpak van het beloningsbeleid en de naleving ervan zich zal ontwikkelen na het van kracht worden van de herziene Code.

Executive Committee

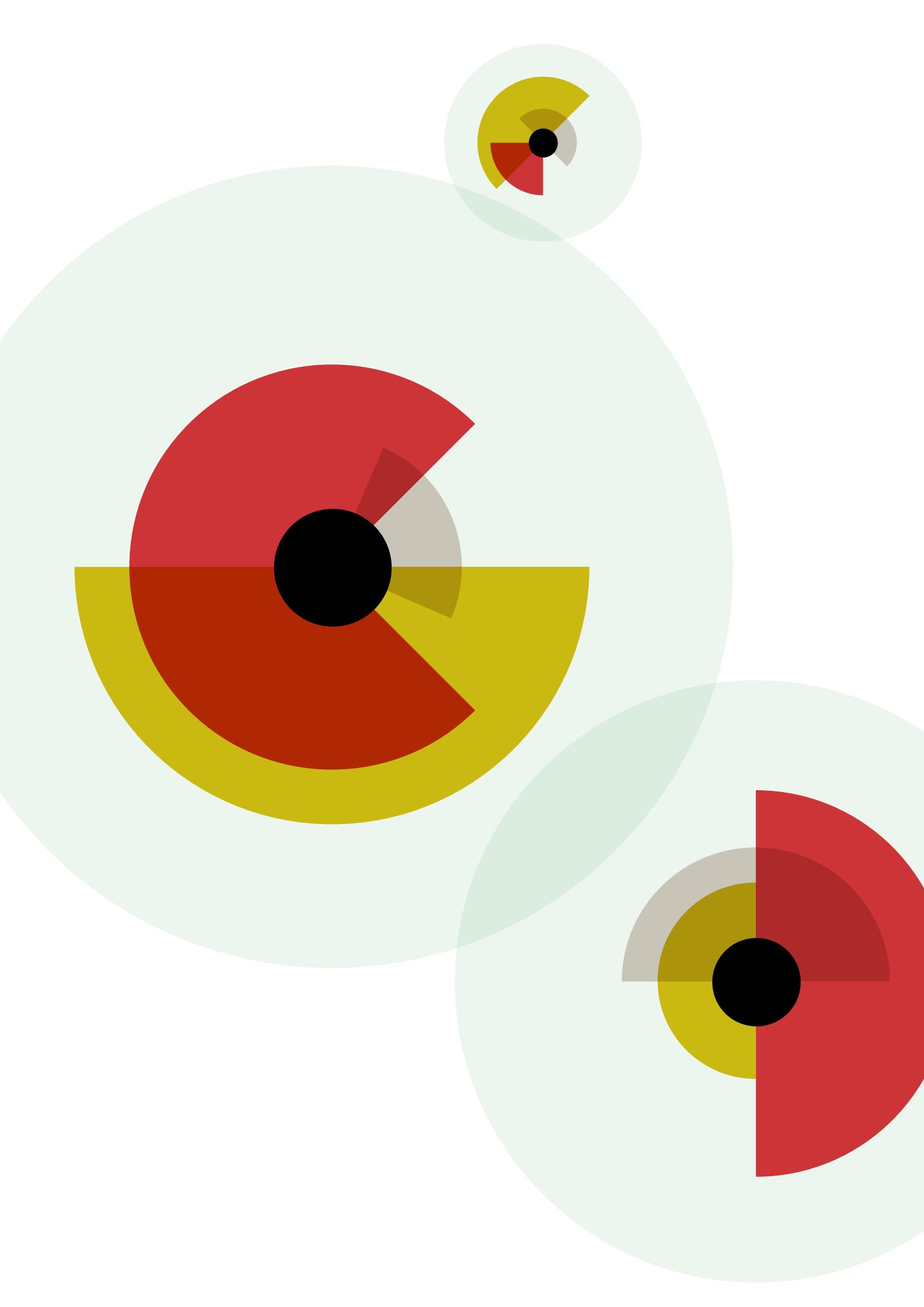
Van de 68 geënquêteerde vennootschappen geven 24 aan met een *executive committee* te werken. De Commissie ziet dat wanneer wordt gewerkt met een *executive committee* de afstand tussen de raad van commissarissen en de bestuurslaag waar de (voorbereiding van de) besluitvorming van de vennootschap plaatsvindt, te groot kan worden om op een effectieve wijze toe te zien op het daadwerkelijke bestuur van de vennootschap.

De Commissie heeft SEO gevraagd middels de enquête te inventariseren op welke wijze de raad van commissarissen toezicht houdt op het *executive committee*. Desgevraagd antwoordt de helft van de vennootschappen dat dit plaatsvindt doordat het *executive committee* deelneemt aan de vergaderingen van de raad van commissarissen. Deze vinden een tot meerdere keren per jaar plaats. In plaats van vergaderen worden

er ook één op één gesprekken tussen een lid van de raad van commissarissen en een lid van het *executive committee* aangaande hun portefeuilles gevoerd. Enkele vennootschappen geven aan dat het toezicht via het statutaire bestuur verloopt of indirect via het bestuur. De Commissie concludeert uit het voorgaande dat weliswaar rekenschap gegeven wordt van het inrichten van toezicht op het *executive committee*, maar heeft geen goed beeld in hoeverre dit toezicht is gewaarborgd.

De Commissie is van mening dat de deskundigheid van het bestuur en de informatievoorziening aan de raad van commissarissen gewaarborgd moeten zijn. De Commissie heeft in de Code 2016 bepalingen opgenomen die hierop toezien. In aanvulling en/of in navolging hierop vraagt de Commissie van de vennootschappen om, passend bij de wijze waarop vennootschappen het *executive committee* hebben ingericht, hierover adequate en concrete afspraken te maken.

In totaal zijn slechts zes van de 24 vennootschappen voornemens nog in 2017 stappen te zetten met betrekking tot de relatie tussen de raad van commissarissen en het *executive committee*. Daarom roept de Commissie vennootschappen op goed te bezien of het zetten van stappen toch wel opportuun kan zijn.



3.

ACTUELE CORPORATE GOVERNANCE VRAAGSTUKKEN

3.1 Aandeelhouders

Bij de herziening van de Code is het deel dat ziet op de algemene vergadering van aandeelhouders als orgaan min of meer ongewijzigd gebleven. Dit vanuit de gedachte dat ontwikkelingen gaande waren op zowel nationaal als Europees niveau op het gebied van de positie en rechten van aandeelhouders waarvan de uitkomsten nog niet vaststonden. Hierdoor lag het aanbrengen van vernieuwingen dan wel andersoortige wijzigingen in de principes en *best practices* bepalingen niet voor de hand. In haar laatste jaar heeft de Commissie gekozen om extra aandacht te besteden aan de rol van aandeelhouders met de volgende vraag in het achterhoofd: hoe kan de Code er aan bijdragen dat aandeelhouders worden gestimuleerd om het bestuur aan te zetten en te steunen om zich op lange termijn waardecreatie te richten?

Om beter inzicht te krijgen in de rol die aandeelhouders kunnen spelen ten aanzien van lange termijn waardecreatie van de onderneming, heeft de Commissie onderzoek laten uitvoeren naar de lange termijn betrokkenheid van aandeelhouders bij Nederlandse beursvennootschappen. In opdracht van de Commissie hebben onderzoekers van de Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR) de rol van grote aandeelhouders binnen Nederlandse corporate governance in kaart gebracht.¹⁰

In het onderstaande wordt eerst ingegaan op een tweetal actuele ontwikkelingen, namelijk de vaststelling van de Europese Richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid¹¹ en het initiatief van Eumedion tot het opstellen van een *stewardship* code.¹² Hierna wordt een beeld geschetst van de resultaten van het onderzoek van de EUR en tot slot deelt de Commissie een aantal observaties ten aanzien van het thema aandeelhouders.

10 'Large Shareholders in Corporate Governance', Erasmus Universiteit Rotterdam (te raadplegen op de website van de Commissie: www.mccg.nl).

11 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.

12 Eumedion Dutch Stewardship Code: Consultation Document, te raadplegen op de website van Eumedion: <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2017-09-consultatiedocument-stewardship-code.pdf>.

Actuele ontwikkelingen

Een van de ontwikkelingen op het gebied van aandeelhouders waarvan de uitkomst nog niet vaststond was de aanpassing van de Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EU). In april 2014 heeft de Europese Commissie een voorstel gedaan voor aanpassing met als doel om meer transparantie en grotere aandeelhoudersbetrokkenheid te bereiken.¹³ Na onderhandelingen hierover met het Europees Parlement en de Europese Raad is op 17 mei 2017 de Richtlijn tot wijziging van de Richtlijn aandeelhoudersrechten wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (hierna: de Richtlijn) in het Publicatieblad van de Europese Unie verschenen.¹⁴ Bepaald is dat de lidstaten de Richtlijn voor 10 juni 2019 in nationale wetgeving dienen te hebben omgezet.

De Richtlijn introduceert onder andere nieuwe rechten voor aandeelhouders en nieuwe verplichtingen voor beursvennootschappen ten aanzien van het beloningsbeleid en de uitvoering daarvan. Een aantal van deze nieuwe elementen is in Nederland al geregeld in wetgeving of de Code. Verder bevat de Richtlijn een aantal verplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders met het oog op het vergroten van de transparantie. Deze investeerders dienen – op basis van het ‘pas toe of leg uit’-principe – een beleid te ontwikkelen en te publiceren inzake aandeelhoudersbetrokkenheid. Tevens dienen zij een inzichtelijke beleggingsstrategie te hebben. Onderdeel van deze strategie is onder andere bekendmaken op welke wijze deze bijdraagt aan de middellange tot lange termijn prestaties van de portfolio van de institutionele belegger of vermogensbeheerder. Daarnaast regelt de Richtlijn dat volmachtadviseurs op jaarlijkse basis – wederom volgens het ‘pas toe of leg uit’-principe – openbaar maken of zij voldoen aan een gedragscode voor volmachtadviseurs. Ook dienen zij bepaalde informatie te publiceren over de totstandkoming van hun onderzoeken en stemadviezen.

Mede naar aanleiding van de aanpassing van de Richtlijn heeft Eumedion een concept *stewardship* code opgesteld voor haar leden en deze op 18 september 2017 gepubliceerd ter brede consultatie.¹⁵ Het gaat om een nieuwe versie van de in 2011 door Eumedion vastgestelde best practices voor betrokken aandeelhouderschap en richt zich op *asset owners* en *asset managers*. Naar aanleiding van deze ontwikkelingen kan de vraag worden gesteld hoe de Code zich ten opzichte hiervan verhoudt. Hoewel de Code voornamelijk bepalingen bevat die zich richten op de organen van de vennootschap – te weten het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders – staan er in de Code enkele bepalingen die zich richten op individuele aandeelhouders en institutionele beleggers. Dit betreft *best practice* bepaling 4.3.1 ‘Stemmen naar eigen inzicht’, bepaling 4.3.5 ‘Publiceren stembeleid institutionele beleggers’ en bepaling 4.3.6 ‘Verslag uitvoering stembeleid institutionele beleggers’.¹⁶ Sinds 1 januari 2007 zijn Nederlandse institutionele beleggers op grond van artikel 5:86 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) verplicht in hun jaarverslag of op hun website melding te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes of *best practice* bepalingen in de Code. De implementatie van de Richtlijn in Nederlandse wetgeving kan tot gevolg hebben dat overlap ontstaat tussen deze wetgeving en de bovengenoemde bepalingen in de Code. Op moment van schrijven is nog onduidelijk op welke wijze de nieuwe verplichtingen worden geïmplementeerd en wat dit betekent voor de Code.

Grootaandeelhouderschap bij Nederlandse vennootschappen

Uitgangspunt van het onderzoek van de EUR is de aanname dat grote aandeelhouders in het algemeen lange termijn aandeelhouders zijn die geëngageerd zijn aan hun rol als stakeholder met strategische belangen in

¹³ COM 2014/213.

¹⁴ 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.

¹⁵ Eumedion Dutch Stewardship Code: Consultation Document, te raadplegen op de website van Eumedion: <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2017-09-consultatiedocument-stewardship-code.pdf>.

¹⁶ In de Code 2008 betrof dit bepaling IV.4.5, bepaling IV.4.1 en bepalingen IV.4.2 en IV.4.3.

de onderneming. Een grote aandeelhouder wordt gedefinieerd als een aandeelhouder met een belang van 5% of meer.¹⁷ Het onderzoek richt zich op de aanwezigheid en dynamiek van grote aandeelhouders in het aandeelhouderbestand van Nederlandse beursvennootschappen en hun motieven en activiteiten. De EUR heeft dit onderzocht door middel van een kwantitatieve studie op basis van het AFM-register substantiële deelnemingen en een enquête onder en interviews met aandeelhouders. Tevens was de EUR voornemens om onderzoek te doen naar het stemgedrag tijdens algemene vergaderingen van ondernemingen. Echter, wegens gebrek aan data is dit achterwege gelaten: hoewel grote Nederlandse institutionele beleggers transparant zijn over hun stemgedrag, zijn andere soorten grote aandeelhouders dit niet. Voor meer informatie over de onderzoeksmethodologie en een gedetailleerd overzicht van de resultaten wordt verwezen naar het rapport van de EUR dat te raadplegen is op de website van de Commissie.

Het onderzoek heeft de Commissie beter inzicht gegeven in de lange termijn betrokkenheid van grootaandeelhouders bij Nederlandse beursvennootschappen. Bij de resultaten van het onderzoek dient een aantal kanttekeningen te worden geplaatst. Hoewel de respons op de enquête onder aandeelhouders met 22,4% (26 van de 116 aangeschreven beleggers) acceptabel te noemen is in vergelijking met soortgelijke onderzoeken, zijn de resultaten minder relevant. Dat komt doordat met name Nederlandse beleggers hebben deelgenomen, terwijl ongeveer 80% van de beleggers van Nederlandse beursvennootschappen niet in Nederland is gevestigd. Alhoewel weinig buitenlandse beleggers hebben meegedaan aan de enquête, zijn het wel partijen die in het algemeen een groot belang hebben in Nederlandse vennootschappen. De resultaten zijn verder gekleurd doordat *event driven hedge funds*, die over het geheel genomen korte termijn gericht zijn, niet hebben deelgenomen aan de enquête en de interviews. Een laatste kanttekening is dat het denkbaar is dat respondenten strategische en /of wenselijke antwoorden hebben gegeven en in de praktijk ander gedrag vertonen. In het onderstaande wordt ingegaan op de belangrijkste resultaten van het onderzoek.

Belangrijkste resultaten

De onderzoekers hebben in kaart gebracht hoe het grootaandeelhouderschap bij de 125 aan Euronext genoteerde ondernemingen in 2016 is verdeeld over verschillende soorten aandeelhouders.¹⁸ Hieruit blijkt dat gemiddeld 24,1% van de aandelen bij ondernemingen wordt gehouden door grootaandeelhouders en de *free float* 75,9% bedraagt.¹⁹

Ook is gekeken naar de relatie tussen geconcentreerd aandeelhouderschap en beschermingsmaatregelen. Uit het onderzoek blijkt dat vennootschappen met een kleiner aantal grootaandeelhouders gemiddeld vaker prioriteitsaandelen of preferente aandelen kunnen inzetten als beschermingsmaatregel. Dit wijst er op dat het aantal grootaandeelhouders dat een onderneming heeft verband houdt met of en welk soort beschermingsconstructie de onderneming tot zijn beschikking heeft; met andere woorden er wordt vertrouwd op de beschermende werking die uitgaat van het hebben van een grootaandeelhouder. Het beeld is minder eenduidig als het gaat om certificering, wat te maken kan hebben met het feit dat weinig ondernemingen deze constructie nog gebruiken.

In de enquête en interviews is nader stilgestaan bij lange termijn waardecreatie. Over het geheel genomen geven de respondenten aan lange termijn waardecreatie van belang te vinden. De wijze waarop de lange termijn wordt gedefinieerd (de lengte van de periode) verschilt: aangegeven wordt dat dit afhankelijk is van het *business model*, de investeringsstrategie en het mandaat van de *asset owners* en klanten. Uit de enquête blijkt verder dat motieven om lange termijn waardecreatie na te streven zijn: het is de wens van de begunstig-

¹⁷ Hoewel in het AFM-register aandeelhouders zijn opgenomen met een belang van 3% of meer, hebben de onderzoekers gekozen voor de drempelwaarde van 5%, omdat dit aansluit bij de internationale praktijk en vergelijking met oudere data mogelijk maakt (de drempel is op 1 juli 2013 aangepast van 5% naar 3%).

¹⁸ Hierbij is geen rekening gehouden met de marktkapitalisatie.

¹⁹ Voor de uitsplitsing van dit percentage in verschillende soorten aandeelhouders wordt verwezen naar het onderzoek van de EUR.

den (namelijk de *asset owners* of klanten) en het vertrouwen dat lange termijn waardecreatie een positieve invloed heeft op het rendement. Verder volgt uit het onderzoek dat het gemakkelijker is om lange termijn waardecreatie na te streven voor een geconcentreerd portfolio dan voor een gespreid portfolio.

Uit het onderzoek komen verschillende drempels voor het nastreven van lange termijn waardecreatie naar voren:

- › een lange investeringsketen;
- › het maandelijks benchmarken door de markt. Veelal schrijft het mandaat van de investeerder voor dat bij de investeringskeuzes een benchmark wordt gevolgd. Dit betekent dat de investeringskeuze niet wordt gemaakt op basis van de vraag of al dan niet wordt voorzien dat de desbetreffende onderneming op lange termijn waarde toevoegt. Ook mandaten van pensioenfondsen voor *asset managers* schrijven veelal voor dat een benchmark wordt gevolgd met als doel om de *tracking error* te minimaliseren;
- › de traditionele educatie van portfolio managers en het bredere systeem van marktdenken waarin toezichthouders, beleidsmakers, *asset managers* etc. bepaalde keuzes maken waardoor korte termijn gerichtheid wordt bevorderd. Dit vergt een verschuiving in het denken;
- › prudentieel toezicht zorgt ervoor dat grote institutionele beleggers zich moeten houden aan een bepaald risicoprofiel en maatstaven, en aan spreiding moeten doen. Hierdoor is er weinig ruimte om af te wijken van benchmarks.

In de enquête en interviews is tevens gekeken naar aandeelhoudersbetrokkenheid. Het merendeel van de respondenten geeft aan dat een continue dialoog met de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd van groot belang is voor actieve betrokkenheid bij de onderneming. Dit doen investeerders bij voorkeur op een wijze die niet publiek zichtbaar is. Ook blijkt uit de enquête dat bij de meeste grote investeringsfondsen het de corporate governance specialisten zijn die beslissen over het *engagement* beleid van de investeerder, terwijl de *asset managers* verantwoordelijk zijn voor het daadwerkelijk actief betrokken zijn in de praktijk. Dit kan ertoe leiden dat *asset managers* niet in lijn handelen met het uitgestippelde *engagement* beleid. Verder volgt uit de enquête dat 69% van de respondenten gebruik maakt van externe stemadviesbureaus, waarbij het advies wordt gebruikt om de eigen positie te bepalen. Er wordt met name gebruik gemaakt van de adviezen van de bekende stemadviesbureaus ISS en Glass-Lewis.

Conclusies van de Commissie

Een van de conclusies van het onderzoek van de EUR naar lange termijn betrokkenheid van grootaandeelhouders die de Commissie extra onder de aandacht wil brengen, is het belang van actieve betrokkenheid van aandeelhouders bij de onderneming waarin ze investeren. Dit kan door middel van actief participeren aan de algemene vergadering van aandeelhouders en door in dialoog te treden met de onderneming. Dit vraagt een actieve houding van de aandeelhouder enerzijds en een open houding van de vennootschap anderzijds. Vennootschappen moeten actiegericht luisteren, de dialoog serieus nemen en open staan voor signalen. Ten behoeve van deze dialoog met de aandeelhouders dienen ondernemingen, onder andere, zoveel als mogelijk openheid van zaken te geven over hoe lange termijn waardecreatie bijdraagt aan het creëren van economische waarde. Dit is immers, tezamen met het afwegen van de belangen van stakeholders, een essentieel onderdeel van het streven naar lange termijn waardecreatie. Aandeelhouders dienen op hun beurt actief de dialoog aan te gaan met de vennootschap. De verplichtingen die voortvloeien uit de Richtlijn aandeelhoudersrechten kunnen hieraan een bijdrage leveren als het gaat om de rol van institutionele beleggers.

Een ander punt uit het onderzoek van de EUR waar de Commissie de aandacht op wil vestigen, is het belang van het in overeenstemming brengen van het *engagement* beleid dat wordt vormgegeven door corporate governance specialisten en de daadwerkelijke uitvoering van het beleid door vermogensbeheerders. Het zou niet zo moeten zijn dat wanneer het beleid zich richt op het faciliteren van lange termijn waardecreatie, er bij het nemen van de daadwerkelijke beleggingsbeslissingen vooral wordt gelet op korte termijn rendement. Tevens dient meer ruimte te worden gecreëerd om af te kunnen wijken van de door beleggers gebruikte benchmarks.

Ten aanzien van de ontwikkeling van regels en gedragscodes die zich richten tot aandeelhouders, wil de Commissie benadrukken dat deze pas echt toevoegde waarde zullen hebben wanneer niet-Nederlandse aandeelhouders geadresseerd kunnen worden. Het aandeelhouderbestand van Nederlandse ondernemingen is zodanig internationaal dat deze groep de grootste impact heeft. Het verdient dan ook aanbeveling om dergelijke gedragsnormen een plaats te geven in de Code. De bepalingen in de Code gelden in de Nederlandse samenleving als algemeen maatschappelijk aanvaarde normen en gelden uit dien hoofde voor een ieder die als aandeelhouder in een Nederlandse beursonderneming actief is, inclusief internationale investeerders.

3.2 Overnames en beschermingsmaatregelen

Naar aanleiding van een aantal in het oog springende pogingen tot overname van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zoals Unilever en AkzoNobel is in Nederland de afgelopen periode een discussie op gang gekomen over vijandige overnames en beschermingsmaatregelen van beursvennootschappen. Vanuit de hoek van vennootschappen is er de roep om wettelijke maatregelen die ondernemingen steun kunnen bieden wanneer zij worden geconfronteerd met een ongewenste bieding. Vanuit de kant van aandeelhouders komt vooral het geluid dat aanvullende maatregelen niet nodig zijn, omdat de bestaande beschermingsmaatregelen die ondernemingen kunnen nemen afdoende zijn. Met name internationale investeerders hebben aangegeven zich zorgen te maken over de gevolgen van wettelijke maatregelen voor het Nederlands investeringsklimaat. Gedurende de afgelopen periode zijn er tevens veel artikelen in de media en vakbladen verschenen over dit onderwerp waarin verschillende invalshoeken en standpunten zijn belicht.

Het Nederlandse overnameklimaat lijkt beïnvloed te worden door sterk schommelende wisselkoersen, lage rente in combinatie met veel beschikbaar geld. Nederlandse ondernemingen zijn bovendien, relatief gezien, traditioneel gefinancierd. Hoewel een groter eigen vermogen noodzakelijk is wanneer een vennootschap zich wil richten op lange termijn waardecreatie, maakt het Nederlandse vennootschappen aantrekkelijker voor overnames. Tevens kan relatieve *underperformance* een onderneming een interessante overnamekandidaat maken.

Op 20 mei 2017 heeft het toenmalige kabinet aangekondigd maatregelen te willen nemen die het bestuur van een onderneming meer ruimte en tijd bieden om een vijandig overnamebod, of een wezenlijke aanpassing van de strategie voorgesteld door (activistische) aandeelhouders, te kunnen beoordelen op de effecten voor de stakeholders, waarbij een wettelijke bedenktijd van maximaal een jaar als mogelijke maatregel werd genoemd.²⁰ Het debat in de Tweede Kamer dat volgde op de Kamerbrief gaf blijk van brede politieke steun voor het nemen van wettelijke maatregelen. In het regeerakkoord van het nieuwe kabinet dat op 10 oktober 2017 is gepresenteerd, is een wettelijke bedenktijd aangekondigd van maximaal 250 dagen, die kan worden ingezet door een beursgenoteerde onderneming die op de algemene vergadering van aandeelhouders te maken krijgt met voorstellen voor een fundamentele strategiewijziging. Ten tijde van dit schrijven, is nog onduidelijk op welke wijze het kabinet dit verder zal uitwerken.

De Commissie ziet dat het onderwerp overnames en beschermingsmaatregelen belangrijke raakvlakken heeft met de werking van de Code en corporate governance in brede zin en heeft de discussie met grote aandacht gevolgd. In een eerder op de website gepubliceerd *statement* heeft de Commissie verschillende aspecten benoemd die meegewogen zouden moeten worden in de discussie.²¹ De Commissie maakt van de gelegenheid gebruik om de in dit *statement* genoemde aspecten nogmaals onder de aandacht te brengen.

²⁰ Kamerbrief over overnames van bedrijven, Kamerstuk 2016/2017 29826, nr. 70 en Kamerbrief over uitwerking bedenktijd bij vijandige overnames en aandeelhouderactivisme, Kamerstuk 2016/2017 29826, nr. 83.

²¹ Statement van 26 april 2017, zie: <http://www.mccg.nl/nieuws/5695/Recente-ontwikkelingen-en-het-publieke-debat-omtrent-overnames>.

Lange termijn waardecreatie

De Commissie meent dat vennootschappen en aandeelhouders elkaar moeten kunnen vinden in het voor de vennootschap creëren van waarde op lange termijn; dit geldt ook in een overnamesituatie. Het creëren van waarde op lange termijn vereist een *commitment* van het bestuur, de raad van commissarissen én de aandeelhouders. De vennootschap dient te zorgen voor een goede *performance* op de lange termijn zonder daarbij de korte termijn uit het oog te verliezen. Uiteraard is van groot belang dat vennootschappen draagvlak verkrijgen voor deze strategie, deze strategie *up-to-date* houden en waar nodig bijstellen. Daartoe is noodzakelijk dat vennootschappen open en transparant communiceren over de lange termijn strategie. Een goede dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders is dan ook onmisbaar. In het systeem van *checks and balances* heeft de corrigerende werking van de aandeelhouders een belangrijke functie. Dialoog vergt zowel inspanning van de vennootschap als van de aandeelhouders.

Realisatie van lange termijn waardecreatie vraagt om geduldig kapitaal. Aandeelhouders hebben hierin een eigen verantwoordelijkheid. Vennootschappen dienen zich evenwel rekenschap te geven van de omstandigheid dat de belangen van de aandeelhouder in voorkomende gevallen haaks kunnen staan op de belangen van de vennootschap. Dit geldt zowel voor beleggers met een lange termijn focus als voor beleggers die voornamelijk een korte termijn rendement nastreven.

Beschermingsmaatregelen

In een overnamesituatie hebben vennootschappen én aandeelhouders baat bij een goed en ordentelijk proces en hebben vennootschappen tijd en ruimte nodig om de brede belangen van stakeholders mee te kunnen wegen. Beschermingsmaatregelen kunnen tijd creëren zodat een zorgvuldige afweging door vennootschappen van alternatieven en belangen van stakeholders kan plaatsvinden.

Echter, het is ook zo dat beschermingsmaatregelen worden genomen tegen de eigen aandeelhouders, wat in wezen betekent het ontnemen van invloed van aandeelhouders en het beperken van hun rol om het bestuur actief ter verantwoording te roepen. In het uiterste geval betekent dit dat bestuurders en commissarissen zich van hun aandeelhouders weinig tot niets kunnen aantrekken. Het grote dilemma hierbij is dat waar de vennootschap om goede redenen beschermd kan worden, deze bescherming door bestuurders en commissarissen ook kan worden misbruikt en zodoende onvoldoende rekening wordt gehouden met het belang van de onderneming en dat van haar stakeholders, inclusief de aandeelhouders. Ook bestuurders en commissarissen kunnen falen en dan moet er ingegrepen kunnen worden door aandeelhouders.

De in ons land bestaande consensus is dat ondernemingen zich moeten kunnen beschermen tegen vijandige overnames, maar dat deze bescherming niet absoluut of voor onbepaalde tijd dient te zijn. Beschermingsmaatregelen zijn in de ogen van velen aanvaardbaar als deze het mogelijk maken dat gezocht wordt naar oplossingen die zowel passen bij het belang van de bestaande onderneming als bij het belang van de aandeelhouders.

Perspectief van de Commissie

Het is goed dat thans een discussie plaatsvindt over de vraag met betrekking tot de mogelijkheden die beursvennootschappen in Nederland hebben om zich te beschermen tegen vijandige overnames of ongewenste acties van aandeelhouders. De Commissie acht het van belang dat in deze discussie lange termijn waardecreatie en de balans tussen de belangen van de stakeholders goed meegewogen worden. Ook verdient het aanbeveling dat het *level playing field* met andere landen in aanmerking wordt genomen. Verder vindt de Commissie het een goede zaak dat de dialoog over het zoeken naar additionele of alternatieve maatregelen tot bescherming van Nederlandse beursfondsen in goed overleg met alle bij het proces betrokken stakeholders plaatsvindt. Tot slot lijkt het de Commissie van belang om in kaart te brengen of de huidige statutaire beschermingsmaatregelen effectief zijn alvorens aanvullende maatregelen te overwegen.

Waar het gaat om overnamesituaties, wil de Commissie benadrukken dat de dialoog tussen partijen een

belangrijke rol speelt. De Commissie vindt het onwenselijk indien er een overnamebod wordt aangekondigd dan wel wordt uitgebracht zonder dat een *wederzijdse* dialoog heeft plaatsgevonden tussen de bidder en de doelvennootschap. Dit vergt zowel inspanning van de bidder om het gesprek aan te gaan over een mogelijke vorm van samenwerking, als van het bestuur en de raad van commissarissen van de doelvennootschap om open te staan voor dit voorzichtige gesprek, uiteraard rekening houdend met de regels die gelden ten aanzien van het proces van een openbare bieding. Dergelijk overleg met de bidder is bepalend voor de zorgvuldigheid waarmee de standpuntbepaling van het bestuur en de raad van commissarissen wordt gevormd. De Commissie wil aandeelhouders oproepen om een bod ook te beoordelen op de wijze waarop het tot stand is gekomen en het gedrag van de bidder en de doelvennootschap daarbij.

3.3 Andere vraagstukken

Interne beloningsverhoudingen

Na het van kracht worden van de Code 2016 zullen vennootschappen verantwoording moeten gaan afleggen over hun interne beloningsverhoudingen. De Code 2016 vraagt vennootschappen om in hun beloningsbeleid rekening te houden met de beloningsverhoudingen binnen de onderneming. Vennootschappen dienen vervolgens in het remuneratierapport op inzichtelijke wijze hiervan verslag te doen. De Code laat ondernemingen vrij om zelf invulling te geven aan de wijze waarop verslag wordt gedaan. Hierover heeft de Commissie in de Code 2016 bewust weinig *guidance* gegeven, omdat ze bestuurders en commissarissen wil aanzetten tot het nemen van hun eigen verantwoordelijkheid.

De Commissie erkent dat het in kaart brengen van de verhoudingen geen eenvoudige exercitie is. Vennootschappen hebben de ruimte om verschillende criteria te hanteren. Hierdoor zullen de gepubliceerde verhoudingen niet goed bruikbaar zijn om vennootschappen onderling te vergelijken. Het gaat de Commissie dan ook niet zozeer om de publicatie van een breuk. De Commissie wil ondernemingen bovenal aanzetten tot reflectie op en bewustwording van de beloningsverhoudingen. De Commissie vindt het wenselijk dat ondernemingen rekenschap geven van wat het beloningsbeleid voor het totale beloningsgebouw van de organisatie betekent. Van belang is een keuze te maken, te laten zien welke elementen daarbij een rol hebben gespeeld en duidelijk te maken waarom deze keuze relevant is voor de onderneming. Dit transparantievereiste zal aandeelhouders inzicht geven ten behoeve van de dialoog met de vennootschap. Volgend jaar zal de monitoring van de naleving van de Code 2016 nader inzicht geven.

Technologische ontwikkeling en corporate governance

Technologische ontwikkeling en innovatie zijn niet van de laatste tijd; wel gaan de ontwikkelingen steeds sneller. Consumenten die gisteren nog in de rij stonden voor een product of dienst, staan vandaag de dag in de rij voor een product of dienst waarvan ze gisteren nog nooit gehoord hadden.

Op basis van signalen uit haar omgeving merkt de Commissie op dat bestuurders en commissarissen meer aandacht kunnen hebben voor de impact van technologische ontwikkelingen en de kansen en risico's die daarmee gepaard gaan. De vraag die bestuurders zich hierbij moeten stellen is of de onderneming in staat zal zijn te anticiperen op ontwikkelingen in nieuwe technologieën en veranderingen in *business* modellen. Het bestuur dient daarbij niet alleen hun eigen *business* model maar ook hun organisatiestructuur, bedrijfsfuncties en risicomanagement onder de loep te nemen.

Voor de vennootschap is het van belang dat snel en adequaat wordt ingespeeld op de kansen en risico's die technologische innovaties bieden en er aandacht is voor de ontwikkeling van nieuwe *business* modellen. In de eerste plaats ligt deze verantwoordelijkheid bij het bestuur van de vennootschap en maakt dit onderdeel uit van de visie en strategie van de vennootschap. Een goede strategie kan zich niet vertalen in lange termijn waardecreatie wanneer het bestuur geen aandacht besteedt aan dit aspect, ook in haar scenarioanalyses. Een strategie gericht

op lange termijn waardecreatie vraagt continue aandacht en afhankelijk van de marktdynamiek kunnen ook korte termijn aanpassingen van de strategie op zijn plaats zijn. Daarnaast spelen commissarissen een belangrijke rol spelen door het stellen van vragen over disruptieve ontwikkelingen. Sommige ondernemingen zullen niet toekomstbestendig zijn, deze moeten kijken hoe op een nette wijze activiteiten kunnen worden afgebouwd. In de Code 2016 is uiteengezet wat van vennootschappen wordt verwacht op het gebied van risicomanagement. Voor de Commissie is het evident dat het bestuur de interne risicobeheersings- en controlesystemen daarbij zo inricht dat de impact van technologische ontwikkelingen en de kansen en risico's daaromtrent daarin worden meegenomen.

De Commissie merkt op dat deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe *business* modellen in veel gevallen voor een vennootschap dan ook van substantieel belang is, ondernemingen dienen hiervoor ondernemingsbreed de juiste mensen aan te trekken. De Commissie ziet evenwel dat het voor ondernemingen lastig kan zijn om bestuurders en commissarissen te vinden met deze expertise. Het kan interessant zijn om dit onderwerp expliciet mee te nemen in de monitoring van de Code volgend boekjaar.

Rol van de externe accountant bij de naleving van de Code

Tijdens het tot stand brengen van de wettelijk verankering van de Code 2016 is de reikwijdte van de toetsing van de accountant van de corporate governance verklaring, waarvan de naleving van de Code onderdeel uitmaakt, gewijzigd van een aanwezigheidsstoets (voor de meeste onderdelen) naar een verenigbaarheidsstoets voor alle onderdelen van de verklaring.²² De aanwezigheidsstoets houdt in dat de accountant nagaat of hetgeen in de verklaring moet worden vermeld ook daadwerkelijk is opgenomen. De verenigbaarheidsstoets betekent dat de accountant nagaat of het bestuursverslag (inclusief de corporate governance verklaring) conform de wettelijke eisen is opgesteld en met de jaarrekening verenigbaar is en de accountant onderzoekt of er in het licht van de tijdens het onderzoek van de jaarrekening verkregen kennis en begrip omtrent de rechtspersoon en zijn omgeving materiële onjuistheden zijn opgenomen.

Een schragende partij heeft aangegeven de verbreding van de toets onwenselijk te vinden, onder meer omdat dat extra werk voor de accountant en weinig bruikbare inhoudelijke informatie voor de onderneming kan opleveren.²³ De Commissie heeft begrip voor deze zorgen. De Commissie is tevens van mening dat een verenigbaarheidsstoets niet direct zou moeten leiden tot een uitbreiding van de werkzaamheden van de externe accountant. Een en ander is afhankelijk van de uitwerking van de toets in de praktijk. Accountants dienen op een praktische wijze invulling te geven aan de toets. De verenigbaarheidsstoets is slechts een kleine stap verder dan de aanwezigheidsstoets, sluit aan bij de praktijk en past goed bij het uitgangspunt dat de accountant zegt wat hij ziet. De Commissie heeft dit onder de aandacht gebracht bij de NBA. De NBA is voornemens in een handreiking nadere aanwijzingen te geven voor de rol van de accountant bij deze verklaring. Op 26 oktober 2017 is de concept herziene handreiking 1109 'Accountant en corporate governance informatie' ter consultatie gepubliceerd.²⁴ Bij de monitoring van de naleving van de Code 2016 is het aanbevelingswaardig om extra aandacht te besteden aan de wijze waarop in praktijk uitvoering wordt gegeven aan de verenigbaarheidsstoets.

²² 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. 747).

²³ Brief VEVO betreffende 'Verruiming reikwijdte accountantsonderzoek m.b.t. de verklaring inzake corporate governance niet wenselijk' te raadplegen op de website van de Commissie www.mccg.nl.

²⁴ Herziene NBA-handreiking 1109, 'Accountant en corporate governance informatie', te raadplegen op de website van de NBA: <https://www.nba.nl/nieuws-en-agenda/nieuwsarchief/2017/oktober/consultatie-herziene-handreiking-1109/>.

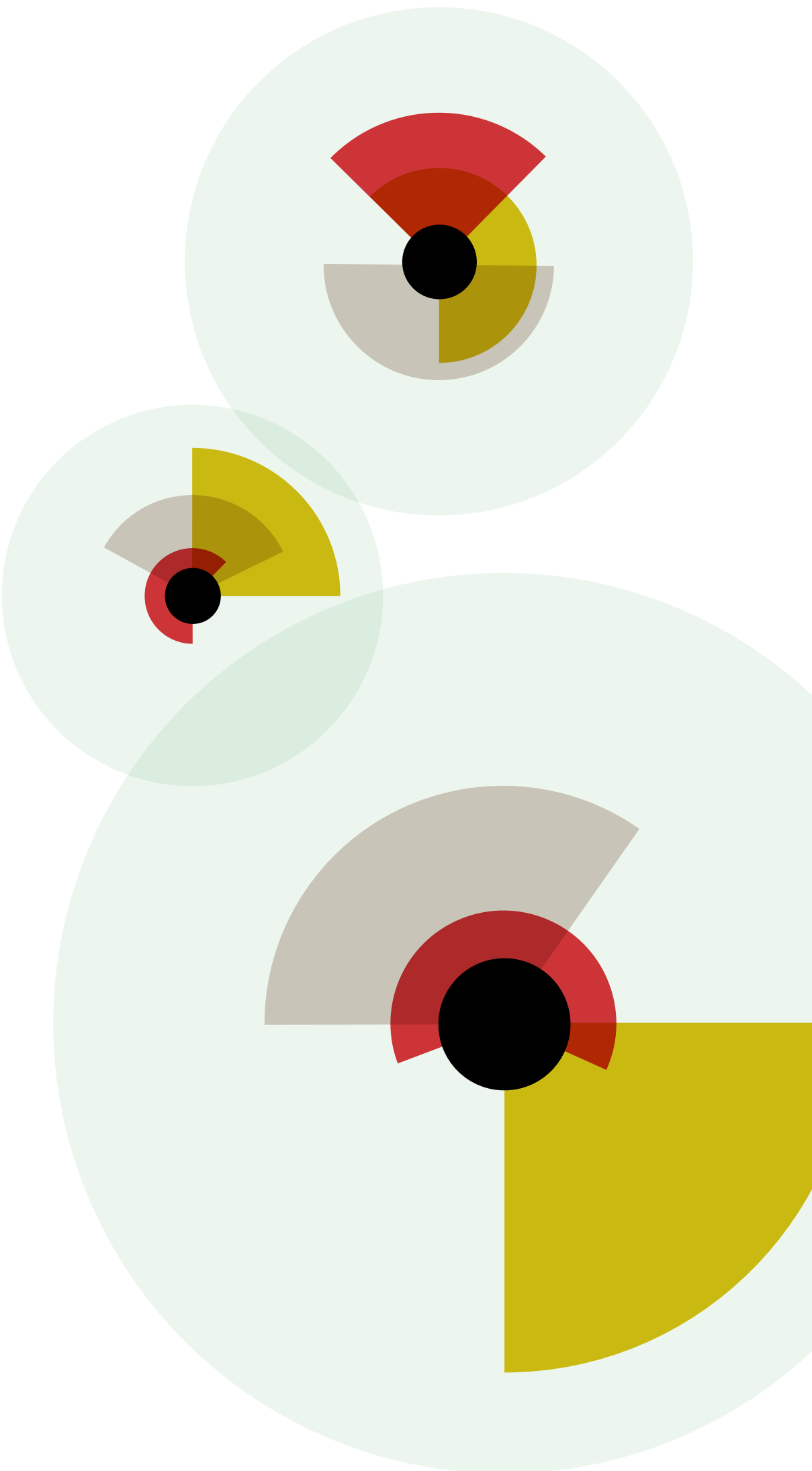
Uitstraling van de Code naar andere sectoren

De Code is een gedragscode voor beursgenoteerde vennootschappen. De partijen waar de Code zich op richt zijn bestuurders, commissarissen en aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. Zij bepalen, daar waar de wet aan hen de ruimte geeft, zelf de waarden en normen van goed ondernemingsbestuur. Deze partijen worden vertegenwoordigd door de schragende partijen van de Code. In publicaties en in de media wordt de Code met regelmaat aangehaald als maatgevend voor goede corporate governance. Ook de Ondernemingskamer geeft in sommige arresten blijk de Code als normbepalend te hanteren. Al met al kent de Code, bij haar stakeholders, in de maatschappij en in de politiek een breed draagvlak. De Commissie ziet dat de Code een bredere uitwerking heeft.

De vraag doet zich voor of het toepassingsbereik van de Code ook niet-beursgenoteerde vennootschappen moet beslaan. Alhoewel de Commissie zich bewust is van de bredere uitstraling van de Code en het goed is dat ook niet-beursgenoteerde ondernemingen bekijken of de Code kan bijdragen aan goed ondernemingsbestuur, is deze toch specifiek geschreven voor beursvennootschappen en niet voor alle vennootschappen. Het kader voor goed ondernemingsbestuur dat de Code biedt is toegeschreven op beursvennootschappen. Deze is expliciet niet in alle gevallen één op één toepasbaar op ondernemingen met een andere ondernemingsdynamiek. Beursgenoteerde ondernemingen kennen immers een bijzondere dynamiek doordat kapitaal en bestuur gescheiden zijn. De Commissie voorziet tevens dat naleving van de Code in die gevallen kan leiden tot belemmerende *compliance* kwesties, iets waar deze niet-beursgenoteerde ondernemingen mogelijk niet mee gebaat zijn.

De Commissie signaleert de opkomst van codes voor niet-beursvennootschappen. Al langere tijd kent een aantal sectoren een gedragscode, al dan niet opgesteld met de Code als leidraad. Dit betreft veelal zelfregulering. De Commissie ziet het als een goed teken dat andere sectoren zich bezinnen op het gedachtegoed van de Code. De opkomst van het ontwikkelen van een code voor niet-beursvennootschappen is ook zichtbaar in het buitenland, bijvoorbeeld Italië werkt aan een dergelijke code en de Britse regering heeft het opstellen van een dergelijke code onlangs aangemoedigd.²⁵ De Commissie ziet ten aanzien van het ontwikkelen en monitoren van een code voor niet-beursvennootschappen geen rol voor zichzelf weggelegd, omdat de Commissie van de overheid de specifieke taak heeft meegekregen om de naleving van de Code voor beursgenoteerde ondernemingen te monitoren.

²⁵ Green paper on corporate governance reform, gepubliceerd op 29 november 2016, Department for Business, Energy & Industrial Strategy, United Kingdom.



4.

MONITORING NALEVING BOEKJAAR 2016

De Commissie heeft onder meer de taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken. Dit doet de Commissie onder meer door jaarlijks te onderzoeken op welke wijze en in welke mate de Code wordt nageleefd. Net als in 2016 heeft de Commissie SEO de opdracht gegeven om de naleving door beursvennootschappen van de Code die in 2008 is vastgesteld te onderzoeken, ditmaal voor het boekjaar 2016. Het nalevingsonderzoek bestond dit jaar uit twee delen. Een deel betreft het eigenlijke nalevingsonderzoek, dat is uitgevoerd middels een bureaustudie. Het tweede deel heeft betrekking op de mate waarin vennootschappen in 2017 vooruitlopen op de Code 2016 die vanaf 2018 gaat gelden en de mate waarin zij nieuwe onderdelen van de Code 2016 reeds toepassen. Dit onderdeel is uitgevoerd door middel van een enquête. De Commissie doet beknopt verslag van het nalevingsonderzoek. Het feit dat 2017 het laatste jaar is dat de Code 2008 van kracht is tezamen met het aflopen van haar zittingstermijn, is reden voor de Commissie om in dit slotdocument haar aandacht meer te richten op het geven van een terug- en vooruitblik.

De bevindingen van de Commissie aangaande het nalevingsonderzoek zijn opgenomen in dit hoofdstuk. Voor een gedetailleerd overzicht van de resultaten verwijst de Commissie naar het onderzoeksrapport van SEO dat te raadplegen is op de website van de Commissie.²⁶ De uitkomsten van de enquête naar de mate waarin vennootschappen in 2017 vooruitlopen op de Code 2016 en de bevindingen van de Commissie daaromtrent worden besproken in hoofdstuk 2.

4.1 Onderzoeksverantwoording

Doel van het nalevingsonderzoek is om de naleving van de Code over het boekjaar 2016 in kaart te brengen. Dit heeft plaatsgevonden middels het bestuderen van bestuursverslagen en andere openbare stukken. SEO heeft op basis van de bestudeerde stukken voor iedere vennootschap de naleving per *best practice* bepaling in kaart gebracht. Deze voorlopige bevindingen zijn aan iedere vennootschap afzonderlijk voorgelegd ter controle en aanvulling. Na deze validatie heeft SEO haar finale bevindingen met een toelichting gedeeld met de vennootschappen. De finale bevindingen uit het bureauonderzoek zijn verwerkt in het onderzoeksrapport. In het rapport van SEO is een uitgebreide toelichting opgenomen op de methodologie en de validatie van het onderzoek.²⁷

²⁶ Nalevingsonderzoek Corporate Governance Code boekjaar 2016, SEO Economisch Onderzoek (2017).

²⁷ Idem, p. 33-46.

In het bureauonderzoek zijn de 96 beursvennootschappen betrokken welke in het boekjaar 2016 statutair in Nederland waren gevestigd en aan de Nederlandse beurs stonden genoteerd. Hiervan zijn 88 vennootschappen daadwerkelijk op naleving getoetst in het bureauonderzoek.²⁸ Van deze 88 vennootschappen staan er 21 genoteerd aan de AEX, 22 aan de AMX, 21 aan de AScX en zijn er 24 lokaal genoteerd.

4.2 Naleving

De naleving van de Code is al jaren hoog. SEO heeft over het boekjaar 2016 zelfs een gemiddelde naleving van bijna 99% geconstateerd. Naleven van de Code houdt in dat codebepalingen of één op één worden toegepast of dat bij afwijking van een bepaling wordt uitgelegd waarom wordt afgeweken. Dit is het bekende 'pas toe of leg uit'-principe (*comply or explain*). De naleving (*comply or explain*) is iets hoger dan in het boekjaar 2015, toen het gemiddelde nalevingspercentage op bijna 97% lag. Dit verschil wordt verklaard door een hogere toepassing (*comply*): 96,7% in 2016 tegenover 94,9% in 2015. Van de 88 op naleving onderzochte vennootschappen leven 31 vennootschappen de Code in 2016 volledig na. Zes vennootschappen leven de Code voor minder dan 95% na (de achterblijvers). Ter vergelijking, over het boekjaar 2015 constateerde SEO nog bij 22 vennootschappen een naleving van minder dan 95%.

De toename in de vastgestelde toepassing is deels een daadwerkelijke verbetering van de toepassing van de Code door vennootschappen, zoals SEO dat heeft geconstateerd in de door haar geraadpleegde documenten. De in paragraaf 2.1 al genoemde communicatie vanuit de Commissie met achterblijvers heeft hier zeker ook aan bijgedragen. Deels is er ook sprake van een hogere vastgestelde toepassing vanwege een aangepaste methodologie van het nalevingsonderzoek. Voor de bepalingen die als rapportagebepaling zijn aangemerkt is het vereiste van op de juiste plek rapporteren over de gewenste informatie in casu licht versoepeld.²⁹ Verder is door de vennootschappen in de validatiefase vaker informatie aangeleverd die tot aanpassing van een voorlopig nalevingsoordeel heeft geleid dan vorig jaar. Een betere voorlichting over het onderzoek vanuit SEO en de Commissie heeft vennootschappen aangespoord om de voorlopige bevindingen te controleren op juistheid en eventuele verschillen van inzicht met het onderzoeksbureau over de bevindingen te adresseren door te verwijzen naar openbare bronnen.

In tabel 4.1 zijn de gemiddelde nalevingspercentages per beursindex in het boekjaar 2016 weergegeven, uitgesplitst in verschillende categorieën. Ter vergelijking zijn tevens de nalevingspercentages in het boekjaar 2015 opgenomen.

²⁸ Vennootschappen zijn buiten beschouwing gelaten indien ze in 2016 geen noemenswaardige activiteiten hadden en/of als ze niet tijdig (23 juni 2017) een jaarverslag publiceerden. Van de 96 beursgenoteerde bedrijven hadden er in 2016 vier geen activiteiten en drie publiceerden over 2016 niet tijdig een jaarverslag. Wat vennootschappen met gebroken boekjaren betreft, zijn de jaarverslagen over 2016 meegenomen, tenzij dit minder dan zes maanden van 2016 betrof en/of een jaarverslag betrof dat in het nalevingsonderzoek over boekjaar 2015 al was meegenomen. Hierdoor is één vennootschap afgevalen.

²⁹ Een rapportagebepaling vereist dat de rapportage over een bepaald onderwerp plaatsvindt op een specifieke aangewezen openbare plek (bijvoorbeeld: bepaling III.2.3 'vaststelling rooster van aftreden commissarissen en plaatsing van het rooster op de website'). In het nalevingsonderzoek over dit boekjaar is ook als toepassing genoteerd als vennootschappen op deze gespecificeerde vereiste plek verwijzen naar een andere plek (en op die andere plek toepassing is geconstateerd).

| Index* | Naleving 2016 | | Niet-naleving 2016 | Naleving 2016 | Naleving 2015 |
|--------|---------------|---------------------------|-----------------------|---------------|---------------|
| | Toepassen | Gemotiveerde afwijking | | | |
| AEX | 97,5% | 1,7% | 0,8% | 99,2% | 98,7% |
| AMX | 98,4% | 1,3% | 0,3% | 99,7% | 97,7% |
| AScX | 97,2% | 2,0% | 0,7% | 99,2% | 97,0% |
| Lokaal | 94,1% | 3,3% | 2,6% | 97,4% | 94,4% |
| Totaal | 96,7% | 2,1% | 1,1% | 98,9% | 96,9% |

Tabel 4.1 Gemiddelde nalevingspercentages per index boekjaar 2016 (N=88)

* Vanwege afrondingsverschillen tellen de percentages niet altijd op tot 100%.

Vaakst niet-nageleefde bepalingen

In het boekjaar 2016 werd de slechtste naleving geconstateerd bij de bepaling IV.3.13 'Beleid bilaterale contacten met aandeelhouders', waar in het boekjaar 2015 de bepaling II.2.13 'Overzicht van bezoldigingsbeleid' het slechts werd nageleefd.

De vaakst niet-nageleefde bepalingen over het boekjaar 2016 staan weergegeven in tabel 4.2. Het betreft alle bepalingen waarvan de niet-naleving minstens 5% bedraagt. De tabel geeft tevens inzicht in de nalevingspercentages van de desbetreffende bepalingen in het boekjaar 2015.

| Bepaling | Percentage niet-naleving vennootschappen 2016 | Percentage niet-naleving vennootschappen 2015 |
|---|--|--|
| IV.3.13 Beleid bilaterale contacten met aandeelhouders (R) | 15,9% | 26,7% |
| II.2.13 Overzicht van bezoldigingsbeleid (R)* | 10,6% | 28,0% |
| V.3.3 Aanbeveling raad van commissarissen bij ontbreken interne audit functie | 9,1% | 5,1% |
| III.1.1 Publiceren reglement raad van commissarissen op de website | 9,1% | 6,7% |
| IV.3.11 Overzicht van beschermingsmaatregelen (R) | 8% | 7,8% |
| II.2.8 Ontslagvergoeding bestuurders | 6,8% | 7,8% |
| II.2.12 Verslag uitvoering van bezoldigingsbeleid (R) | 5,7% | 15,6% |
| III.3.6 Rooster van aftreden commissarissen (R) | 5,7% | 21,6% |

Tabel 4.2 Vaakst niet-nageleefde bepalingen in boekjaar 2016 (N=88)

* (R) staat voor rapportagebepaling.

Een aantal zaken valt op ten aanzien van de vaakst niet-nageleefde bepalingen. De minst nageleefde bepaling (met bijna 16% niet-naleving) in 2016 is bepaling IV.3.13. Deze bepaling schrijft voor dat elke

vennootschap beleid op hoofdlijnen moet formuleren inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en op de website dient te plaatsen. Ook in het boekjaar 2015 hoorde deze bepaling tot de top drie van slechtst nageleefde bepalingen. De naleving is evenwel gestegen van 73,7% in 2015 naar 84,1% in 2016. Al zijn het de lokale fondsen die in aanzienlijke mate (37,5%) nalaten deze bepaling na te leven, het zijn ook met name deze fondsen die de substantiële stijging in de naleving teweeg hebben gebracht. In het boekjaar 2015 leefde 56,5% van de lokale fondsen deze bepaling niet na.

De in dit nalevingsonderzoek geconstateerde hogere toepassing – en dus naleving – betreft bij uitstek rapportagebepalingen. Bepalingen die in eerdere jaren slecht scoorden, hebben dit boekjaar een hogere toepassingsscore, zoals de bepalingen II.2.13 overzicht van bezoldigingsbeleid, II.2.12 verslag uitvoering van bezoldigingsbeleid en III.3.6 rooster van aftreden commissarissen. Sommige andere bepalingen komen om die reden niet langer voor in het overzicht.³⁰

Twee bepalingen zijn nieuw in het rijtje vaakst niet-nageleefde bepalingen. Dit zijn de bepalingen V.3.3. 'Aanbeveling raad van commissarissen bij ontbreken interne audit functie' en III.1.1 'Publiceren reglement raad van commissarissen op de website'. Bepaling V.3.3 vraagt vennootschappen om bij het ontbreken van een interne auditfunctie jaarlijks te evalueren of behoefte bestaat aan een interne auditfunctie en een aanbeveling hierover op te nemen in het jaarverslag. Wat deze bepaling betreft valt op dat het in boekjaar 2016 enkel lokaal genoteerde vennootschappen zijn die bepaling V.3.3 niet naleven en wel een derde van het totaal. Van deze lokaal genoteerde vennootschappen past nog eens ruim 16% de bepaling niet toe, maar legt deze uit. De Commissie merkt op dat de uitkomsten in boekjaar 2016 verschillen met boekjaar 2015. In boekjaar 2015 constateerde SEO bij de lokaal genoteerde fondsen slechts in een enkel geval niet-naleving en verder dat ruim 26% de bepaling niet toepast, maar wel een gemotiveerde uitleg geeft. De wijze waarop het nalevingsonderzoek is uitgevoerd heeft SEO in staat gesteld om een scherper beeld te krijgen en verklaart het verschil in naleving door de lokaal genoteerde vennootschappen.³¹

De tweede nieuwkomer betreft bepaling III.1.1. Het is opvallend dat bijna een op de tien vennootschappen nalaat het reglement van haar raad van commissarissen op de website te publiceren en dat zelfs een stijging valt te constateren in het aantal vennootschappen dat dit nalaat.

Vaakst uitgelegde bepalingen

Volgens het 'pas toe of leg uit'-principe wordt de Code nageleefd wanneer een bepaling wordt toegepast of wanneer gemotiveerde uitleg wordt gegeven indien een bepaling niet één op één in praktijk wordt gebracht. De werking van het 'pas toe of leg uit'-principe staat of valt met de kwaliteit van de door vennootschappen gegeven uitleg.

Uitleg van onvoldoende kwaliteit is, net als bij het nalevingsonderzoek over het boekjaar 2015, aangemerkt als niet-naleving en doorberekend in de nalevingspercentages. SEO heeft gekeken naar de kwaliteit van uitleg door vennootschappen, conform eerder gegeven *guidance* door de Commissie Streppel.³²

30 Dit betreffen de bepalingen III.3.1 (Profielchets raad van commissarissen), III.3.6 (Rooster van aftreden commissarissen) en III.5.1 (Reglement commissies raad van commissarissen).

31 SEO heeft de uitkomsten van de enquête betrokken in het nalevingsonderzoek. Vennootschappen zijn expliciet gevraagd naar het wel of niet hebben van een interne auditfunctie. Zie ook hoofdstuk 2.

32 De basis voor de beoordeling van de kwaliteit van de uitleg is de *guidance* die de Commissie Streppel gaf in het Monitoringrapport boekjaar 2011, p. 8. In het nalevingsonderzoek classificeert afwijking (niet-toepassing) van een bepaling als gemotiveerde afwijking (en daarmee naleving) als aan drie voorwaarden tegelijkertijd is voldaan: 1) er vindt melding van afwijking plaats, 2) er wordt vermeld hoe er wordt afgeweken, dat wil zeggen wat de vennootschap doet in plaats van het in de Code bepaalde en 3) er wordt vermeld waarom er wordt afgeweken. Bij het 'waarom' van de vermelde afwijking (punt 3) dient op zijn minst te worden ingegaan op waarom de afwijking nodig is of op hoe de afwijking aansluit bij het principe van de Code. Er is door SEO geen inhoudelijk oordeel geveld over de geldigheid van toelichtingen.

Bijna de helft (0,5%) van de geconstateerde niet-naleving (1,1%) betrof gevallen waarbij geen of onvoldoende toelichting is gegeven waarom en eventueel op welke wijze is afgeweken van de desbetreffende bepaling. Ten opzichte van het boekjaar 2015 is het totaalpercentage van gemotiveerde afwijking van de Codebepalingen gelijk gebleven, namelijk 1,1%.

De meest uitgelegde bepaling is, net als in boekjaar 2015, bepaling II.1.1 (maximale zittingsduur bestuurders). Vooral lokale fondsen, ruim een derde, houden zich niet aan de maximale zittingsduur van bestuurders. In ongeveer 29% van de gevallen geven deze vennootschappen gemotiveerd aan wat daarvan de achterliggende redenen zijn. De AScX-fondsen volgen op de voet met bijna hetzelfde percentage. Bepaling IV.1.1 'ontnemen van het bindende karakter voordracht bestuurder' wordt, net als bepaling II.2.8 'maximale vertrekvergoeding', vooral door AEX-vennootschappen vaak uitgelegd in plaats van toegepast, met respectievelijk 28,6% en 23,8%.

4.3 Perspectief van de Commissie

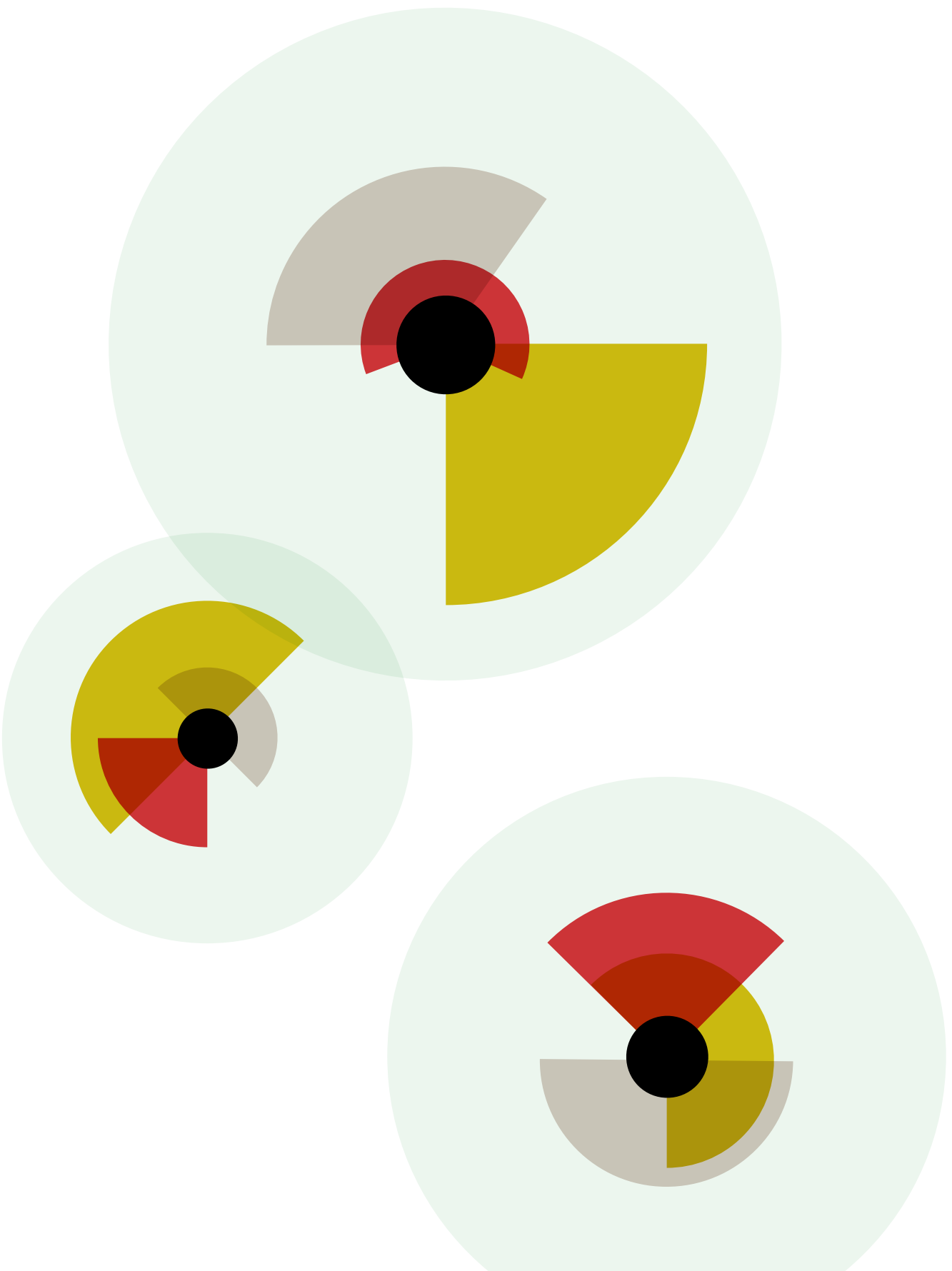
De Commissie is verheugd dat de naleving van de Code, die al jaren hoog is, dit jaar verder is gestegen. In de contacten met de Commissie laten vrijwel alle vennootschappen weten de naleving van de Code zeer serieus te nemen. De Commissie schroomt niet om vennootschappen aan te spreken in die gevallen waar verbetering van de naleving te verwachten valt. Dit past bij het streven van de Commissie te komen tot een zo hoog mogelijke naleving.

Vennootschappen hebben bij het huidige nalevingsonderzoek in grotere mate gebruik gemaakt van de mogelijkheid de bevindingen van SEO te controleren en daar waar nodig daarop te reageren. Dit onderstreept dat vennootschappen bij (de monitoring van) de naleving van de Code ook een eigen verantwoordelijkheid hebben. Het validatieverzoek van het onderzoeksbureau aan vennootschappen is niet alleen nuttig voor de monitoring van de Code, maar is tevens een goede manier voor de vennootschappen zelf om de kwaliteit van hun rapportage over de naleving van de Code te toetsen.

De Commissie wijst op het belang van het op een juiste wijze naleven van bepaling IV.3.13 'Beleid bilaterale contacten met aandeelhouders'. De Commissie is zich ervan bewust dat het met name vennootschappen met een beperkte omvang zijn die nalaten een beleid te formuleren inzake bilaterale contacten en/of deze op de website te publiceren. De Commissie spoort ook deze vennootschappen aan om de bepaling na te leven, omdat zij van mening is dat het toepassen van de bepaling getuigt van goede *stewardship* van vennootschappen ten opzichte van hun kapitaalverschaffers. De Commissie onderstreept het belang van een open dialoog met aandeelhouders, waarbij een transparant beleid essentieel is.

Drie op de vier vennootschappen past de bepaling (II.1.1) toe die ziet op de benoemingstermijn voor bestuurders. Voornaamste reden voor vennootschappen om deze niet toe te passen, is de onmisbaarheid van de betreffende bestuurder voor de gewenste continuïteit van de onderneming. Langer lopende contracten kunnen ook een verklaring zijn waarom een op de vijf vennootschappen zich niet aan de vertrekvergoeding van maximaal een jaarsalaris voor bestuurders houdt (bepaling II.2.8). De Commissie constateert dat, al is er weliswaar een stijging te signaleren, beide bepalingen nog steeds bovengemiddeld minder toegepast worden.

Ook in het boekjaar 2016 is de bepaling III.2.1 'onafhankelijkheid commissarissen' een van de meest uitgelegde bepalingen. In het boekjaar 2016 was het aantal vennootschappen dat meer dan één afhankelijk commissaris heeft hoger dan in het boekjaar 2015. Deze stijging komt geheel op het conto van de AMX- en AScX-fondsen. De Commissie acht het goed mogelijk dat vennootschappen reeds een voorschot nemen op de beperkte verruiming van het aantal toegestane niet-onafhankelijke commissarissen die in de Code 2016 is geïntroduceerd.



5.

OVER DE CODE EN DE COMMISSIE

5.1 De Nederlandse Corporate Governance Code

De Code bevat principes en *best practice* bepalingen gericht op deugdelijk ondernemingsbestuur en is in werking getreden per 1 januari 2004. De Code regelt de verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. 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. Het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap leggen over de gekozen corporate governance structuur en de naleving van de Code verantwoording af aan hun aandeelhouders. In 2016 is de Code herzien en op 8 december 2016 is de herziene Code gepubliceerd. Op 7 september 2017 is het besluit waarmee de herziene Code wettelijk zal worden verankerd, gepubliceerd in het Staatsblad. Hierdoor worden Nederlandse beursvennootschappen geacht in 2018 te rapporteren over de naleving van de herziene Code over het boekjaar 2017.

De Code is van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit binnen de EU, of een daarmee vergelijkbare markt of handelsfaciliteit buiten de EU. Nederlandse beursvennootschappen waarvan effecten worden verhandeld op een multilaterale handelsfaciliteit en waarvan het balanstotaal minder dan €500 miljoen bedraagt, zijn uitgezonderd van de werking van de Code. Bedrijven die niet onder de reikwijdte vallen, kunnen er voor kiezen om de Code op vrijwillige basis toe te passen, wat ook regelmatig gebeurt.

Naleving van de Code heeft een wettelijke grondslag. Bij algemene maatregel van bestuur is de Code aangewezen als code waar Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag aan moeten refereren op grond van artikel 2:391, vijfde lid, Burgerlijk Wetboek.³³ Nederlandse institutionele beleggers zijn sinds 1 januari 2007 verplicht in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de principes en *best practice* bepalingen van de Code die tot hen gericht zijn.³⁴ De partijen waar de Code zich op richt, worden vertegenwoordigd door de 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.

³³ Artikel 2 van het besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb 2004, 747.

³⁴ Artikel 5:86 Wet op het financieel toezicht.

5.2 Taak van 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.

Het instellingsbesluit bepaalt dat de Commissie ten minste eenmaal per jaar verslag doet aan de ministers van Economische Zaken, Veiligheid & Justitie en Financiën van haar bevindingen. In dit verslag kan de Commissie ook richtlijnen geven voor naleving van een of meer voorschriften in de Code. Deze richtlijnen worden ook wel *guidance* genoemd. De huidige Commissie bestaat uit een voorzitter en zes leden die allen ervaren en deskundig zijn op het gebied van corporate governance. Een overzicht van de samenstelling van de Commissie is opgenomen op pagina 46. De Commissie is op 11 december 2013 door minister Kamp van Economische Zaken ingesteld. De Commissie is voor vier jaar benoemd.

SAMENSTELLING

MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

Voorzitter

prof. dr. J.A. van Manen

Partner Strategic Management Centre

Vicevoorzitter raad van commissarissen De Nederlandsche Bank NV

Lid raad van commissarissen Bornet Groep Rotterdam BV

Secretariaat

K. van Kalveveen, MA

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, directie Ondernemerschap

mr. C.M. Molkenboer

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, directie Ondernemerschap

Toehoorders

mr. L.D.V.M. Kompier en mr. W.J. Brants

Directie Wetgeving, Ministerie van Justitie en Veiligheid

mr. M. Rookhuijzen

Directie Financiële Markten, Ministerie van Financiën

Leden

prof. dr. B.E. Baarsma

Directeur kennisontwikkeling Rabobank

Hoogleraar marktwerking- en mededingingseconomie Universiteit van Amsterdam

SER Kroonlid

drs. E.F. Bos

Chief executive officer PGGM

Lid raad van toezicht van Nederlandse Opera & Ballet

Non-executive director Sustainalytics Holding BV

mr. P.J. Gortzak

Hoofd Beleid Group Strategie en Beleid APG

Lid raad van toezicht CFK

Lid commissie Evaluatie Politiewet

Lid raad van toezicht Nationaal Register

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 VEUO

R.J. van de Kraats RA

CFO & vice chairman Executive Board Randstad Holding NV

Non executive director OCI NV

Lid raad van commissarissen Schiphol Group

prof. mr. H.M. Vletter-van Dort

Hoogleraar financial law and governance Erasmus School of Law

Voorzitter raad van commissarissen Intertrust NV

Lid raad van commissarissen NN Group NV

Non-executive board member Barclays International

