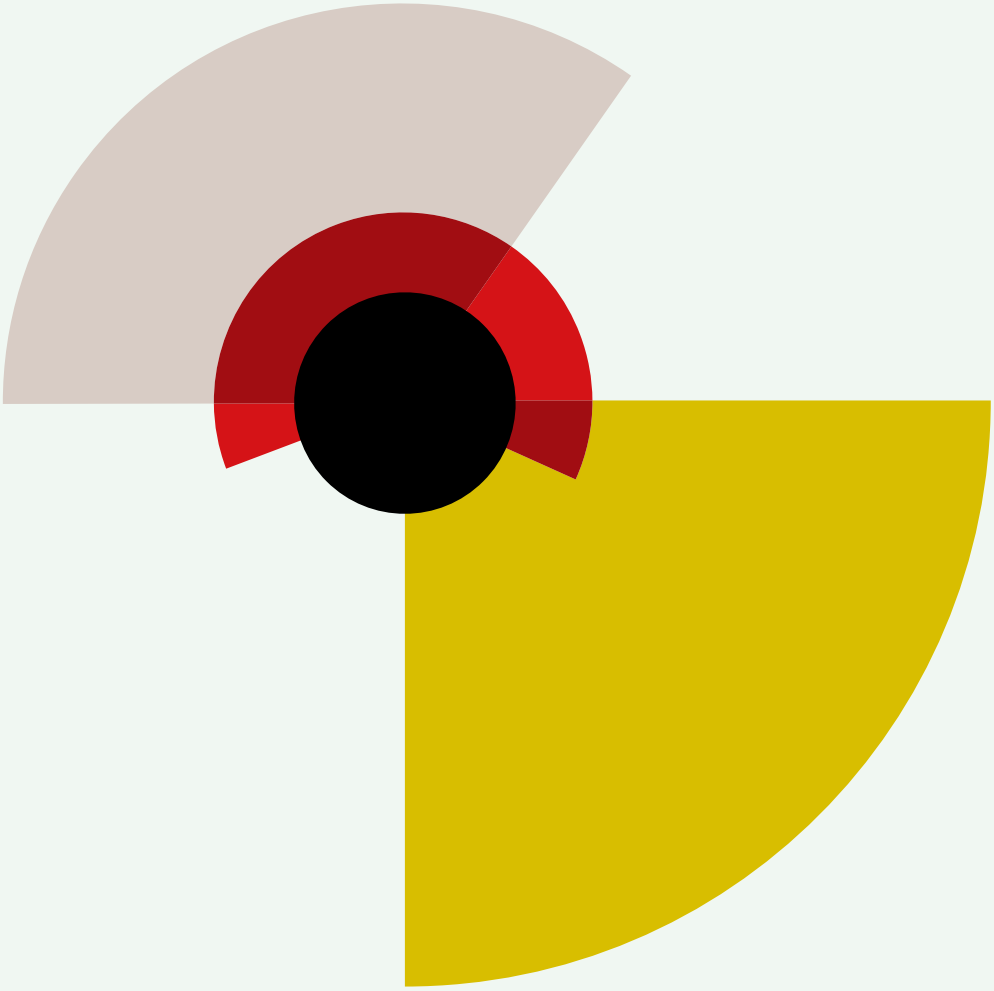
De Nederlandse

CORPORATE GOVERNANCE CODE

Monitoring rapport
boekjaar 2025



November 2026
mccg.nl

Corporate governance in de praktijk in 2025

Kwalitatief onderzoek naar de wijze waarop Nederlandse beursvennootschappen in boekjaar 2025 de Corporate Governance Code in de praktijk brachten, met bijzondere aandacht voor risicobeheersing en VOR, en cultuur en stakeholderdialoog in relatie tot duurzame lange termijn waardecreatie.

INHOUD

Voorwoord **5**

Introduction **6**

Bevindingen en zienswijzen van de Commissie **7**

Findings and views of the Committee **12**

1 Inleiding **17**
1.1 Over dit onderzoek 17
1.2 Grote diversiteit aan beursvennootschappen 17
1.3 Naleving van de Code 18
1.4 Onderzoeksopzet 19

2 Risicobeheersing en de VOR **20**
2.1 De VOR in de Code en de uitbreiding in 2025 21
2.2 De risicobeheersing achter de VOR 24
2.3 De VOR in de praktijk 24
2.4 Effecten van de VOR 31

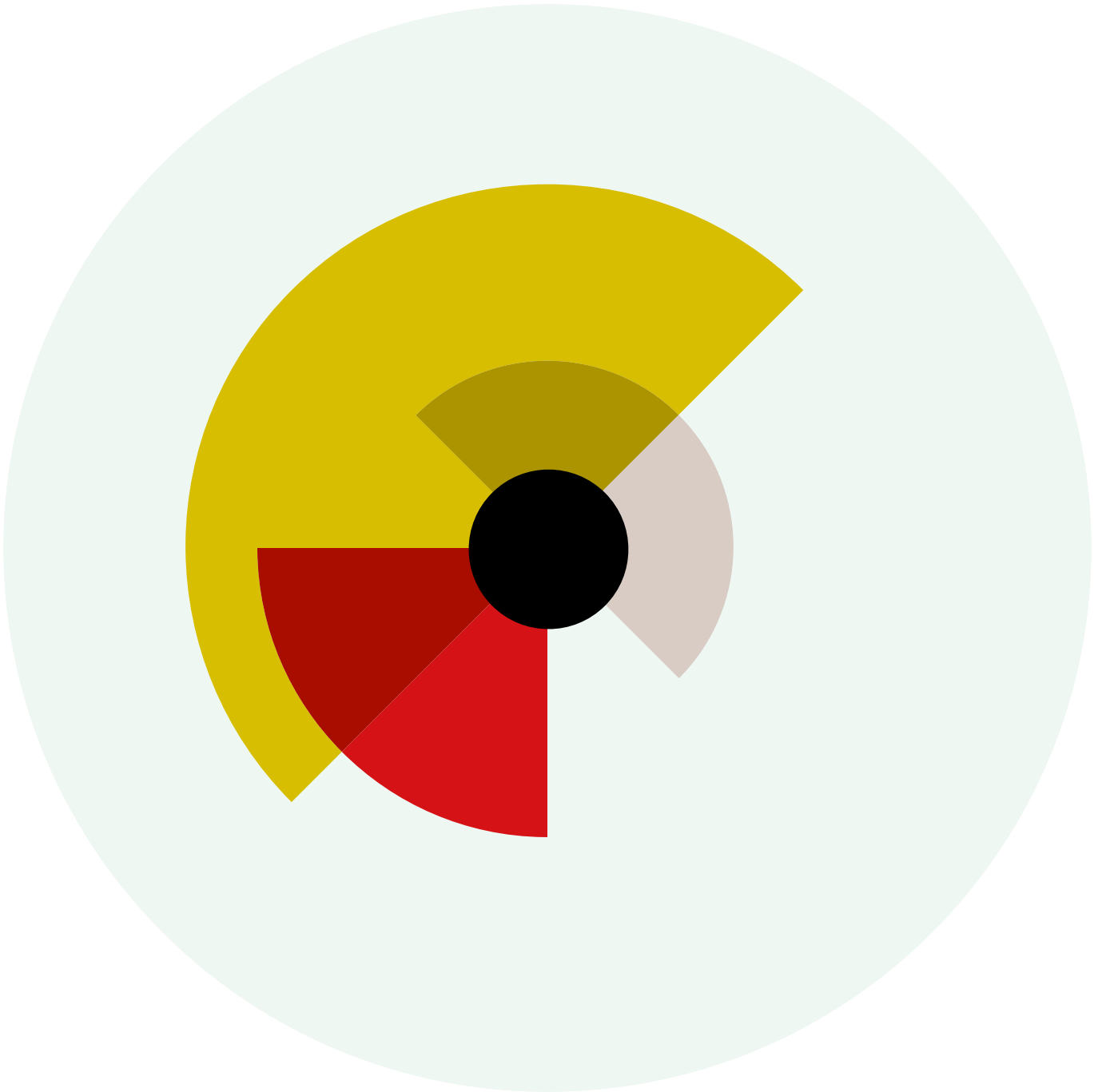
3 Cultuur **35**
3.1 Cultuur in de Code 36
3.2 Cultuurbeleid, monitoring en verslaggeving 38
3.3 Cultuur in bestuur en toezicht 42

4 Stakeholderdialoog **43**
4.1 Stakeholderdialoog in de Code 43
4.2 Stakeholders en de inrichting van de dialoog 44
4.3 Van dialoog naar belangenafweging 47

Bijlage A: Samenstelling van de Commissie **49**

Bijlage B: Onderzoeksverantwoording **51**

Bijlage C: Onderzoekspopulatie **54**



VOORWOORD

Voor u ligt het Monitoring Rapport over boekjaar 2025.

Over 2024 werd – als nulmeting voor deze Commissie – in 2025 een uitgebreid nalevingsonderzoek uitgevoerd. In 2026 heeft de Commissie ervoor gekozen om in de monitoring meer aandacht te gaan geven aan de kwaliteit van de toelichting, inhoudelijke motivering en volwassenheid van governance-dialogen; dus niet alleen of er wordt uitgelegd, maar ook hoe en waarom. Dit betekent feitelijk een verschuiving van formele compliance naar "substance over form".

Het doel van het monitoringonderzoek over 2025 was om te inventariseren hoe vennootschappen in de praktijk invulling gaven aan drie specifieke thema's: de verklaring omtrent risicobeheersing (VOR), de stakeholderdialoog en cultuur in relatie tot duurzame lange termijn waardecreatie (DLTWC). Voor de VOR werd gekozen omdat de bepaling in 2025 ingrijpend werd gewijzigd. Cultuur werd gekozen omdat het in 2024 op naleving laag scoorde en de stakeholderdialoog omdat die een steeds nadrukkelijker onderdeel van bestuur en toezicht is geworden.

Het rapport geeft geen oordeel over de naleving, maar inzicht en – waar mogelijk – good practices, naast enkele suggesties voor verdere optimalisatie van de praktische invulling.

Het onderzoek is uitgevoerd door een consortium dat bestond uit SEO Economisch Onderzoek, Universiteit Leiden en Nyenrode Business Universiteit (SNL). Het onderzoek nam meerdere maanden in beslag en bestond uit:

- Bureauonderzoek van jaarverslagen;
- Verschillende enquêtes voor vennootschappen, institutionele beleggers, externe en interne auditors;
- Verschillende rondetafelgesprekken met bestuurders, commissarissen, risicomanagers, bestuurssecretarissen, externe accountants en interne auditors;
- Individuele gesprekken met experts op de verschillende onderwerpen;
- Individuele gesprekken met bestuurders en commissarissen.

Om eigen inzichten te krijgen, namen leden van de Commissie deel aan de rondetafelgesprekken en aan individuele gesprekken.

De Commissie spreekt haar grote waardering uit voor de onderzoekers van het consortium, die gezamenlijk de uitdaging van dit uitgebreide kwalitatieve onderzoek zijn aangegaan. Ook dankt de Commissie de vennootschappen en institutionele beleggers voor hun bereidwillige medewerking en de vele commissarissen, bestuurders, bestuurssecretarissen, risicomanagers, externe accountants en interne auditors die via enquêtes, rondetafelgesprekken en individuele interviews openhartig hun ervaringen en inzichten hebben gedeeld. Hun bijdragen zijn van grote waarde geweest voor de diepgang en kwaliteit van het onderzoek. De Commissie dankt de NBA[1] en het IIA[2] voor hun ondersteuning bij de organisatie van de enquêtes en rondetafelgesprekken.

Tot slot een bijzonder woord van dank aan de schragende partijen voor hun vertrouwen in de Commissie en voor hun constructieve inbreng bij het onderzoek.

Namens de Commissie,

Rob van Wingerden
Voorzitter

1 Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
2 Instituut van Internal Auditors

INTRODUCTION

Presented here is the Monitoring Report for the 2025 financial year.

For 2024 – as a baseline for this Committee – an extensive compliance study was carried out in 2025. In 2026, the Committee has chosen to pay more attention in the monitoring to the quality of the explanation, substantive justification and maturity of governance dialogues; so not only whether it is explained, but also how and why. This effectively means a shift from formal compliance to substance over form.

The purpose of the monitoring study for 2025 was to identify how companies implemented three specific themes in practice: the statement on risk management (VOR), the stakeholder dialogue and culture in relation to sustainable long-term value creation. The VOR was chosen because the provision was radically changed in 2025. Culture was chosen because it scored low on compliance in 2024 and stakeholder dialogue because it has become an increasingly prominent part of management and supervision.

The report does not provide an opinion on compliance, but insight and – where possible – good practices, in addition to some suggestions for further optimisation of the practical implementation.

The study was conducted by a consortium consisting of SEO Amsterdam Economics, Leiden University and Nyenrode Business University (SNL). The study took several months to complete and consisted of:

- Desk research of annual reports;
- Various surveys for companies, institutional investors, external and internal auditors;
- Various round table discussions with management board members, supervisory board members, risk managers, board secretaries, external and internal auditors;
- Individual conversations with experts on the various topics;
- Individual interviews with management board and supervisory board members.

In order to gain their own insights, members of the Committee participated in the round table discussions and in individual discussions.

The Committee expresses its great appreciation to the researchers of the consortium, who have jointly taken up the challenge of this extensive qualitative study. The Committee would also like to thank the companies and institutional investors for their willing cooperation and the many management board and supervisory board members, board secretaries, risk managers, and external and internal auditors who have candidly shared their experiences and insights through surveys, round tables and individual interviews. Their contributions have been of great value to the depth and quality of the study. The Committee also would like to thank the NBA[3] and the IIA[4] for their support in organising the surveys and round tables.

Finally, I would like to thank the supporting parties for their confidence in the Committee and for their constructive contribution to the study.

On behalf of the Committee,

Rob van Wingerden
Chairman

3 Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
4 Instituut van Internal Auditors

BEVINDINGEN EN ZIENSWIJZEN VAN DE COMMISSIE

Algemeen

De Commissie heeft, na haar start in maart 2025, een uitgebreide nulmeting uitgevoerd voor de naleving van de Code-bepalingen over boekjaar 2024. Vanaf 2026 wil de Commissie meer aandacht geven aan de kwaliteit van toelichting, inhoudelijke motivering en de volwassenheid van governance-dialogen. Voor de monitoring over 2025 heeft de Commissie daarom besloten om een thematisch monitoringonderzoek uit te voeren in plaats van een nalevingsonderzoek, met als doel inzicht te krijgen in de werking van de Code in de praktijk en inzicht in verschillen tussen vennootschappen[5], dilemma's en good practices.

De Commissie heeft gekozen voor de volgende drie thema's: (i) de verklaring omtrent risicobeheersing (VOR), inclusief de onderliggende risicobeheersing, (ii) cultuur, en (iii) stakeholderdialoog; de laatste twee onderwerpen in relatie tot duurzame lange termijn waardecreatie. Deze thema's sluiten aan bij de opname van de ingrijpend gewijzigde VOR in de Code 2025 en bij de wens tot beter inzicht in de uitkomsten uit het nalevingsonderzoek over 2024; de thema's cultuur en stakeholderdialoog behoorden in dat onderzoek tot de minst nageleefde bepalingen.

De Code 2025 breidde de VOR in 1.4.3 uit met twee elementen: een verklaring met beperkte mate van zekerheid over de duurzaamheidsverslaggeving en een verklaring over het zekerheidsniveau van de effectiviteit van beheersing van operationele en compliancerisico's. Daarnaast voegde de Code 2025 in 1.4.2 de verantwoording over de effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen met betrekking tot de operationele, compliance- en verslaggevingsrisico's over het afgelopen boekjaar toe. De VOR is tot stand gekomen in overleg tussen de schragende partijen van de Code (CNV, Eumedion, Euronext, FNV[6], VEB, VEUO en VNO-NCW) en de NBA. De Commissie heeft de overeengekomen tekst van de VOR in maart 2025 ongewijzigd in de Code opgenomen.

De bevindingen van dit onderzoek gaan over de manier waarop vennootschappen de nieuwe elementen van de VOR hebben ingevuld en over hoe zij in de praktijk omgaan met de bepalingen over risicobeheersing, cultuur en stakeholderdialoog. Daarbij zijn substantiële verschillen zichtbaar en dat is niet verwonderlijk: de Code geldt voor een zeer diverse groep van 127 vennootschappen. Naast de A-noteringen (AEX, AMX en AScX; 43%) vallen er lokale fondsen (23%) en buitenlands genoteerde vennootschappen (34%) onder. Ruim de helft van de vennootschappen stelde over 2025 een duurzaamheidsverslag op volgens de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

Risicobeheersing en VOR

De VOR heeft een positieve impact op risicobeheersing

Een van de doelstellingen van de VOR is continue verbetering van de risicobeheersing. Deze monitor over 2025 toont aan dat de bouwstenen van een gedegen risicobeheersingsraamwerk bij het overgrote deel van de vennootschappen aanwezig zijn en dat er een adequate risico-governance is. Het beeld is ook dat, mede door de VOR, de kwaliteit van de aanpak en documentatie van het risicobeheersingsproces verder is verbeterd. De VOR leidde tevens tot meer aandacht van bestuurders en commissarissen voor

5 De in Nederland gevestigde beursgenoteerde vennootschappen (niet de institutionele beleggers).
6 De FNV was tot oktober 2024 schragende partij.

risicobeheersing en tot een toename van de interne dialoog over de uitkomsten en de rapportage daarover. Daarbij werd meer holistisch gekeken naar risico's en gebruikgemaakt van het werk van functies als onder andere risicobeheersing, compliance en interne audit.

Dat de VOR al breed is toegepast, blijkt ook uit de jaarverslagen: vrijwel alle AEX-, AMX- en AScX-vennootschappen nemen de VOR op, evenals 97% van de lokale fondsen en 65% van de buitenlands genoteerde vennootschappen.

De Commissie constateert dat vennootschappen in 2025 serieus met de VOR zijn omgegaan en dat de VOR een positieve impact heeft op de risicobeheersing. Dat bleek ook uit de gesprekken met betrokkenen die de Commissie heeft bijgewoond: het onderwerp stond duidelijk hoog op de bestuursagenda. Vennootschappen kunnen in het komende jaar daarop voortbouwen door de dialoog tussen bestuur en commissarissen over risico's en risicobereidheid verder te verdiepen, het gesprek over de effectiviteit van de risicobeheersing en de noodzakelijke verbeteringen voort te zetten, en daarover in het jaarverslag te rapporteren. In gesprekken met externe stakeholders lijkt de VOR nog beperkt geagendeerd te zijn geweest.

Beperkte mate van zekerheid over duurzaamheidsverslaggeving wordt vooral gegeven door CSRD-rapporteurs

Vrijwel alle CSRD-rapporteurs verklaren een "beperkte mate van zekerheid" over de duurzaamheidsverslaggeving; bij de A-noteringen ontbreekt dit element nauwelijks. Het element ontbreekt vaker bij vennootschappen zonder CSRD-verslag (46% van de onderzochte vennootschappen), met name bij kleinere lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen. Dat is verklaarbaar: de VOR zoals ingevoerd in de Code 2025 ging ervan uit dat nagenoeg alle beursvennootschappen onder de CSRD zouden vallen, maar de reikwijdte van de CSRD is inmiddels beperkt tot de grotere vennootschappen.

De Commissie begrijpt dat het verklaren met "beperkte mate van zekerheid" over duurzaamheidsrapportage bij vennootschappen zonder CSRD-rapportage vaker ontbreekt en constateert tegelijkertijd dat een deel van deze vennootschappen er een positieve eigen invulling aan geeft.

De verklaring over operationele en compliancerisico's is voorzichtig geformuleerd

Wat aan de VOR-implementatie door velen als lastig werd ervaren, was het ontbreken van concrete definities voor begrippen als effectiviteit, zekerheid, materialiteit en belangrijke tekortkomingen. Anderen waarderen juist de open normen van de Code. Vooral bij de verklaring over operationele en compliancerisico's is dit terug te zien in de uiteenlopende manieren waarop vennootschappen deze verklaring hebben geformuleerd.

Veel verklaringen volgen hetzelfde patroon. Een voorbeeld: '*het bestuur is er niet mee bekend dat de interne beheersings- en controlesystemen geen toereikende zekerheid bieden dat de operationele en compliancerisico's effectief worden beheerst*'.

Twee derde van de vennootschappen die deze verklaring afgeven, kiest voor zo'n dubbele ontkenning. Opvallend is dat de financiële instellingen nagenoeg allemaal een positief geformuleerde verklaring afgeven. Ze zijn als onder toezicht staande instellingen gewend aan verwante formuleringen voor operationele en compliancerisico's.

De verklaringen verschillen voornamelijk op vier punten:

- de bewoording van het zekerheidsniveau (54% van de verklaringen over operationele en compliancerisico's gebruikt de term 'sufficient comfort', meestal met dezelfde generieke omschrijving);
- een peildatum (vaak balansdatum) of periode (gehele boekjaar);
- de verwijzing naar 'geïdentificeerde risico's' (de risico's die in het jaarverslag zijn opgenomen) of de beperking tot de *materiële* operationele en compliancerisico's; en
- voorbehouden die specifiek zien op deze categorie van risico's.

De terughoudendheid wordt mede verklaard doordat de VOR nieuw was en definities ontbraken, alsook door overwegingen ten aanzien van aansprakelijkheid. Handreikingen van met name de VEUO en NBA, onderling overleg en benchmarking hebben ertoe bijgedragen dat bepaalde formuleringen vaak en op dezelfde wijze terugkomen in deze verklaring.

De Commissie benadrukt dat de VOR ruimte biedt voor een eigen invulling die past bij de aard van de onderneming en bij het zekerheidsniveau dat de vennootschap zelf kiest voor de effectiviteit van beheersing van operationele en compliancerisico's. Het is de verwachting van de Commissie dat vennootschappen vanaf 2026 hun verklaring meer op hun eigen situatie afstemmen. De VOR kan daarmee bijdragen aan een betekenisvolle dialoog over de risicobeheersing.

De Commissie vraagt zich af of de combinatie van een dubbele ontkenning, verklaring per peildatum en beperkende voorbehouden nog voldoende effectief bijdraagt aan het inzicht en de bijbehorende dialoog.

VOR in eerste jaar veel afgegeven per peildatum

Voor operationele en compliancerisico's verklaart het bestuur welk niveau van zekerheid de systemen geven dat deze risico's effectief worden beheerst. De Code schrijft niet voor of de verklaring betrekking heeft op de stand op één moment, bijvoorbeeld de balansdatum, of op het hele boekjaar. Ongeveer de helft van de vennootschappen (55%) verklaart op of per de balansdatum, een deel (15%) verklaart expliciet over het boekjaar en de overige vennootschappen (31%) noemen geen moment en ook geen periode[7].
De Commissie constateert dat vennootschappen hier verschillend mee omgaan en dat de Code ruimte laat voor beide benaderingen.

Uitgangspunt in de Code is dat het bestuur gedurende het boekjaar continu verantwoordelijk is voor opzet en werking van de systemen, deze gedurende het boekjaar beoordeelt en eenmaal per jaar over de bevindingen en de effectiviteit verklaart. Het gaat de Commissie om het inzicht in de risicobeheersing waaraan de bepalingen 1.4.2 (verantwoording in het bestuursverslag) en 1.4.3 (verklaring van het bestuur) samen bijdragen. Het ligt voor de hand dat het bestuur bij het bepalen van het niveau van zekerheid de belangrijke tekortkomingen, wijzigingen en verbeteringen in het boekjaar betrekt, ook als de verklaring op een peildatum wordt gegeven.

Om het inzicht in de risicobeheersing te verbeteren, geeft de Commissie in overweging om zowel belangrijke tekortkomingen die in het boekjaar zijn opgelost als tekortkomingen die per balansdatum nog bestaan in het bestuursverslag te benoemen, en aan te geven welke acties worden ondernomen om ze aan te pakken.

Over belangrijke tekortkomingen wordt weinig concreet gerapporteerd

Er is in 2025 geen wezenlijke toename van rapportage over belangrijke tekortkomingen zichtbaar ten opzichte van de daarvoor bestaande praktijk. Bij vennootschappen bestaat de vraag wat als belangrijke

7 Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100

tekortkoming kwalificeert en wanneer erover moet worden gerapporteerd. Daarbij spelen aansprakelijkheid, veiligheid, concurrentiegevoeligheid en privacy een rol.

Inzicht in de effectiviteit van de risicobeheersing en de concrete uitkomsten daarvan is onderdeel van transparante verantwoording. De Commissie moedigt vennootschappen aan om duidelijker in te gaan op belangrijke tekortkomingen en daarbij te rapporteren over de opvolging, verbeteringen die al zijn doorgevoerd en lopende verbeteracties.

De externe accountant is veel geraadpleegd bij implementatie van de VOR
De externe accountant geeft geen verklaring bij de VOR, maar beoordeelt middels marginale toetsing het jaarverslag op materiële inconsistenties of onjuistheden. In het eerste jaar van de VOR was de externe accountant veelal in een vroeg stadium betrokken: de accountant beoordeelde conceptteksten en adviseerde over de rapportage. Dat verklaart mede dat de marginale toetsing van het jaarverslag tot weinig bevindingen leidde die in het accountantsverslag terechtkwamen. De externe accountant verwacht dat zijn betrokkenheid in volgende jaren zal afnemen.

De VOR wordt overwegend als nuttig ervaren
De vennootschappen oordelen verschillend over het nut van de VOR: 24% van de respondenten van de vennootschappenenquête vindt haar nuttig, 60% deels nuttig en 16% niet nuttig.

Intern betrokken afdelingen bij de risicobeheersing van de vennootschappen, zoals risicobeheersing, compliance, interne auditors en bestuurssecretarissen, oordelen positief over de impact op de interne aanpak en samenwerking bij risicobeheersing en de rapportage daarover.

Aandeelhouders stelden tijdens de algemene vergaderingen nog nauwelijks vragen over de VOR.
De verklaring als zodanig bevestigt voor hen vooral dat het bestuur de risicobeheersing heeft beoordeeld, maar geeft nog weinig aanleiding voor een inhoudelijk gesprek.

De Commissie wijst op het belang van voldoende inzicht in de effectiviteit van de risicobeheersing en de uitkomsten daarvan voor alle stakeholders. Het nut van de VOR neemt toe als zij tot een dialoog leidt waarbij vennootschappen wordt gevraagd toelichting te geven op wat in de VOR wordt verklaard, waarin wordt besproken hoe transparant en duidelijk dat is en wat de impact is van gehanteerde voorbehouden.
De Commissie ziet graag dat deze dialoog tussen vennootschappen en hun stakeholders wordt gevoerd.

Cultuur

Cultuur wordt belangrijk gevonden; het operationaliseren, monitoren en rapporteren blijft een uitdaging
De meeste vennootschappen vinden cultuur een belangrijk onderwerp en hebben kernwaarden en een gedragscode geformuleerd. Vennootschappen geven verschillende invullingen aan het begrip cultuur en gebruiken uiteenlopende instrumenten om cultuur te onderzoeken en te beïnvloeden.

De meerderheid beschrijft hoe de vennootschap cultuur monitort, terwijl de meesten het gebrek aan concreetheid van het begrip en de meetbaarheid van cultuur zien als belemmeringen voor de rapportage daarover. Het onderzoek bevat ook voorbeelden waarin vennootschappen waarden vertalen naar gewenst gedrag en personeelsbeleid, en de toepassing daarvan periodiek evalueren.

In de meerderheid van de jaarverslagen worden nieuwe of vernieuwde cultuurinitiatieven beschreven.

De gewenste cultuur wordt vaker beschreven dan de feitelijke cultuur. In een gering deel van de jaarverslagen worden bevindingen over de feitelijke cultuur vergeleken met de gewenste cultuur en worden acties geformuleerd om het verschil te verkleinen.

Cultuur draagt bij aan duurzame lange termijn waardecreatie en risicobeheersing
De Commissie constateert dat er veel aandacht is voor cultuur, met veel overeenkomsten maar ook veel verschillen. Vennootschappen die erin zijn geslaagd cultuur en kernwaarden gestructureerd te implementeren, vorm te geven, te bevorderen en te integreren in de dagelijkse activiteiten, lijken meer in staat ook tot gestructureerde monitoring, evaluatie en rapportage te komen. De Commissie ziet hierin een taak voor bestuur en toezicht, in de wetenschap dat cultuur van evident belang is voor duurzame lange termijn waardecreatie en onderdeel is van risicobeheersing.

Hoe risico's worden gezien en hoe met risico's en kansen wordt omgegaan binnen een vennootschap, wordt in hoge mate bepaald door de cultuur. Of risico's worden gezien als iets om te vermijden of juist als onderdeel van de duurzame lange termijn waardecreatie hangt ervan af of ze acceptabel zijn, onderdeel zijn van de strategie en hoe de risico's zich verhouden tot het rendement.

Specifiek bepalend voor de risicocultuur is of de risico's worden gezien, gedeeld, besproken, gewogen en beheerst. Soft controls (behavioural drivers) als bespreekbaarheid en voorbeeldgedrag zijn hierbij van belang, maar ook uitvoerbaarheid, aanspreekbaarheid, transparantie en handhaving. Door deze concreet te maken, te implementeren en te monitoren, verbeteren de bredere cultuur en de risicobeheersing.

Stakeholderdialoog

De stakeholderdialoog is actief; inhoudelijke afwegingen blijven vooral intern
Vennootschappen beschrijven veelal welke stakeholders zij spreken en hoe het contact verloopt. Grotere vennootschappen voeren die dialoog vaak als onderdeel van de dubbele materialiteitsanalyse (DMA) onder de CSRD, naast de andere contacten die bestuurders hebben. Vennootschappen zonder CSRD-rapportage kiezen vaak voor een eigen aanpak van de stakeholderdialoog. Voor beide groepen geldt dat dilemma's die daaruit bekend worden, intern worden besproken en veel waarde toevoegen voor bestuur en toezicht, maar dat daarover in de jaarverslagen veelal niet inhoudelijk wordt gerapporteerd.

Ook de gemaakte afwegingen in het kader van strategiebepaling blijven qua inhoud voor de buitenwereld minder zichtbaar. 81% van de beoordeelde jaarverslagen beschrijft de beoogde waarde voor stakeholder-groepen en 57% geeft minstens één voorbeeld van stakeholderinput en een daaropvolgende actie.

Uit de jaarverslagen blijkt dat de uitkomsten van de stakeholderdialoog worden gedeeld met commissarissen (en niet-uitvoerende bestuurders) en tot actie leiden. Commissarissen vinden het primair de taak van het bestuur om de dialoog te voeren, maar ervaren rechtstreekse contacten met stakeholders als beleggers, klanten, ondernemingsraden en belangengroeperingen als nuttig om een eigen beeld te kunnen vormen. Dat helpt bij het toezien op de gemaakte afwegingen en het vooruitkijken naar trends en toekomstige ontwikkelingen.

De Commissie ziet dat vennootschappen het belang van de stakeholderdialoog in het kader van duurzame lange termijn waardecreatie onderschrijven en dat dit bij velen leidt tot een actieve dialoog met stakeholders. Over het proces van de dialoog en het intern bespreken van de uitkomsten en dilemma's wordt in de jaarverslagen gerapporteerd. De Commissie geeft in overweging om de gemaakte inhoudelijke afwegingen in het kader van de strategiebepaling aan deze rapportage toe te voegen.

FINDINGS AND VIEWS OF THE COMMITTEE

General

After its start in March 2025, the Committee carried out a comprehensive baseline study of compliance with the Code provisions for the financial year 2024. From 2026 onwards, the Committee wants to pay more attention to the quality of explanations, substantive justification and the maturity of governance dialogues. For the 2025 monitoring, the Committee has therefore decided to conduct a thematic monitoring study instead of a compliance study, with the aim of gaining insight into the operation of the Code in practice and insight into differences between companies[8], dilemmas and good practices.

The Committee has chosen the following three themes: (i) the management board statement on risk management (VOR statement), including the underlying risk management, (ii) culture, and (iii) stakeholder dialogue; the last two topics in relation to sustainable long-term value creation. These themes are in line with the inclusion of the amended VOR in the 2025 Code and with the desire for better insight into the results of the compliance study for 2024. The themes of culture and stakeholder dialogue were among the least complied with provisions in that study.

The 2025 Code expanded the VOR in 1.4.3 with two elements: a statement with limited assurance on sustainability reporting and a statement on the level of comfort of the effectiveness of operational and compliance risk management. In addition, the 2025 Code added in 1.4.2 the duty to report on the effectiveness of the internal risk management and control systems with regard to the operational, compliance and reporting risks for the past financial year. The VOR was drafted in consultation between the supporting parties of the Code (CNV, Eumedion, Euronext, FNV[9], VEB, VEUO and VNO-NCW) and the NBA.
The Committee incorporated the agreed text of the VOR unchanged into the Code in March 2025.

The findings of this study concern the way in which companies have implemented the new elements of the VOR and how they deal in practice with the provisions on risk management, culture and stakeholder dialogue. Substantial differences are visible in this respect, which is not surprising: the Code applies to a very diverse group of 127 companies. In addition to the A-listings (AEX, AMX and AScX; 43%), it includes local funds (23%) and foreign-listed companies (34%). More than half of the companies prepared a sustainability report for 2025 in accordance with the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

Risk management and VOR

The VOR has a positive impact on risk management

One of the objectives of the VOR is continuous improvement of risk management. This monitor for 2025 shows that the building blocks of a sound risk management framework are present in the vast majority of companies and that adequate risk governance is in place. It is also apparent that, partly as a result of the VOR, the quality of the approach and documentation of the risk management process has further improved.
The VOR also led to more attention from management board and supervisory board members for risk management and to an increase in internal dialogue about the results and the reporting on them.
This involved looking more holistically at risks and making use of the work of functions such as risk management, compliance and internal audit.

8 Listed companies established in the Netherlands (not institutional investors).
9 The FNV was supporting party until October 2024.

The fact that the VOR has already been widely applied is also evident from the annual reports: almost all AEX, AMX and AScX companies include the VOR, as do 97% of the local funds and 65% of the foreign-listed companies.

The Committee notes that companies have taken the VOR seriously in 2025 and that the VOR has a positive impact on risk management. This was also evident from the conversations with stakeholders that the Committee attended: the subject was clearly high on the board agenda. Companies can build on this in the coming year by further deepening the dialogue between the management board and supervisory board on risks and risk appetite, continuing the discussion on the effectiveness of risk management and the necessary improvements, and reporting on this in the annual report. In discussions with external stakeholders, the VOR seems to have been on the agenda to a limited extent.

Limited assurance on sustainability reporting is mainly provided by companies falling under CSRD

Almost all companies falling under CSRD report with limited assurance about sustainability; this is hardly missing from the A-listings. The element is more often missing in companies without a CSRD report (46% of the companies studied), especially in smaller local funds and foreign-listed companies. This is understandable: the VOR as introduced in the 2025 Code assumed that almost all listed companies would fall under the CSRD, but the scope of the CSRD is now limited to larger companies.

The Committee understands that reporting with limited assurance about sustainability is more often lacking in companies without CSRD reporting and at the same time notes that some of these companies give their own positive interpretation to it.

The statement on operational and compliance risks is formulated with caution

What many found difficult about the VOR implementation was the lack of concrete definitions for concepts such as effectiveness, certainty, materiality and major shortcomings. Others appreciate the open standards of the Code. This is particularly evident in the case of the statement on operational and compliance risks in the various ways in which companies have formulated this statement.

Many statements follow the same pattern. An example: '*the board is not aware that the internal risk management and control systems do not provide sufficient assurance that the operational and compliance risks are effectively managed*'.

Two-thirds of the companies that issue this statement opt for a double negative. It is striking that almost all financial institutions issue a positively formulated statement. As supervised institutions, they are accustomed to related formulations for operational and compliance risks. The statements differ mainly in four respects:

- the wording of the comfort level (54% of the operational and compliance risk statements use the term 'sufficient comfort', usually with the same generic description);
- a reference date (often balance sheet date) or period (entire financial year);
- the reference to "identified risks" (the risks included in the annual report) or the limitation to material operational and compliance risks; and
- disclaimers specifically relating to this category of risks.

The hesitation is partly explained by the fact that the VOR was new and definitions were missing, as well as by considerations regarding liability. Guidelines from the VEUO and NBA in particular, mutual consultation and benchmarking have contributed to the fact that certain formulations recur frequently and in the same way in this statement.

The Committee emphasises that the VOR offers room for an interpretation that is appropriate to the nature of the company and to the level of comfort that the company itself chooses for the effectiveness of managing operational and compliance risks. It is the expectation of the Committee that, from 2026 onwards, companies will tailor their statements more to their own situation. The VOR can thus contribute to a meaningful dialogue about risk management.

The Committee wonders whether the combination of a double negative, a statement per reference date and restrictive reservations still contributes sufficiently to the insight and the associated dialogue.

VOR issued in first year often per reference date

For operational and compliance risks, the board declares the level of comfort that the systems provide that these risks are effectively managed. The Code does not prescribe whether the statement relates to the situation at one point in time, for example the balance sheet date, or to the entire financial year. About half of the companies (55%) declare on or as of the balance sheet date, some (15%) declare explicitly about the financial year and the other companies (31%) do not mention a reference date or a period[10]. The Committee notes that companies deal with this differently and that the Code leaves room for both approaches.

The basic principle of the Code is that the board is continuously responsible for the design and operation of the systems during the financial year, assesses them during the financial year and declares about the findings and effectiveness once a year. The Committee is interested in the insight into risk management to which provisions 1.4.2 (the management report) and 1.4.3 (statement of the management board) contribute together. It is obvious that the management board should take into account the material shortcomings, changes and improvements in the financial year when determining the level of comfort, even if the statement is given on a reference date.

To improve the insight into risk management, the Committee suggests identifying both material deficiencies that have been resolved in the financial year and deficiencies that still exist at the balance sheet date, and that the actions taken to address them should be indicated.

There is limited reporting on material deficiencies

In 2025, there was no substantial increase in reporting on material deficiencies compared to the previous practice. Companies wonder what qualifies as a material deficiency and when it must be reported. Liability, security, competitive sensitivity and privacy play a role in this.

Insight into the effectiveness of risk management and its concrete results is part of transparent reporting. If there is reason to do so, the Committee encourages companies to address material deficiencies more clearly and to report on the follow-up, about improvements that have already been made and ongoing improvement actions.

The external auditor was often consulted during the implementation of the VOR

The external auditor does not provide an opinion on the VOR, but assesses the annual report for material inconsistencies or inaccuracies by means of a marginal review. In the first year of the VOR, the external auditor was often involved at an early stage: the auditor assessed draft texts and advised on the reporting. This partly explains why the marginal review of the annual report led to few findings that ended up in the auditor's report. The external auditor expects its involvement to decrease in subsequent years.

10 Percentages may not total 100% due to rounding

The VOR is mainly experienced as useful
The companies have different opinions about the usefulness of the VOR: 24% of the respondents to the survey find it useful, 60% partially useful and 16% not useful.

Departments involved in the risk management of the companies, such as risk management, compliance, internal auditors and board secretaries, are positive about the impact on the internal approach and cooperation in risk management and the related reporting.

Shareholders hardly asked any questions about the VOR during the general meetings. The statement as such mainly confirms to them that the board has assessed the risk management, but does not yet give much reason for a substantive discussion.

The Committee points out the importance of sufficient insight into the effectiveness of risk management and its outcomes for all stakeholders. The usefulness of the VOR increases if it leads to a dialogue in which companies are asked to explain what is stated in the VOR, discussing how transparent and clear it is and what the impact is of the disclaimers used. The Committee would like to see this dialogue between companies and their stakeholders.

Culture

Culture is considered important; operationalising, monitoring and reporting remain a challenge
Most companies consider culture to be an important topic and have formulated core values and a code of conduct. Companies give different interpretations to the concept of culture and use different instruments to investigate and influence culture.

The majority describe how the company monitors culture, while most see the lack of concreteness of the meaning and measurability of culture as obstacles to reporting on it. The study also includes examples in which companies translate values into desired behaviour and personnel policies, and periodically evaluate their application.

The majority of the annual reports describe new or renewed cultural initiatives. The desired culture is described more often than the actual culture. In a small proportion of the annual reports, findings about the actual culture are compared with the desired culture and actions are formulated to reduce the difference.

Culture contributes to sustainable long-term value creation and risk management
The Committee notes that there is a lot of attention to culture, with many similarities but also many differences. Companies that have succeeded in implementing, shaping, promoting and integrating culture and core values in a structured way into their daily activities, seem to be more able to achieve structured monitoring, evaluation and reporting. The Committee considers this a task for both the management and supervisory boards, in the knowledge that culture is of obvious importance for sustainable long-term value creation and is part of risk management.

How risks are perceived and how risks and opportunities are dealt with within a company is largely determined by the culture. Whether risks are seen as something to be avoided or as part of sustainable long-term value creation depends on whether they are acceptable, part of the strategy and how the risks relate to the return.

Specifically determining the risk culture is whether the risks are seen, shared, discussed, weighed and managed. Soft controls (behavioural drivers) such as discussability and exemplary behaviour are important for this, but also feasibility, accountability, transparency and enforcement. By making these concrete, implementing and monitoring them, the broader culture and risk management improve.

Stakeholder dialogue

The stakeholder dialogue is active; substantive considerations remain mainly internal
Companies often describe which stakeholders they speak to and how the contact goes. Larger companies often conduct this dialogue as part of the double materiality assessment (DMA) under the CSRD, in addition to the other contacts that management board members have. Companies without CSRD reporting often opt for their own approach to the stakeholder dialogue. For both groups, dilemmas that become known from this are discussed internally and add a lot of value for the management and supervisory boards, but this is often not reported on in the annual reports.

The considerations made in the context of strategy definition also remain less visible to the outside world in terms of content. 81% of the assessed annual reports describe the intended value for stakeholder groups and 57% give at least one example of stakeholder input and a subsequent action.

The annual reports show that the results of the stakeholder dialogue are shared with supervisory board members (and non-executive directors) and lead to action. Supervisory board members believe that it is primarily the task of the management board to conduct the dialogue, but they experience direct contact with stakeholders - such as investors, customers, works councils and interest groups - as useful in order to form their own view. This helps to monitor the considerations made and to look ahead to trends and future developments.

The Committee sees that companies endorse the importance of stakeholder dialogue in the context of sustainable long-term value creation and that for many this leads to an active dialogue with stakeholders. The process of dialogue and the internal discussion of the outcomes and dilemmas are reported in the annual reports. The Committee suggests adding the substantive considerations made in the context of the strategy definition to this reporting.

1 INLEIDING

Hoe pasten Nederlandse beursvennootschappen de Corporate Governance Code toe in 2025? Dit rapport beantwoordt die vraag voor drie thema's: risicobeheersing en de VOR, en cultuur en de stakeholderdialoog, beide in relatie tot duurzame lange termijn waardecreatie.

1.1 Over dit onderzoek

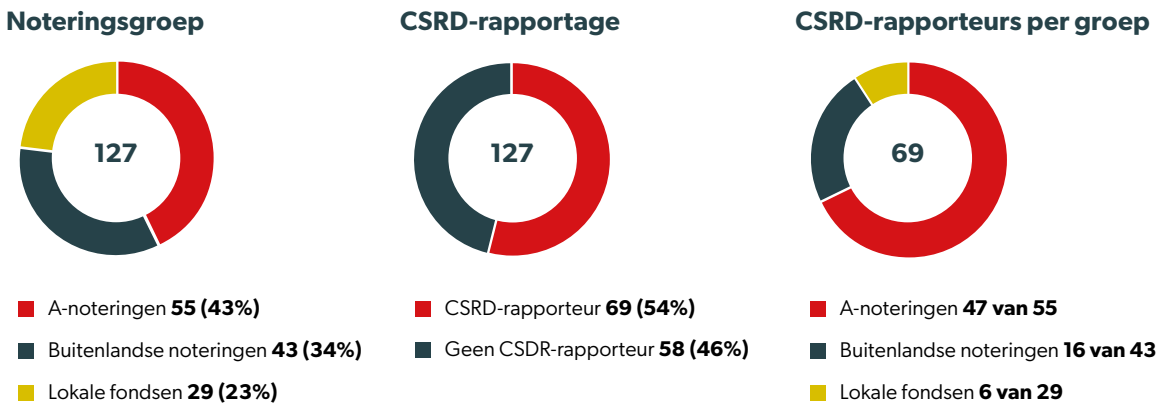
Deze monitor van de Nederlandse Corporate Governance Code (de Code) over 2025 inventariseert hoe vennootschappen en aandeelhouders in de praktijk met de drie thema's omgaan. Het onderzoek kijkt daarom verder dan het jaarverslag. Hoe bespreken bestuur en raad van commissarissen risico's, en hoe volgen zij tekortkomingen op? Hoe krijgen cultuur en gedrag aandacht in de organisatie? En hoe werkt de inbreng van stakeholders door in besluiten? Het onderzoek brengt deze thema's in beeld, samen met de ervaringen van betrokkenen en de knelpunten die zij tegenkomen. Dit vraagt om een kwalitatieve aanpak. In eerdere jaren toetste de monitor vooral kwantitatief hoe vennootschappen de Code toepasten. Dit jaar is er meer aandacht voor de praktijk achter de verslaggeving. De monitor heeft daarmee een inventariserend en verdiepend karakter en stelt geen nalevingspercentages vast.

De thema's sluiten aan bij wijzigingen in de Code en bij het monitoringonderzoek over 2024. Voor de VOR was 2025 het eerste boekjaar waarin de gewijzigde best practice bepalingen 1.4.2 en 1.4.3 golden. Het onderzoek gaat na hoe vennootschappen invulling gaven aan de nieuwe VOR. Ook onderzoekt het welke betekenis de VOR heeft voor de risicobeheersing en voor de dialoog tussen bestuur en raad van commissarissen. Voor cultuur en stakeholderdialoog is de aanleiding de achterblijvende naleving van de rapportagebepalingen. Die behoorden in het monitoringonderzoek over 2024 tot de minst nageleefde bepalingen.

1.2 Grote diversiteit aan beursvennootschappen

De Code geldt voor een zeer diverse groep vennootschappen. De onderzoekspopulatie bestaat uit 127 beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland. Het onderzoek deelt ze in drie groepen in: A-noteringen, lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen. Geen van de groepen vormt een meerderheid. Er zijn 55 A-noteringen (43%), 43 buitenlands genoteerde vennootschappen (34%) en 29 lokale fondsen (23%). Ruim de helft van de onderzochte vennootschappen is dus geen A-notering. Het profiel van elke groep kleurt de bevindingen in dit rapport. Daarom schetsen we ze hieronder.

Figuur 1.1 Onderzoekspopulatie naar noteringsgroep en CSRD-rapportage



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; A-noteringen 55, lokale fondsen 29, buitenlands genoteerd 43; CSRD-rapporteurs 69, overige 58).

A-noteringen
Dit zijn de onderzochte vennootschappen in de AEX, AMX en AScX. Voorbeelden zijn ING (AEX), Vopak (AMX) en PostNL (AScX). Het gaat doorgaans om grotere ondernemingen met een hoofdkantoor in Nederland. Ook binnen deze groep verschilt de omvang sterk, van grote AEX-fondsen tot kleinere AScX-fondsen.

Lokale fondsen
Dit zijn vennootschappen met een Nederlandse beursnotering buiten de AEX, AMX en AScX. Dit is een gemengde groep. Een belangrijk deel bestaat uit kleinere ondernemingen. Een voorbeeld is Alumexx, fabrikant van aluminium ladders, trappen en steigers. Daarnaast vallen er enkele grote internationale ondernemingen onder, zoals het Spaanse Ferrovial met noteringen in Madrid en New York.

Buitenlands genoteerde vennootschappen
Dit zijn vennootschappen die uitsluitend buiten Nederland zijn genoteerd. Dat is vaak in de Verenigde Staten, maar ook elders in Europa. Hun hoofdkantoor en activiteiten liggen grotendeels in het buitenland, en ook hun aandeelhouders zijn overwegend buitenlands. Het raakvlak met Nederland is daardoor vaak beperkt. Deze vennootschappen hebben ook te maken met de beursregels en governancevereisten van het land van notering. Soms volgen zij daarnaast een andere governancecode. Ook deze groep is divers. Zij omvat grote ondernemingen als Stellantis en Airbus en kleinere organisaties als Ad Pepper Media en biofarmaceut InflaRx.

Naast de noteringsgroep maakt het rapport waar relevant onderscheid tussen CSRD-rapporteurs en overige vennootschappen. Onder een CSRD-rapporteur verstaat dit rapport een vennootschap die over 2025 op vrijwillige basis een duurzaamheidsverslag heeft opgesteld volgens de in Nederland nog niet geïmplementeerde CSRD-richtlijn (Corporate Sustainability Reporting Directive) en de bijbehorende Europese duurzaamheidsstandaarden (ESRS). Van de 127 vennootschappen deden 69 (54%) dat. De overige 58 (46%) doen dat niet. Daarnaast is de beoogde reikwijdte van de CSRD inmiddels sterk verkleind. Bij de introductie van de richtlijn zouden ook kleinere beursgenoteerde vennootschappen eronder vallen. Met de Omnibus I-richtlijn is de reikwijdte beperkt tot de grootste ondernemingen. Dit onderscheid is relevant omdat de ESRS vragen om informatie over onderwerpen die dit rapport onderzoekt: de beheersing van risico's rond de duurzaamheidsverslaggeving, de dialoog met stakeholders en bedrijfscultuur. CSRD-rapporteurs hebben deze onderwerpen daardoor al ingericht en beschreven, en voor hen heeft de verklaring over de duurzaamheidsverslaggeving in de VOR (element iii) een concrete basis.

1.3 Naleving van de Code

'Pas toe of leg uit' biedt ruimte voor maatwerk. De Code werkt volgens het principe 'pas toe of leg uit': een vennootschap past een bepaling toe, of wijkt af en legt uit waarom. Zo kan elke vennootschap de Code invullen op een manier die past bij haar eigendomsstructuur, sector, strategie, risicoprofiel en levensfase. Dat is waardevol, juist omdat de vennootschappen onder de Code sterk verschillen. De Code geldt voor grote internationale ondernemingen en kleine lokale fondsen, en voor vennootschappen die in Nederland of ook elders genoteerd zijn (zie 1.2). Niet elke bepaling past bij elke vennootschap in elke situatie.

Toepassen en afwijken met uitleg zijn gelijkwaardige opties. Beide zijn volwaardige vormen van naleving. Een goed onderbouwde afwijking is geen tekortkoming, maar laat zien dat het bestuur heeft nagedacht over wat goede governance voor de eigen onderneming betekent. De Britse Financial Reporting

Council (FRC) wijst er in haar handreiking van maart 2026 op dat een uitleg, waar een bepaling niet bij de onderneming past, blijk kan geven van betere governance dan het afvinken van alle bepalingen. Die boodschap richt zich ook tot aandeelhouders, stemadviesbureaus en andere gebruikers van het jaarverslag. De Commissie moedigt vennootschappen aan af te wijken als hun omstandigheden daartoe aanleiding geven en dat dan uit te leggen.

Een goede uitleg maakt de keuze van de vennootschap begrijpelijk. De Code vraagt bij een afwijking om vier elementen: hoe de vennootschap afwijkt, waarom, wanneer zij de bepaling weer wil toepassen als de afwijking tijdelijk is, en welke alternatieve maatregel zij heeft genomen en hoe die bijdraagt aan het doel van de bepaling. Een goede uitleg noemt concreet van welke bepaling wordt afgeweken en is geschreven in taal die specifiek is voor de vennootschap, niet in standaardformuleringen die voor elke vennootschap zouden kunnen gelden.

1.4 Onderzoeksopzet

127 jaarverslagen	**4 enquêtes**	**83 gesprekspartners**
bureauonderzoek, boekjaar 2025	vennootschappen · interne auditors · externe accoutants · institutionele beleggers	in interviews en rondetafel-gesprekken samen

Het onderzoek combineert bureauonderzoek, enquêtes, interviews en rondetafelgesprekken. Het bureauonderzoek omvat 127 jaarverslagen over 2025 en dekt daarmee nagenoeg de hele populatie. Enkele vennootschappen ontbreken vanwege een ontbrekend jaarverslag over boekjaar 2025. Het laat zien hoe vennootschappen over de drie thema's rapporteren en waar de groepen verschillen. Enquêtes onder vennootschappen, interne auditors, externe accountants en institutionele beleggers geven inzicht in hun werkwijzen en ervaringen. Interviews en rondetafelgesprekken met experts, vennootschappen, bestuurders, commissarissen, bestuurssecretarissen en aandeelhouders verdiepen dat beeld.

Er zijn vier enquêtes afgenomen: onder vennootschappen (46 respondenten), interne auditors (32), externe accountants (9) en institutionele beleggers (15).[11] Daarnaast zijn 83 mensen gesproken in interviews en rondetafelgesprekken. De vennootschappen, auditors, accountants en aandeelhouders die aan enquêtes en gesprekken deelnamen, vormen een steekproef. AEX- en AMX-vennootschappen zijn in de respons op de vennootschappenenquête ruimer vertegenwoordigd dan de andere groepen. Door de bronnen naast elkaar te leggen, wordt zichtbaar waar zij elkaar bevestigen, aanvullen of nuanceren.

11 Aantallen volledig ingevulde vragenlijsten. Bij afzonderlijke vragen kan het aantal respondenten hoger liggen, omdat ook gedeeltelijke antwoorden zijn meegenomen.

2 RISICOBEHEERSING EN DE VOR

2025 was het eerste boekjaar waarin de gewijzigde bepalingen over de verklaring omtrent risicobeheersing (VOR) golden. Dit hoofdstuk beschrijft hoe vennootschappen invulling hebben gegeven aan deze bepalingen en wat de VOR in het eerste jaar heeft betekend voor de risicobeheersing binnen de organisatie.

Bevindingen

De uitgebreide VOR bouwde in het eerste toepassingsjaar veelal voort op bestaande risicobeheersingsprocessen. De meeste geënquêteerde vennootschappen beschikken volgens eigen opgave over de belangrijkste bouwstenen van risicobeheersing. Gesprekspartners beschrijven hoe zij voor de VOR bestaande beoordelingen en beheersmaatregelen samenbrachten en de onderbouwing van hun bestuurlijke oordeel beter vastlegden. Zij zien daarin een opbrengst van het proces. Nieuwe inzichten in de feitelijke risico's worden minder vaak genoemd.

De meeste onderzochte vennootschappen namen een VOR op, maar de toepassing verschilt tussen groepen. Van de 127 jaarverslagen bevatten er 110 een VOR. Binnen de AEX, AMX en AScX is deze doorgaans aanwezig en volledig. Bij lokale fondsen ontbreken vaker onderdelen, vooral de verklaring over duurzaamheidsverslaggeving. Bij buitenlands genoteerde vennootschappen ontbreekt de VOR vaker geheel. Waar een VOR of een onderdeel ontbreekt, wordt de afwijking niet altijd vennootschapsspecifiek toegelicht.

De voorbereiding bracht bestuur en toezicht met elkaar in gesprek. Dertien van de 46 geënquêteerde vennootschappen vinden de risicodialoog tussen bestuur en toezicht inhoudelijker geworden. Bij 28 bleef deze vergelijkbaar met 2024. Gevraagd naar de verschuiving door de VOR noemen respondenten vaker meer nadruk op verslaggeving en formulering daarvan dan op risico's, risicobereidheid en de werking van beheersmaatregelen. Ook nam de aandacht voor risicoverslaggeving vaker toe dan die voor risicobereidheid. Voor risicobereidheid bleef de aandacht bij de meeste respondenten onveranderd. Gesprekspartners beschrijven zowel scherpere gesprekken over risicobeheersing als extra overleg over formulering en aansprakelijkheid.

Risicobereidheid en de rol van cultuur zijn minder vaak zichtbaar ingebed. Bijna alle vennootschappen beschrijven hoe zij de werking van beheersmaatregelen monitoren, maar buitenlands genoteerde vennootschappen beschrijven hun risicobereidheid het minst vaak en waar de risicobereidheid wordt toegelicht, gebeurt dit meestal per risicocategorie. Aandacht voor cultuur en gedrag, waaronder soft controls, is volgens de geënquêteerde vennootschappen minder universeel aanwezig dan andere onderdelen (58% aanwezig, 35% gedeeltelijk).

De verklaring over operationele en compliancerisico's is meestal voorzichtig en gestandaardiseerd geformuleerd. Twee derde van de verklaringen met dit onderdeel gebruikt een dubbele ontkenning. Positieve formuleringen komen relatief vaak voor bij financiële instellingen. Veel verklaringen bevatten voorbehouden en iets meer dan de helft formuleert dit onderdeel per peildatum. Gesprekspartners verbinden deze keuzes met de beschikbare onderbouwing, handreikingen, vergelijking met andere vennootschappen en vragen over aansprakelijkheid. Dezelfde zekerheidstermen, zoals 'sufficient comfort', kunnen bij verschillende vennootschappen op sterk uiteenlopende onderbouwingen berusten. Over de wenselijkheid van een verklaring per peildatum of over een periode lopen hun opvattingen uiteen. Bij het hanteren van een peildatum wordt vaak verwezen naar het feit dat het een eerste jaar VOR betreft.

Weinig vennootschappen rapporteren belangrijke tekortkomingen in hun interne risicobeheersings- en controlesystemen. In 17% van de jaarverslagen wordt een belangrijke tekortkoming gemeld. Dat betekent niet dat intern geen bevindingen zijn besproken of opgevolgd. Gesprekspartners noemen aansprakelijkheid en het openbaar maken van kwetsbaarheden als redenen voor terughoudendheid.

2.1 De VOR in de Code en de uitbreiding in 2025

De VOR beoogt te zorgen voor een continue verbetering van het risicobeheer, meer transparantie over risicobeheersing en een betere dialoog tussen bestuur en toezicht over risico's en de beheersing daarvan. De aanleiding voor de invoering van de VOR was de wens om ondernemingen nadrukkelijker verantwoording te laten afleggen over de effectiviteit van hun risicobeheersings- en controlesystemen. De intentie hiervan was om goede risicobeheersing en de dialoog hierover te versterken tussen bestuurders, commissarissen, niet-uitvoerende bestuurders en andere betrokkenen zoals aandeelhouders en accountants.

De actualisatie van de Code in 2025 breidt bepalingen 1.4.2 en 1.4.3 uit. De bestuursverklaring in bepaling 1.4.3 omvat vanaf boekjaar 2025, naast een verklaring over de zekerheid van de financiële verslaggeving, ook een verklaring over de duurzaamheidsverslaggeving en het zekerheidsniveau van de effectiviteit van beheersing van operationele en compliancerisico's. Deze verklaring moet worden gelezen in samenhang met bepaling 1.4.2, die het bestuur vraagt de opzet en werking van de systemen over het afgelopen boekjaar te beschrijven, de effectiviteit te beoordelen en belangrijke tekortkomingen en verbeteringen toe te lichten.

Ook in het buitenland bestaan dergelijke verklaringen, maar die verschillen op een aantal belangrijke punten van de VOR. Box 2.1 schetst de praktijk in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten en hoe die verschilt van de VOR.

Figuur 2.1 Samenvatting van de oude en de nieuwe bepalingen

Risicoverslaggeving en bestuursverklaring

Samenhang en wijzigingen vanaf boekjaar 2025

1.4.2 Risicoverslaggeving

Wat het bestuur in het bestuursverslag toelicht

Bestaande onderdelen

i Risico's en risicobereidheid
De risicobeoordeling van de voornaamste risico's in relatie tot de risicobereidheid.

iv Tekortkomingen en verbeteringen
Belangrijke tekortkomingen, wijzigingen en voorziene verbeteringen; bespreking met auditcommissie en RvC.

v Gevoeligheid voor externe ontwikkelingen
De gevoeligheid van de resultaten voor materiële wijzigingen in externe omstandigheden.

Aangescherpt of nieuw

ii Opzet en werking
Nu expliciet ook voor operationele, compliance- en verslaggevingsrisico's

iii Beoordeling effectiviteit
De beoordeling door het bestuur van de effectiviteit van de systemen voor de drie risicocategorieën.

De risicoverslaggeving onderbouwt de bestuursverklaring.

1.4.3 Bestuursverklaring (VOR)

De verklaring van het bestuur, met duidelijke onderbouwing

Bouwt voort op de bestaande verklaring

i Tekortkomingen
Het verslag geeft voldoende inzicht in tekortkomingen in de werking van de interne systemen.

ii Financiële verslaggeving
De systemen bieden redelijke zekerheid dat de financiële verslaggeving geen materiële onjuistheden bevat.

v Going concern
Opstelling van de financiële verslaggeving op continuïteitsbasis is gerechtvaardigd.

vi Continuïteitsrisico's
Het verslag vermeldt materiële risico's en onzekerheden voor de continuïteit in de twaalf maanden na opstelling.

Nieuw per boekjaar 2025

iii Duurzaamheidsverslaggeving
De systemen bieden ten minste beperkte zekerheid dat de duurzaamheidsverslaggeving geen materiële onjuistheden bevat.

iv Operationele en compliancerisico's
Het bestuur vermeldt welk zekerheidsniveau de systemen bieden voor de effectieve beheersing van deze risico's.

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden.

Box 2.1

Risicobeheersing in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten

Ook in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten leggen besturen verantwoording af over interne beheersing, maar de reikwijdte en vorm verschillen. In beide landen speelt de wens om het vertrouwen in ondernemingsbestuur en verslaggeving te versterken. Het Verenigd Koninkrijk kiest daarbij voor de corporate governance code. De Verenigde Staten kennen wettelijke verplichtingen.

Het Verenigd Koninkrijk vraagt een verklaring over de effectiviteit van materiële beheersmaatregelen. De herziene UK Corporate Governance Code uit 2024 werkt volgens het 'pas toe en leg uit'-principe. Bepaling 29 vraagt het bestuur het risicobeheersings- en interne-beheersingsraamwerk te monitoren en ten minste jaarlijks de effectiviteit ervan te beoordelen. Dit omvat alle materiële beheersmaatregelen, waaronder maatregelen voor financiële, operationele, verslaggevings- en compliancerisico's. In het jaarverslag beschrijft het bestuur de monitoring en beoordeling en verklaart het of de materiële beheersmaatregelen op de balansdatum effectief waren. De monitoring van het raamwerk vindt gedurende het jaar plaats en de verklaring zelf heeft betrekking op een peildatum. Ook worden niet-effectieve maatregelen en genomen of voorgenomen verbeteracties toegelicht. Deze herziene bepaling geldt voor boekjaren die beginnen op of na 1 januari 2026, een jaar later dan de overige onderdelen van de herziene Britse Code.

De Verenigde Staten leggen met de Sarbanes-Oxley Act de nadruk op interne beheersing van financiële verslaggeving. Deze wet uit 2002 kwam tot stand tegen de achtergrond van grote boekhoudschandalen. Section 404 verlangt van ondernemingen die onder de betreffende verplichting vallen een jaarlijkse rapportage waarin het management zijn verantwoordelijkheid voor interne beheersing van financiële verslaggeving uiteenzet en de effectiviteit daarvan per boekjaareinde beoordeelt. Daarbij moeten materiële tekortkomingen worden gemeld. Bij een dergelijke tekortkoming kan het management de interne beheersing niet als effectief beoordelen. Voor ondernemingen waarop ook Section 404(b) van toepassing is, komt daar een controle van de interne beheersing door de externe accountant bij. Hiervoor bestaan uitzonderingen, onder meer voor bepaalde kleinere beursfondsen.

De Nederlandse VOR omvat risico's voor de financiële verslaggeving, de duurzaamheidsverslaggeving en operationele en compliancerisico's. Ten aanzien van duurzaamheidsverslaggeving wordt beperkte zekerheid gevraagd, terwijl voor operationele en compliancerisico's het bestuur zelf aangeeft welk niveau van zekerheid de systemen bieden. De Nederlandse Code schrijft daarvoor geen vast zekerheidsniveau voor en stelt 'zekerheid' hier niet gelijk aan assurance in accountancyzin. De Britse bepaling vraagt explicieter om een effectiviteitsverklaring over materiële beheersmaatregelen op de balansdatum. De drie benaderingen verschillen daarmee zowel in reikwijdte als in de aard van de gevraagde verklaring.

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden.

2.2 De risicobeheersing achter de VOR

Veel vennootschappen beschikken over de belangrijkste bouwstenen van robuuste risicobeheersing en besteden aandacht aan de werking daarvan. Dit beeld komt terug in de jaarverslagen, de enquêtes en de gesprekken. Het gaat onder meer om het vastleggen van risico's en verantwoordelijkheden, het bepalen van de risicobereidheid, het beoordelen van beheersmaatregelen en het rapporteren over tekortkomingen en verbeteringen. Gesprekspartners beschrijven hoe deze onderdelen terugkomen in periodieke beoordelingen en rapportages aan bestuur en toezicht. Een *three lines model* is gangbaar. De bedrijfsonderdelen en risico-eigenaren beoordelen als eerste lijn de risico's en beheersmaatregelen. Risk en compliance maken als tweede lijn eigen analyses en rapportages over de beheersing. Interne audit toetst als derde lijn onafhankelijk de opzet en werking daarvan en rapporteert haar bevindingen aan bestuur en toezicht, die de informatie uit de verschillende lijnen wegen en besluiten over de opvolging. De VOR sloot bij veel ondernemingen aan op deze bestaande werkwijzen, al verschillen de inrichting en mate van uitwerking tussen vennootschappen.

De jaarverslagen geven vooral inzicht in de inrichting van het risicobeheer. Bijna alle vennootschappen beschrijven hoe zij de werking van beheersmaatregelen monitoren. Een ruime meerderheid noemt ook de standaard waarop het risicoraamwerk is gebaseerd (in ruime meerderheid COSO) en vermeldt dat tekortkomingen of belangrijke wijzigingen met de auditcommissie en raad van commissarissen zijn besproken. Dit laatste beschrijft het proces en betekent niet dat daadwerkelijk in het jaarverslag een tekortkoming wordt gemeld. Dat doet slechts een klein deel. Ook blijkt uit de gesprekken dat intern uitgebreidere beoordelingen en besprekingen kunnen plaatsvinden dan uit het jaarverslag naar voren komt. Omgekeerd toont een beschrijving in het jaarverslag op zichzelf niet aan hoe effectief een onderdeel werkt. Verder wordt veelal zichtbaar of er een interne auditfunctie is en hoe diens onafhankelijkheid is geborgd en wordt er een toelichting gegeven op de risicobereidheid.

Er bestaan verschillen naar notering. Binnen de AEX, AMX en AScX worden de onderzochte onderdelen doorgaans beschreven. Lokale fondsen hebben vaker geen interne auditfunctie en verwijzen minder vaak naar een standaard voor hun risicoraamwerk. Buitenlands genoteerde vennootschappen beschrijven hun risicobereidheid het minst vaak. Waar verslagen de risicobereidheid toelichten, gebeurt dit meestal per risicocategorie.

De vennootschappenenquête bevestigt dat de meeste onderdelen van het risicobeheersingssysteem breed zijn ingebed. Voor de afzonderlijke onderdelen, van een actueel risicoregister tot periodieke beoordeling van beheersmaatregelen, ligt het aandeel dat deze volledig aanwezig zijn tussen 79% en 88%. Aandacht voor cultuur en gedrag, waaronder *soft controls*, is volgens respondenten minder universeel aanwezig: 58% noemt dit onderdeel aanwezig en 35% gedeeltelijk aanwezig. De gesprekken sluiten hierbij aan. Gesprekspartners wijzen erop dat de verbinding met formele beoordelingen van de risicobeheersing soms nog in ontwikkeling is.

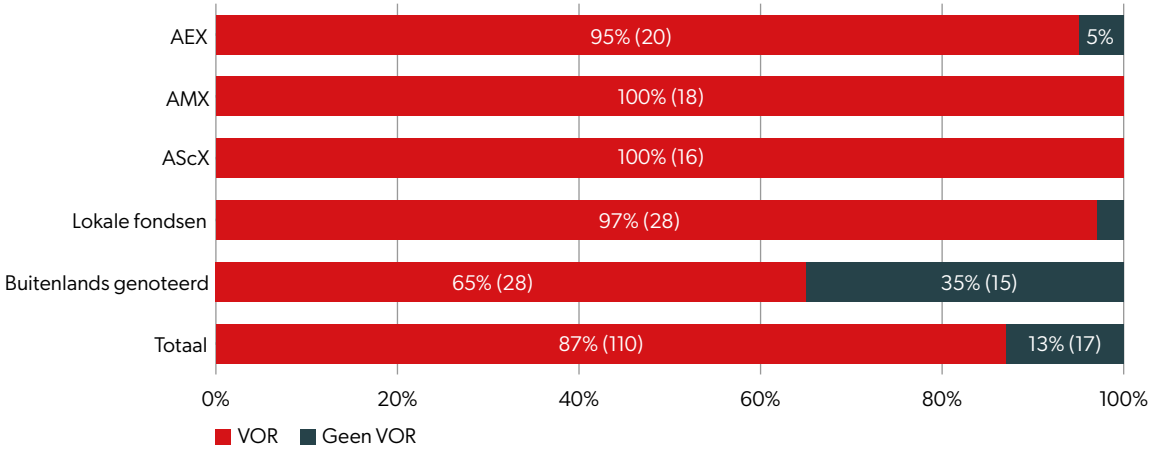
2.3 De VOR in de praktijk

In deze paragraaf wordt ingegaan op hoe vennootschappen invulling hebben gegeven aan de twee elementen van de VOR zoals opgenomen in bepaling 1.4.3 die vanaf boekjaar 2025 nieuw zijn: de verklaring over de duurzaamheidsverslaggeving (element iii) en de verklaring over operationele en compliancerisico's (element iv). Eerst komt aan bod of vennootschappen een VOR hebben opgenomen en of die volledig is.

2.3.1 Aanwezigheid en volledigheid

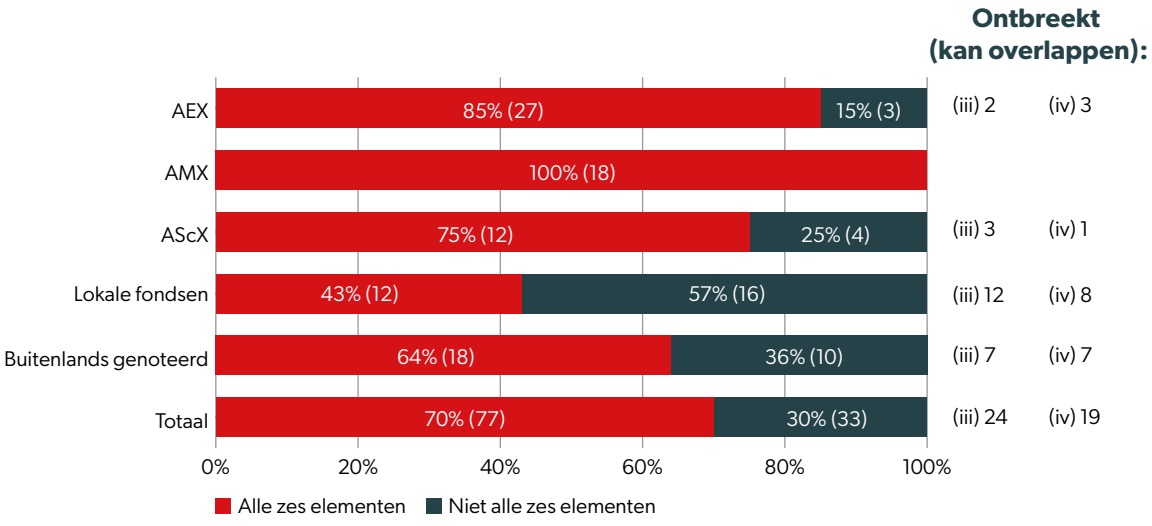
Van de 127 onderzochte jaarverslagen bevatten 110 een VOR, maar niet altijd een volledige.
Binnen de AEX, AMX en AScX is de verklaring meestal aanwezig en compleet. Eén AEX-vennootschap heeft vanwege een aanstaande delisting besloten de verklaring niet toe te passen. Bij lokale fondsen en voornamelijk bij buitenlands genoteerde vennootschappen ontbreken vaker onderdelen of de verklaring als geheel.

Figuur 2.2 Aanwezigheid van een VOR, naar notering



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; AEX 21, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 29, buitenlands genoteerd 43). Het getal tussen haakjes is het aantal vennootschappen.

Figuur 2.3 Volledigheid van de VOR en ontbrekende elementen, naar notering



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 110 vennootschappen met een VOR; AEX 20, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 28, buitenlands genoteerd 28). Het getal tussen haakjes is het aantal vennootschappen. "Alle zes elementen" verwijst naar de zes onderdelen van bepaling 1.4.3 van de Code. Een element telt als ontbrekend als het niet in de VOR-tekst staat, of niet in de vorm die de Code vraagt. Element (iii) gaat over de zekerheid over de duurzaamheidsverslaggeving. Element (iv) gaat over de zekerheid dat operationele en compliancerisico's effectief worden beheerst. Een VOR kan meer dan één element missen. De aantallen rechts tellen daarom niet op tot het aantal onvolledige VOR's.

Bij buitenlands genoteerde vennootschappen bevat 65% van de jaarverslagen een VOR, maar deze is deels onvolledig. Buitenlands genoteerde vennootschappen zonder Amerikaanse notering nemen doorgaans wel een VOR op, maar laten soms de verklaring over duurzaamheidsverslaggeving en/of die over operationele en compliancerisico's weg. Het geheel ontbreken van de verklaring komt vaker voor bij vennootschappen met een Amerikaanse beursnotering. Deze vennootschappen verwijzen naar het Amerikaanse SOX-raamwerk voor interne beheersing of geven geen toelichting. Sommige buitenlands genoteerde vennootschappen noemen wel een specifieke reden, zoals toepassing van een bestaand Amerikaans beheersingsregime, een aanstaande *delisting* of het voornemen de bepaling in een later jaar toe te passen. In de box hieronder staat een voorbeeld waarin een vennootschap toelicht waarom zij onderdelen van de VOR niet opneemt.

> *Voorbeeld: NXP*
> *Compliance with the Dutch corporate governance code. We are required to state in our annual report whether we comply or will comply with the Principles and best practice provisions of the Dutch corporate governance code and, if we don't comply, to explain the reasons for this. The text that follows sets out certain statements that the Dutch corporate governance code invites us to make to our shareholders that are not included elsewhere in this annual report as well as areas of non-compliance.*
>
> *Best practice provisions 1.4.2 and 1.4.3 of the DCGC state that companies are expected to provide disclosures on the effectiveness of internal risk management and control systems, including aspects related to the enhanced Risk Management Statement (VOR)'. We do not provide for the reporting provided in best practice provision 1.4.2, section II and III and also do not provide for the statements provided for by best practice provision 1.4.3, section III and IV. Our primary channel of communication with stakeholders is through our SEC filings and investor calls, which are aligned with U.S. regulatory requirements and investor expectations. The majority of our investor base is located in the United States and does not rely on the IFRS annual report for decision-making or risk management purposes. In our IFRS annual report we include risk management disclosures, including detailed information on governance, oversight, and internal controls. Sustainability-related disclosures are mainly communicated to our stakeholders through our dedicated Corporate Social Responsibility (CSR) report, which is publicly available and aligned with international standards. The IFRS annual report is prepared to meet Dutch compliance requirements. Incorporating the aforementioned best practices, the 'VOR' provisions would in our view not enhance transparency or stakeholder engagement for NXP in a meaningful way, given our current governance practices and communication strategy. NXP complies with the requirements of the US Sarbanes-Oxley Act (SOx), including internal control over financial reporting, and maintains a robust internal control framework. In addition, NXP holds various quality and security certifications, which reflect our commitment to operational excellence and risk management. These certifications are publicly available on our website. We believe our existing disclosures and practices sufficiently address the spirit of the Dutch corporate governance code while remaining consistent with international standards and expectations of our global investor base.*

2.3.2 Duurzaamheidsverslaggeving

De meeste VOR's bevatten een verklaring over de mate van zekerheid van de duurzaamheidsverslaggeving. Van de 110 vennootschappen met een VOR spreken 80 een beperkte mate van zekerheid uit en hanteren vier een andere formulering van de mate van zekerheid. Bij de overige 26 ontbreekt een verklaring over de mate van zekerheid. Binnen de AEX, AMX en AScX is het vrijwel steeds opgenomen. Bij lokale fondsen vermelden 14 van de 28 VOR's een mate van zekerheid en bij buitenlands genoteerde vennootschappen 21 van de 28 VOR's.

Bij CSRD-rapporteurs is de gevraagde beperkte mate van zekerheid (limited assurance) vrijwel altijd aanwezig (90%). Niet-CSRD-rapporteurs vermelden de gevraagde mate van zekerheid minder vaak (45%). Enkelen verwijzen hierbij naar het ontbreken van een verplichting tot duurzaamheidsverslaggeving. CSRD-rapporteurs zijn vooral te vinden onder de A-noteringen. Vennootschappen die niet volgens de CSRD rapporteren, geven soms zelf invulling aan dit element. Van hen verklaren 19 van de 42 met een VOR een beperkte mate van zekerheid, soms met een eigen invulling van de duurzaamheidsverslaggeving.

Sommige vennootschappen gaan verder dan de gevraagde beperkte mate van zekerheid (limited assurance) en verklaren voor onderdelen een redelijke mate van zekerheid (reasonable assurance). Het gaat om enkele grotere vennootschappen. Zij verklaren een beperkte mate van zekerheid voor het duurzaamheidsverslag als geheel en een redelijke mate van zekerheid voor bepaalde onderdelen, in lijn met het niveau van assurance dat de externe accountant op die onderdelen geeft.

> *Voorbeeld: Signify*
> **Signify: zowel beperkte als redelijke mate van zekerheid.** Signify verklaart over het duurzaam*heidsverslag als geheel een beperkte mate van zekerheid, en voor vier indicatoren een redelijke mate van zekerheid:*
>
> *'The internal risk management and control systems provide limited assurance that the sustainability reporting included in chapter 5, Sustainability statement, of this Annual Report do not contain material misstatements;'*
>
> *'The internal risk management and control systems provide reasonable assurance that the sustainability reporting on our four indicators under our Brighter Lives, Better World 2025 programme included in section 5.1, Brighter Lives, Better World 2025 progress of this Annual Report, do not contain material misstatements;'*

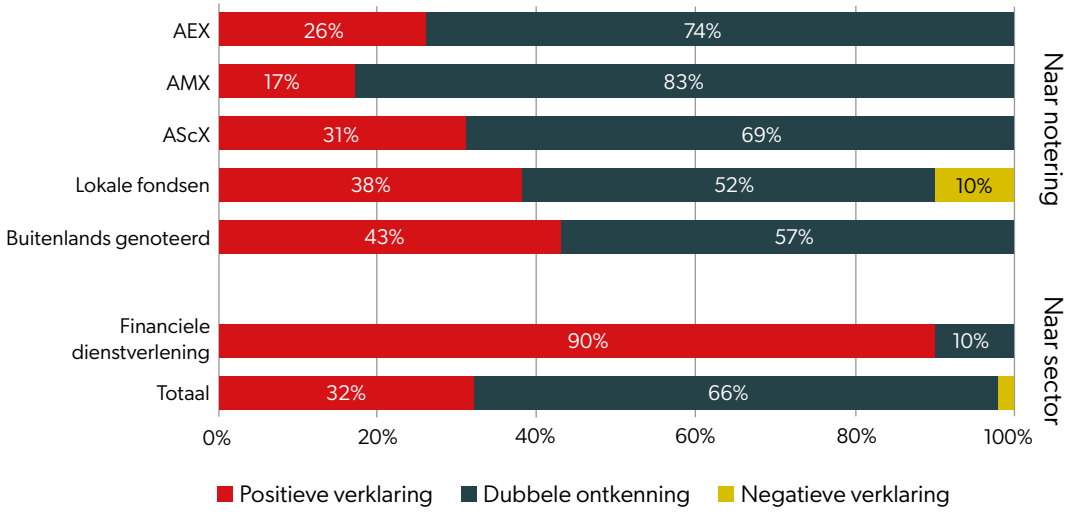
> *Voorbeeld: Hydratec*
> **Hydratec: eigen invulling zonder CSRD-rapportage.** Hydratec rapporteert niet volgens de CSRD, maar verkl*aart wel over de duurzaamheidsverslaggeving:*
>
> *'[...] deze systemen een beperkte mate van zekerheid geven dat de duurzaamheidsverslaggeving geen onjuistheden van materieel belang zie paragraaf risicobeheersing en interne controle voor duurzaamheidsverslaglegging in het duurzaamheidsverslag;'*
>
> *'[...] de duurzaamheidsinformatie in ons verslag is opgesteld in de geest van de CSRD en de toepasselijke ESRS.'*

2.3.3 Operationele en compliancerisico's

De meeste VOR's bevatten een verklaring over de beheersing van operationele en compliancerisico's. Van de 110 vennootschappen met een VOR nemen 95 dit onderdeel op; bij 15 ontbreekt het. Binnen de AEX, AMX en AScX is het vrijwel steeds opgenomen. Bij lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen vermelden in beide groepen 21 van de 28 VOR's dit onderdeel.

De meeste verklaringen zijn geformuleerd als dubbele ontkenning. Element (iv) van de VOR vraagt het bestuur te verklaren welke mate van zekerheid de interne risicobeheersings- en controlesystemen bieden dat operationele en compliancerisico's effectief worden beheerst. Van de 95 VOR's die element (iv) wel bevatten, formuleert 66% het als dubbele ontkenning ('het bestuur is er niet mee bekend dat de systemen geen toereikende mate van zekerheid boden'). Een positieve verklaring ('het bestuur heeft *sufficient comfort*') komt voor bij 32% en een negatieve verklaring bij 2% ('het bestuur heeft geen *sufficient comfort*').

Figuur 2.4 Formulering van de zekerheid bij operationele en compliance risico's, naar notering en sector

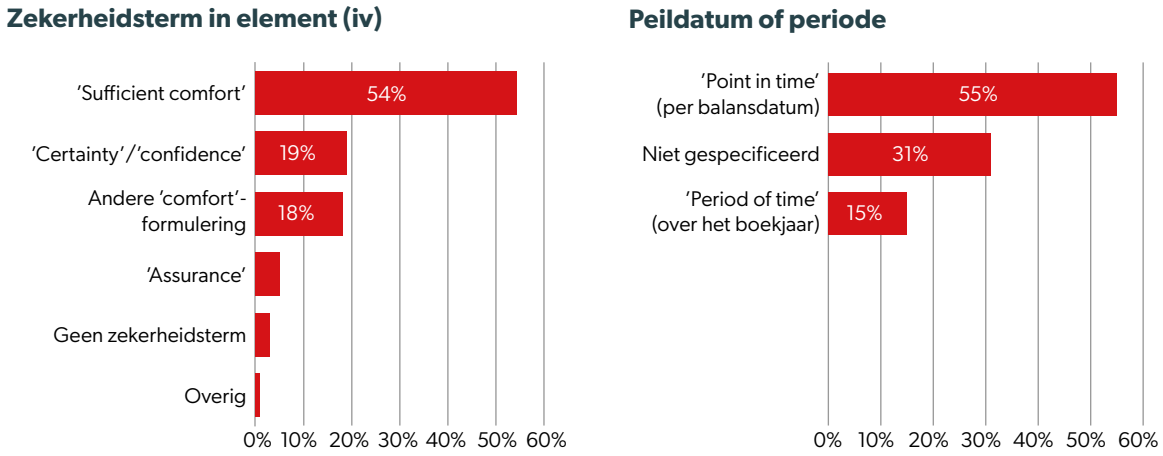


Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 95 VOR's met element (iv); AEX 19, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 21, buitenlands genoteerd 21; financiële dienstverlening 10). Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100.

Positieve verklaringen komen relatief vaak voor bij financiële instellingen. Van de 13 financiële instellingen met een VOR laten drie element (iv) weg. Dit zijn kleine beursgenoteerde holdings zonder eigen operationele activiteiten of personeel. Zij beperken de VOR tot financiële verslaggeving en continuïteit en geven geen toelichting op het weglaten van element (iv). Uit hun verslagen komt wel een impliciete reden naar voren: de holding heeft nauwelijks operationele processen en houdt haar beheersingsmaatregelen bewust beperkt vanwege haar omvang en eenvoudige structuur. Van de overige tien formuleren negen het element positief, waaronder alle banken en verzekeraars. In interviews en rondetafelgesprekken lichtten gesprekspartners toe dat de keuze voor een positieve formulering bewust was. Zij wilden voorkomen dat een terughoudende verklaring twijfel over de risicobeheersing zou oproepen. Ook waren zij gelet op bestaande risicobeheersingssystemen en het (externe) toezicht daarop in staat om een positieve verklaring af te geven.

De formulering verschilt naar notering. Vennootschappen in de AEX, AMX en AScX kiezen in ruime meerderheid voor de dubbele ontkenning. Lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen kiezen vaker voor een positieve verklaring. De negatieve verklaringen komen beide van lokale fondsen en hebben een verschillende achtergrond. De ene vennootschap verklaart dat het bestuur niet kan vaststellen dat de systemen voor operationele en compliancerisico's gedurende het hele boekjaar effectief hebben gewerkt. Zij koppelt dit aan geconstateerde tekortkomingen na een herstructurering en herfinanciering, en beschrijft een herstelplan met onder meer het opnieuw inrichten van de interne auditfunctie in 2026. Een andere vennootschap bevindt zich in een opstartfase met beperkte activiteiten en stelt dat het bestuur "nog niet in de positie is" om zekerheid te geven.

Figuur 2.5 Zekerheidsterm en peildatum in element (iv) van de VOR



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 95 VOR's met element (iv); 15 VOR's zonder dit element zijn buiten beschouwing gelaten). Zekerheidstermen zijn gegroepeerd op basis van de letterlijke formulering in de VOR. Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100.

De formulering van de verklaring over de operationele en compliancerisico's is sterk gestandaardiseerd. 54% van de vennootschappen gebruikt de term 'sufficient comfort'. 19% spreekt van (een mate van) 'certainty' of 'confidence' en 18% gebruikt een andere comfort-formulering, zoals 'appropriate comfort'. Waar vennootschappen uitleggen wat zij onder 'sufficient comfort' verstaan, gebruiken zij vaak eenzelfde soort omschrijving: 'comfort considering our risk appetite, the complexity of our enterprise, inherent limitations to these systems and other disclosures on these systems in our management report'. Wat het begrip voor de eigen vennootschap betekent, blijft daarmee meestal onbenoemd. Gesprekspartners wijzen er verder op dat besturen zelf beoordelen welke onderbouwing zij voldoende achten om van 'sufficient comfort' te spreken, waardoor gelijkluidende verklaringen op verschillende onderbouwingen kunnen berusten.

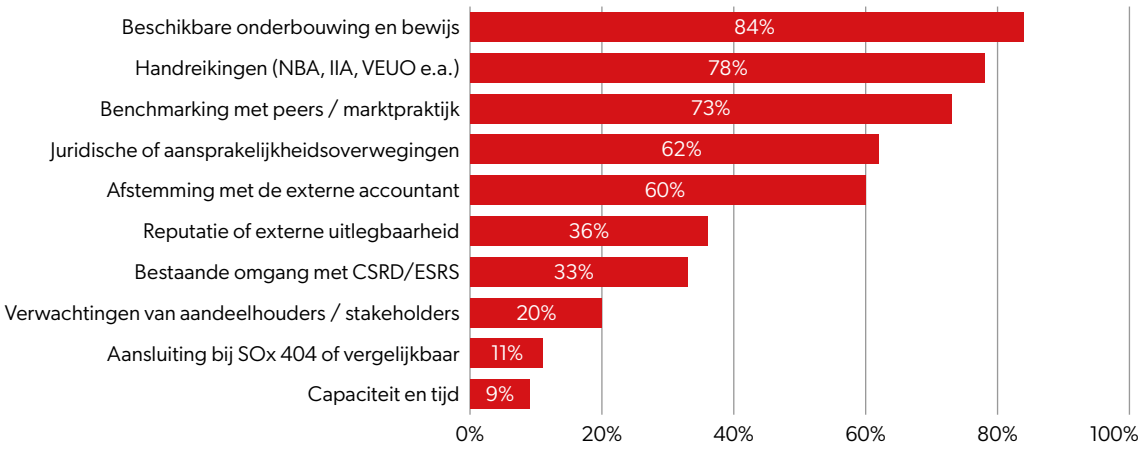
De invoering vroeg tijd en capaciteit, vooral voor het onderbouwen van het zekerheidsniveau en het formuleren van de verklaring. In de vennootschappenenquête noemt 49% het bepalen en onderbouwen van het zekerheidsniveau als knelpunt, 47% de formulering in het licht van juridische risico's en 31% onzekerheid over de verwachte transparantie. In de gesprekken betreffen de inhoudelijke vragen vooral operationele en compliancerisico's: welke onderbouwing is nodig, wanneer is een tekortkoming significant en hoe worden afzonderlijke bevindingen tot een totaaloordeel gewogen? Bij internationaal opererende vennootschappen vroeg ook de uitleg aan buitenlandse bestuurders en adviseurs aandacht, onder meer over de verhouding tot bestaande regimes zoals SOX. In sommige gevallen kwam de VOR bovendien pas in beeld toen de jaarverslaggeving al vrijwel was afgerond.

De meeste VOR's bevatten aanvullende voorbehouden en reikwijdtebeperkingen. Van de vennootschappen met een VOR neemt 94% één of meerdere voorbehouden op, bijvoorbeeld over inherente beperkingen van risicobeheersing. Daarnaast begrenst 98% van de vennootschappen de verklaring over de operationele en compliancerisico's, meestal door te verwijzen naar 'geïdentificeerde' risico's. Veel verklaringen beperken hun reikwijdte tot 'risico's die in de risicoparagraaf zijn opgenomen'. Accountants wijzen erop dat dit laatste de reikwijdte mogelijk te sterk beperkt, omdat de verklaring dan alleen ziet op risico's die de vennootschap zelf heeft geselecteerd voor rapportage. Verschillende vennootschappen met een Amerikaanse beursnotering verduidelijken dat hun VOR niet gelijkstaat aan een verklaring over interne beheersing volgens de Amerikaanse SOX-regels.

Iets meer dan de helft van de VOR's formuleert de verklaring over de operationele en compliancerisico's per peildatum. Bij 55% betreft de verklaring een peildatum, bij 15% een periode en bij 31% wordt dit niet gespecificeerd. De Code bepaalt niet expliciet of de 1.4.3-verklaring over de operationele en compliancerisico's betrekking heeft op de balansdatum of op het gehele boekjaar. Sommige gesprekspartners vinden dat een verklaring per balansdatum onvoldoende zicht biedt op tekortkomingen die gedurende het jaar bestonden en inmiddels zijn hersteld. Zij hechten daarom aan een verklaring over het gehele boekjaar. Andere gesprekspartners vinden een peildatum juist passend, ook vanwege het eerste toepassingsjaar. Ook hebben sommige vennootschappen dat jaar gebruikt om hun beheersmaatregelen in kaart te brengen en waar nodig te verbeteren. Volgens hen kan het bestuur dan moeilijk verklaren dat de systemen gedurende het gehele jaar dezelfde mate van zekerheid boden.

Handreikingen en vergelijking met andere vennootschappen beïnvloeden de formulering. In de vennootschappenenquête noemt 84% het beschikbare bewijs en 78% handreikingen van NBA of VEUO als factoren die de reikwijdte, formulering en onderbouwing bepaalden. Bij de vraag naar de gemaakte keuzes noemt 73% vergelijking met andere vennootschappen, 62% juridische of aansprakelijkheidsoverwegingen en 60% afstemming met de externe accountant. Dit beeld van de belangrijke factoren verschilt nauwelijks tussen groepen vennootschappen (AEX, AMX, AScX, lokale fondsen en buitenlands genoteerd).
Wel noemen AEX- en AMX-vennootschappen vaker de verwachtingen van aandeelhouders en andere stakeholders als factor. Gesprekspartners wijzen daarnaast op voorzichtigheid in het eerste toepassingsjaar omdat er nog vragen bestonden over de benodigde onderbouwing en de manier waarop stakeholders de verklaring zouden interpreteren. Volgens sommige gesprekspartners is het bovendien makkelijker om in volgende jaren meer zekerheid uit te spreken dan om een eerdere verklaring af te zwakken.

Figuur 2.6 Factoren die reikwijdte, formulering en onderbouwing van de VOR-tekst beïnvloedden



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van enquête onder vennootschappen (n = 45, meerdere antwoorden mogelijk).

Zorgen over aansprakelijkheid en andere risico's spelen een rol, maar niet bij iedere vennootschap. Enkele gesprekspartners geven aan dat zij een stelliger verklaring hadden willen afgeven, maar daarvan hebben afgezien. In de gesprekken worden andere bestuurders, de raad van commissarissen / niet-uitvoerende bestuurders, juridische adviseurs en de externe accountant genoemd als partijen die op een terughoudender formulering aandrongen. Hierbij wordt aangegeven dat mogelijke juridische gevolgen een rol bij dit besluit speelden, maar ook de hierboven aangegeven risico's t.a.v. de transparantie naar concurrenten en aan kwaadwillende actoren. Gesprekspartners geven aan dat dergelijke overwegingen grond gaven voor terughoudende formuleringen, ook wanneer zij intern zekerder van hun zaak waren. In dit kader werd het gebruik van een dubbele ontkenning en verklaren per peildatum gezien als voorzichtigheid, zeker in het eerste jaar. Naast aansprakelijkheidszorgen kan het zichtbaar maken van tekortkomingen in het risicobeheer volgens gesprekspartners ook leiden tot concurrentierisico's, kwetsbaarheden blootleggen voor bijvoorbeeld (cyber)criminelen en partijen grond geven voor claims. Andere gesprekspartners zeggen juist dat aansprakelijkheidszorgen geen rol spelen of dat juridische toelichting deze zorgen kon verminderen. Op basis van deze inschatting kiezen enkelen van hen bewust voor een stelligere formulering.

2.4 Effecten van de VOR

2.4.1 Risicobeheersing

De invoering van de VOR leidde vooral tot het samenbrengen en beter vastleggen van en rapporteren over bestaande beheersmaatregelen. Gesprekspartners beschrijven hoe zij beheersmaatregelen inventariseerden, aan risicocategorieën koppelden en de beschikbare onderbouwing samenvoegden. De benodigde aanpassingen verschilden naar de bestaande inrichting van de risicobeheersing. Grote vennootschappen en financiële instellingen konden volgens gesprekspartners vaak aansluiten op bestaande processen. Bij kleinere en niet-financiële vennootschappen worden ook verdergaande aanpassingen beschreven. Een kleiner fonds bracht afzonderlijke rapportages over risico's, fraude en audit samen in één rapportage voor de raad van commissarissen. Een buitenlandse vennootschap documenteerde voor de VOR ruim 200 belangrijke beheersmaatregelen die veelal al werden toegepast. Nieuwe inzichten in de feitelijke risico's worden minder vaak opgedaan.

De waardering van de VOR hangt samen met wat het aan bestaande werkwijzen toevoegt. In de vennootschappenenquête noemt 60% de VOR deels nuttig, 24% nuttig en 16% niet nuttig. In open antwoorden waarderen sommige respondenten de aanleiding om de risicobeheersing kritisch te beoordelen, conclusies beter te onderbouwen en de verslaggeving uit te breiden. Andere zien vooral een formalisering van bestaande werkwijzen, met extra administratieve inspanningen en weinig aanvullende inhoudelijke opbrengst.

2.4.2 Verantwoordelijkheden en dialoog

De VOR heeft soms bijgedragen aan een versterking van de dialoog tussen bestuurders en commissarissen over risicobeheer, veelal met extra nadruk op verslaggeving en de formulering van de VOR. Van de 46 respondenten op de vennootschappenenquête vinden dertien dat de risicodialoog tussen bestuur en toezicht inhoudelijker is geworden. Bij 28 bleef deze vergelijkbaar met 2024. Gevraagd naar de verschuiving door de VOR noemen 29 van de 46 respondenten meer nadruk op verslaggeving en formulering, tegenover twaalf die ook meer nadruk op de werking van beheersmaatregelen zien. Een afzonderlijke enquêtevraag naar veranderingen in aandacht laat een vergelijkbaar beeld zien. Voor risicobereidheid melden zes van de 46 respondenten toegenomen aandacht en 38 onveranderde aandacht. Voor risicoverslaggeving daarentegen melden achttien respondenten toegenomen aandacht. Ook in de gesprekken komt dit verschil in ervaringen naar voren. Waar sommige deelnemers een scherper gesprek over risicobeheersing beschrijven, zien andere vooral extra overleg over formulering en

aansprakelijkheid. Binnen het toezichthoudend orgaan vond de inhoudelijke bespreking vaker plaats in de auditcommissie dan (ook) met de voltallige RvC of met de niet-uitvoerende bestuurders. Van de 45 geënquêteerde vennootschappen noemen 41 een bespreking met de auditcommissie en 28 een bespreking met de voltallige raad van commissarissen of met de niet-uitvoerende bestuurders. Interviewpartners beschrijven onder meer een route waarbij de auditcommissie de onderbouwing bevraagt en de verklaring vervolgens in de voltallige raad wordt besproken.

Externe accountants namen deel aan het overleg over de onderbouwing en formulering van de VOR. Accountants beschrijven in de gesprekken hoe zij conceptteksten lazen, documentatie opvroegen en informatiesessies voor auditcommissies verzorgden. Ook beschrijven zij onderbouwingsmemo's voor de auditcommissie waarin bevindingen worden samengebracht. Het overleg ging onder meer over de onderbouwing van operationele risico's, de betekenis van het gekozen zekerheidsniveau en de vraag welke tekortkomingen toelichting vereisten. Sommige accountants verwachten hun betrokkenheid bij de totstandkoming van de verklaring na het eerste jaar te verminderen. Zij benadrukken dat de verantwoordelijkheid voor de verklaring bij de vennootschap moet blijven.

Interne audit leverde informatie voor de onderbouwing en nam soms tijdelijk de coördinatie op zich. Acht op de tien geënquêteerde interne auditors zeggen dat auditresultaten bijdragen aan de verklaring, meestal in beperkte mate. In interviews en rondetafelgesprekken beschrijven interne auditors daarnaast hoe zij als initiator of projectleider optraden, vooral waar het proces nog geen natuurlijke eigenaar had. Deze auditors geven aan deze coördinerende rol voor 2026 over te willen dragen aan bestuur en tweede lijn. Zij benadrukken dat eigenaarschap van het proces op gespannen voet kan staan met hun onafhankelijke toetsende rol.

De interne dialoog binnen de vennootschap richt zich op het samenbrengen en wegen van de informatie achter de verklaring. De voorbereiding van de VOR lag meestal bij risk en compliance of finance en control, met actieve betrokkenheid van andere functies. Gesprekspartners beschrijven hoe bestuur, auditcommissie en controlefuncties bespreken welke informatie nodig is, wie deze aanlevert en of zij de verklaring voldoende ondersteunt. Risicomanagers noemen bijeenkomsten met risico-eigenaren om beoordelingen te toetsen. Het gesprek gaat daarbij bijvoorbeeld over de betekenis van tekortkomingen, risico's buiten de risicobereidheid en de werking van beheersmaatregelen. Sommige deelnemers melden dat hierdoor verantwoordelijkheden duidelijker zijn geworden en informatie uit verschillende bedrijfsonderdelen meer in samenhang wordt besproken. Gesprekspartners benadrukken dat vennootschappen hun risicobeheersing ieder jaar met een frisse blik moeten bekijken en deze niet als een afvinklijst moeten behandelen.

2.4.3 Transparantie

Weinig vennootschappen rapporteren belangrijke tekortkomingen. In 17% van de onderzochte jaarverslagen rapporteert de vennootschap een belangrijke tekortkoming. Een groot deel daarvan betreft 'material weakness'-meldingen van vennootschappen met een Amerikaanse notering, die aansluiten bij de daar geldende rapportageverplichtingen. De VOR kan ingaan op belangrijke tekortkomingen. In 49% van de onderzochte VOR's wordt geen tekortkoming, bevinding of aandachtspunt genoemd. In 42% worden aandachtspunten of verbeteringen van het systeem genoemd, zonder concrete toelichting. De resterende 9% van de VOR's beschrijft concrete tekortkomingen, bijvoorbeeld in de functiescheiding, handmatige processen of IT-beheersmaatregelen, of bij een ERP-migratie.

Meer vennootschappen vermelden in hun jaarverslag dat tekortkomingen of aandachtspunten met de auditcommissie zijn of worden besproken dan dat zij hierover concreet rapporteren. Uit deze vermeldingen blijkt niet altijd om welke tekortkomingen of aandachtspunten het gaat en welke opvolging daaraan is gegeven. De open enquête-antwoorden suggereren dat de VOR bij deze respondenten vooral aansloot op bestaande processen voor de opvolging van tekortkomingen. Op de niet-verplichte open vraag of de VOR die opvolging heeft veranderd, antwoorden tien respondenten dat dit niet wezenlijk het geval is. Eén respondent beschrijft juist een versterking van de opvolging.

Voorbeeld: Triodos

Triodos: tekortkomingen benoemen en de geboden zekerheid kwalificeren. Triodos Bank rapporteert in het jaarverslag 2025 tekortkomingen in procesmanagement, de inrichting en implementatie van beheersmaatregelen en risico-identificatie. Deze zijn bevestigd door interne en externe audits. De bank beschrijft verbetermaatregelen, waaronder minder handmatige processen en meer automatisering. Ook vermeldt zij dat herstel op onderdelen achterloopt en verbeterpunten blijven bestaan. Tegelijkertijd verklaart het bestuur onder best practice bepaling 1.4.3, onderdeel (iv), dat de systemen enige zekerheid bieden over de effectieve beheersing van materiële operationele en compliancerisico's. Daarbij verwijst het expliciet naar de resterende verbeterpunten en lopende herstelmaatregelen. De onderbouwing legt rechtstreeks het verband tussen deze verbeterpunten en de geboden mate van zekerheid.

Dit voorbeeld laat zien hoe transparantie over tekortkomingen mee kan wegen in de (in dit geval voorzichtig positieve) kwalificatie van de mate van zekerheid over de beheersing van operationele en compliancerisico's.

Voorbeeld: Arcadis

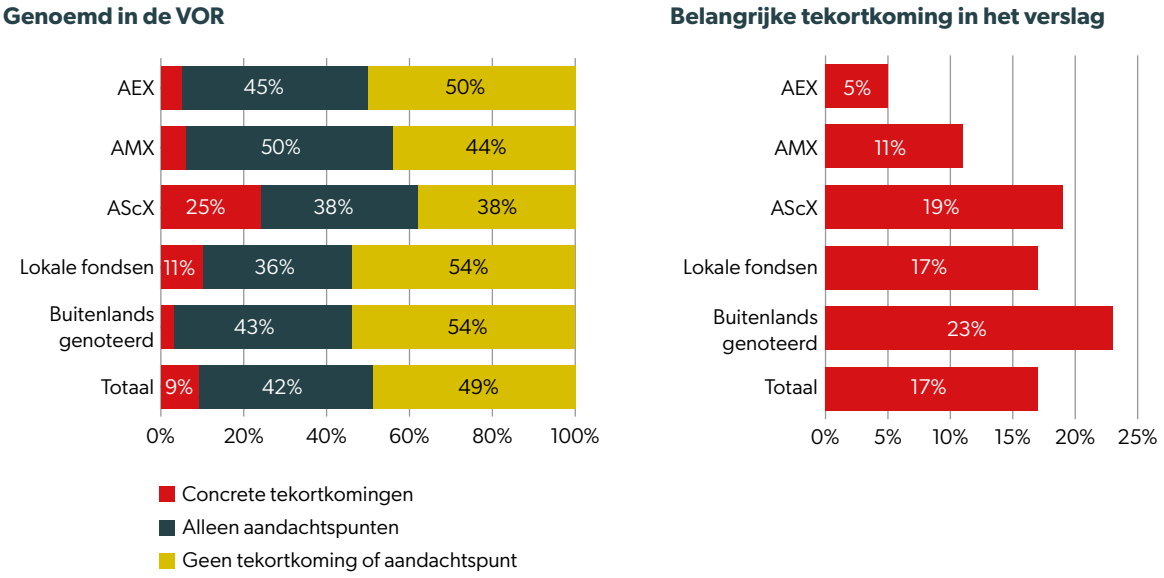
Arcadis: verklaring over tekortkomingen in de financiële verslaglegging gedurende het verslagjaar. Arcadis neemt in de VOR een expliciete vermelding op van een tekortkoming die gedurende het jaar is hersteld:

'Our internal risk management and control systems provide reasonable assurance that the financial reporting for the year ended 31 December 2025 contains no material inaccuracies.

During 2025, management identified an isolated issue related to the implementation of the Oracle ERP system in acquired businesses affecting certain controls over revenue recognition in the Property & Investment business in North America, part of GBA Places. Following the Oracle ERP go live in January 2025, certain controls designed to ensure the accuracy and completeness of revenue recognition were not operating effectively. For the first three quarters of 2025, management relied on the estimation of revenue outside the Oracle ERP system and the use of manual revenue accrual journals to address the deficiencies. Through subsequent project reviews, it became clear that previous manual revenue estimates exceeded what underlying performance could support in the Oracle ERP system and it was necessary to incur a revenue adjustment which was posted in Q4 2025.

Management remediated this matter by year-end through a detailed review and reconciliation of the revenue of each project to ensure the accuracy of revenue recognition. Management continues to develop the business process and control remediation actions through an ongoing plan that includes (i) improving the control environment over manual journals, (ii) strengthening user training and documentation, and (iii) enhancing the testing and change management performed for future ERP go-lives.'

Figuur 2.7 Tekortkomingen genoemd in de VOR en in het jaarverslag, naar notering



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (links: n = 110 jaarverslagen met VOR; AEX 20, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 28, buitenlands genoteerd 28. Rechts: n = 127 jaarverslagen; AEX 21, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 29, buitenlands genoteerd 43). Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100.

Vennootschappen wegen openheid over tekortkomingen af tegen mogelijke nadelen voor de onderneming. Gesprekspartners noemen aansprakelijkheidszorgen en het risico dat informatie over kwetsbaarheden, bijvoorbeeld in IT-systemen, de onderneming kan schaden. Een gesprekspartner vat dit samen als: "er valt niets te verbergen, maar er is wel veel te beschermen". Tegelijk noemen gesprekspartners voorbeelden van jaarverslagen die expliciet beschrijven wat nog niet goed ging. Volgens hen kan zulke openheid de geloofwaardigheid van de verantwoording versterken: het signaleren en herstellen van tekortkomingen kan ook laten zien dat monitoring en opvolging werken.

De tekst van de verklaring biedt aandeelhouders maar beperkt aanvullend inzicht in de kwaliteit van de risicobeheersing. Een kwart van de geënquêteerde aandeelhouders ontleent hieraan redelijk veel inzicht. De overige respondenten noemen enig, weinig of geen inzicht, en niemand kiest voor 'veel inzicht'. Aandeelhouders wijzen vooral op generieke formuleringen (63%), dubbele ontkenningen en assurancetaal (50%), onvoldoende onderbouwing (44%) en beperkte vergelijkbaarheid (38%). Ook in de waardering van informatiebronnen voor beleggingsbeslissingen scoort de VOR laag: van de vijftien voorgelegde bronnen krijgt de verklaring het minste gewicht.

De VOR krijgt in gesprekken met aandeelhouders vooralsnog weinig aandacht. Vennootschappen melden dat tijdens algemene vergaderingen nauwelijks vragen over de verklaring worden gesteld. Aandeelhouders geven aan hun gesprekstijd tijdens *engagement* doorgaans aan andere onderwerpen te besteden. De verklaring biedt hun vooral de bevestiging dat het bestuur de risicobeheersing heeft beoordeeld. Dat geeft enige geruststelling, maar vormt op zichzelf weinig aanleiding voor een inhoudelijk gesprek. Daarvoor hebben aandeelhouders vooral behoefte aan specifieke informatie over tekortkomingen en de opvolging daarvan.

3 CULTUUR

Het bestuur is verantwoordelijk voor het vormgeven van een cultuur gericht op duurzame lange termijn waardecreatie en legt daarover verantwoording af in het bestuursverslag. Dit hoofdstuk beschrijft welke waarden, instrumenten en vormen van monitoring vennootschappen inzetten, hoe bestuur en toezicht daarmee werken en wat zichtbaar wordt van de doorwerking in gedrag, risicobeheersing en strategie.

Bevindingen

Cultuur krijgt brede aandacht, maar roept ook vragen op. Vrijwel alle jaarverslagen verwijzen naar een gedragscode en de meeste noemen kernwaarden. Gesprekspartners leggen verschillende accenten bij cultuur, waaronder kernwaarden, dagelijks gedrag en soft controls. In de vennootschappenenquête noemen 34 van de 46 vennootschappen de meetbaarheid en concreetheid van cultuur als belemmering. In de rondetafelgesprekken en interviews werd meermaals om meer guidance gevraagd.

De relatie tussen cultuur, strategie en duurzame lange termijn waardecreatie wordt vaak gelegd, maar niet altijd in de rapportage uitgewerkt. In 91% van de jaarverslagen wordt cultuur verbonden met strategie en duurzame lange termijn waardecreatie. Vennootschappen beschrijven daarbij veelal ook hoe cultuur daaraan kan bijdragen, bijvoorbeeld via samenwerking, innovatie of het aantrekken en behouden van medewerkers. Ook bevatten veel jaarverslagen beschrijvingen van cultuurbeleid en monitoring. Deze onderdelen maken echter niet altijd vanzelf duidelijk hoe de samenhang tussen waarden, gewenst gedrag en strategische doelstellingen in de praktijk wordt gevolgd, geëvalueerd en waar nodig bijgestuurd.

Vennootschappen volgen cultuur met metingen, onderzoek en rechtstreeks contact. In 85% van de jaarverslagen is enige vorm van cultuurmonitoring zichtbaar, vaak via medewerkersonderzoek. Ook interne auditors onderzoeken cultuur en gedrag, maar noemen methodologie, meetbaarheid en de gevoeligheid van het onderwerp als belemmeringen. Bestuurders en commissarissen vullen rapportages aan met overleg met de ondernemingsraad, werkbezoeken en informele gesprekken met medewerkers. Bij 31 van de 46 geënquêteerde vennootschappen bespreken bestuur en toezicht cultuur regelmatig of structureel.

Cultuur lijkt onvoldoende verankerd te zijn in de bestuurlijke informatievoorziening. Uit de gesprekken ontstaat het beeld dat cultuur en gedrag nog onvoldoende zijn verankerd in de informatie-voorziening richting bestuur en commissarissen. Daarbij ontbreekt nog regelmatig een gestructureerde vertaling van kernwaarden naar concreet gewenst gedrag, evenals een systematische monitoring van de naleving daarvan. De tweede en derde lijn kunnen hierin een belangrijke rol spelen door cultuur structureel te verbinden aan risico-, compliance- en auditrapportages. Hierdoor bereiken signalen over gedrag, tegenspraak en de werking van de risicocultuur de bestuurstafel beter. Dit vergroot niet alleen het bestuurlijk bewustzijn, maar ondersteunt ook een meer transparante toepassing en verantwoording van de bepalingen rondom cultuur en gedrag.

Jaarverslagen maken de feitelijke cultuur en de opvolging van bevindingen minder vaak zichtbaar dan de gewenste cultuur en ingezette instrumenten. In 50% wordt de gewenste cultuur duidelijk beschreven en in 37% de feitelijke cultuur. In 18% worden bevindingen over de feitelijke cultuur verbonden aan een verschil met de gewenste cultuur en aan vervolgacties. Deze percentages zeggen iets over de verslaggeving, niet over de kwaliteit van de cultuur of het ontbreken van opvolging. Gesprekken en open enquête-antwoorden geven concrete voorbeelden van het gezamenlijk beoordelen van signalen, het vastleggen van acties en het bespreken van uitkomsten met bestuur en toezicht.

3.1 Cultuur in de Code

Cultuur kreeg in de herziening van 2016 een zelfstandige plaats in de Code. Daarmee kwam nadrukkelijker in beeld dat de kwaliteit van ondernemingsbestuur ook afhangt van de normen, waarden en gedragingen binnen een onderneming. De aandacht voor cultuur sloot aan bij het centraal stellen van lange termijn waardecreatie: de manier waarop mensen besluiten nemen, elkaar aanspreken en omgaan met verantwoordelijkheden beïnvloedt de uitvoering en houdbaarheid van de strategie. De Commissie koos daarbij voor ruimte voor een ondernemingsspecifieke invulling.

Bij de actualisatie van 2022 is de verantwoording over cultuur aangescherpt. Waar de Code 2016 vooral vroeg naar de waarden en de wijze waarop deze waren ingebed, vraagt de herziene bepaling naar de cultuur zelf, de onderliggende waarden en gedragingen en hun bijdrage aan duurzame lange termijn waardecreatie. Ook moet worden toegelicht of veranderingen gewenst zijn en welke initiatieven worden ondernomen om die bijdrage te vergroten. Daarmee verschoof het accent van het vastleggen van waarden naar de betekenis daarvan voor het functioneren van de onderneming.

Box 3.1

Over cultuur

Organisatiecultuur speelt een belangrijke rol bij de realisatie van de strategie. Het beïnvloedt hoe besluiten tot stand komen, welke signalen aandacht krijgen, hoe medewerkers omgaan met dilemma's, onzekerheden en risico's en hoe de organisatie zich verhoudt tot haar stakeholders. Cultuur speelt daarmee een belangrijke rol bij het vermogen van de organisatie om kansen en risico's te identificeren en te adresseren. Cultuur is daarom meer dan een HR-onderwerp: zij raakt direct aan strategie, governance, risicobeheersing en een integere en beheerste bedrijfsvoering.

Organisatiecultuur omvat gedeelde waarden en vanzelfsprekendheden die richting geven aan het dagelijks handelen en aan de relaties met haar stakeholders. Cultuur gaat daarmee zowel over overtuigingen over wat belangrijk en gepast is, als over gewoonten, onderlinge verhoudingen en terugkerende gedragspatronen. Cultuur is daarmee breder dan de kernwaarden die een onderneming vastlegt. Cultuur blijkt ook uit wat medewerkers als normaal ervaren, welk gedrag wordt beloond en hoe mensen reageren op fouten of tegenspraak. Een onderneming kan bijvoorbeeld openheid uitdragen, terwijl medewerkers terughoudend zijn om hun leidinggevende tegen te spreken.

Inzicht in cultuur. Om cultuur te begrijpen, zijn daarom zowel de uitgesproken waarden als de dagelijkse praktijk van belang. Het beoordelen van cultuur vraagt meer dan het vaststellen van waarden of het afnemen van een medewerkersmeting. Juist onder druk en bij botsende belangen wordt zichtbaar welke gedragingen worden aangemoedigd, getolereerd of ontmoedigd. Bestuurders en commissarissen kunnen daarbij blinde vlekken hebben: hun beeld hangt mede af van de informatie die hen bereikt en hun eigen positie in de organisatie. Een hoge gemiddelde medewerkersscore vertelt bijvoorbeeld nog niet of medewerkers ook een onwelkome boodschap aan hun leidinggevende durven over te brengen. Gesprekken, waarnemingen en onderzoek naar concrete situaties kunnen zulke metingen aanvullen.

Dat cultuur is opgenomen in de Code is niet uniek: ook de Britse Code en de Europese duurzaamheidsrapportagestandaarden vragen aandacht voor de inbedding en beoordeling van cultuur. De UK Corporate Governance Code 2024 vraagt de board te beoordelen en te volgen hoe de gewenste cultuur is ingebed. Wanneer beleid, werkwijzen of gedrag niet aansluiten bij het doel, de waarden en de strategie van de onderneming, moet de board zich ervan vergewissen dat het management corrigerende maatregelen neemt. Het jaarverslag moet de activiteiten van de board en genomen maatregelen toelichten. De rapportagestandaard ESRS G1-1 vraagt ondernemingen die volgens de ESRS rapporteren, met inachtneming van hun materialiteitsbeoordeling, te beschrijven hoe zij hun cultuur vormgeven, ontwikkelen, bevorderen en evalueren. Daarbij is ook aandacht voor meldkanalen, onderzoek naar ongewenst of onrechtmatig gedrag en bescherming van klokkenluiders. Beide kaders vragen daarmee inzicht in wat ondernemingen doen om hun cultuur in de praktijk te laten werken.

Cultuurtoezicht: een internationaal vraagstuk voor toezichthouders en boards. Nederland is hierin dus niet uniek: internationaal worstelen toezichthouders en boards met dezelfde vraag hoe cultuur zichtbaar, bespreekbaar en beoordeelbaar gemaakt kan worden. Na de financiële crisis in 2008 is gedrags- en cultuurtoezicht onderdeel geworden van het toezicht uitgevoerd binnen de financiële sector en dat wordt nu breder overgenomen (zie hiervoor ook de toelichting op de site van de Britse Financial Reporting Council over corporate culture en haar voorbeeld van DNB). Er zijn verschillende raamwerken ontwikkeld als reactie op de toegenomen aandacht voor organisatiecultuur. Rode draad is het advies om informatie uit verschillende bronnen te combineren, waaronder medewerkersmetingen, rechtstreekse gesprekken en werkbezoeken. Deze aanpak helpt om de gewenste cultuur te verbinden met waarneembare gedragingen. Onderzoek naar groepsdynamiek kan zichtbaar maken wat achter formele afspraken verborgen blijft. Het uitgangspunt is niet dat iedere vennootschap dezelfde cultuur moet hebben, maar dat de risico's die samenhangen met de bestaande cultuur herkend en beheersbaar gemaakt worden. Daarmee verschuift de aandacht van de aanwezigheid van beleid naar de vraag hoe dat beleid in de praktijk werkt.

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van o.a. De Vries, M. (2025). De mens is geen machine. Over de impact van menselijk gedrag op de integere en beheerste bedrijfsvoering. FRC (2016). Corporate culture and the role of boards. Report of observations. Redmond, L. C. (2025). Governing corporate culture. Conceptualising culture for boards. De Vries, M. & F. De Vries (2026). Risicocultuur als fundament voor effectief risicobeheersing. FRC (z.d.). Corporate culture case studies.

De Code legt de verantwoordelijkheid voor cultuur bij het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen of de niet-uitvoerende bestuurders. Volgens principe 2.5 geeft het bestuur vorm aan een cultuur gericht op duurzame lange termijn waardecreatie. Best practice bepaling 2.5.1 werkt dit uit. Het bestuur stelt waarden vast, bespreekt deze met de raad van commissarissen en zorgt voor de inbedding en het onderhouden ervan. Daarbij hoort voorbeeldgedrag. Het bestuur houdt rekening met de strategie, het bedrijfsmodel, de omgeving en de bestaande cultuur. Ook sociale veiligheid en de mogelijkheid om vermoedens van misstanden en onregelmatigheden bespreekbaar te maken en te melden, krijgen expliciet aandacht. De daaropvolgende bepalingen maken deze verantwoordelijkheid concreter. Het bestuur stelt een gedragscode op, ziet toe op de werking en naleving ervan en informeert de raad van commissarissen over zijn bevindingen (2.5.2). Waar een medezeggenschapsorgaan bestaat, maken gedrag, cultuur en de vastgestelde waarden deel uit van het overleg (2.5.3). In het bestuursverslag licht het bestuur de cultuur, eventuele veranderbehoeften, de bijdrage aan duurzame lange termijn waardecreatie en de werking en naleving van de gedragscode toe (2.5.4). De Code schrijft geen uniforme cultuur of meetmethode voor. De invulling hangt af van de onderneming, waarbij ook verschillende subculturen kunnen bestaan. De verantwoordingsplicht vraagt wel om inzicht in de cultuur binnen de onderneming en de eventuele behoefte aan verandering.

3.2 Cultuurbeleid, monitoring en verslaggeving

3.2.1 Cultuurbeleid

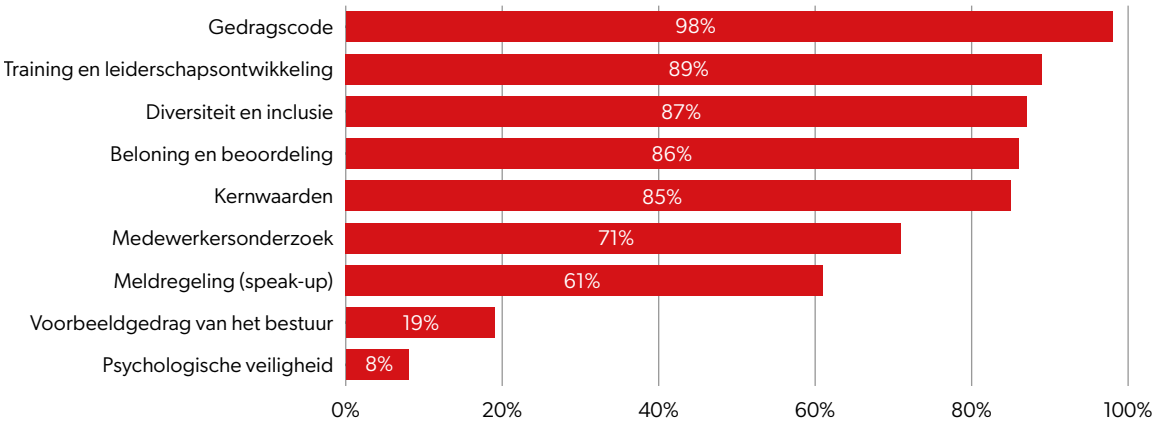
Gesprekspartners vinden cultuur belangrijk voor het functioneren van de onderneming, maar wat onder cultuur wordt verstaan, roept vragen op. Sommige gesprekspartners leggen de nadruk op kernwaarden, anderen op dagelijks gedrag of *soft controls*. Verschillende respondenten typeren cultuur als 'ongrijpbaar' of 'vaag'. Zij hebben behoefte aan meer houvast bij het bepalen van de doelen en het beoordelen van hun cultuurbeleid. Zij verbinden cultuur onder meer aan voorbeeldgedrag, de omgang met stakeholders, risicobeheersing en het aantrekken en behouden van medewerkers. Om cultuur te beïnvloeden en te volgen, noemen zij uiteenlopende middelen, van trainingen en personeelsbeleid tot cultuurscans en informele gesprekken.

De relatie tussen cultuur, strategie en duurzame lange termijn waardecreatie wordt vaak gelegd, maar niet altijd uitgewerkt. In 91% van de jaarverslagen wordt cultuur verbonden met strategie en duurzame lange termijn waardecreatie. Vennootschappen beschrijven daarbij veelal ook hoe cultuur daaraan kan bijdragen, bijvoorbeeld via samenwerking, innovatie of het aantrekken en behouden van medewerkers. Hoe die bijdrage in de praktijk tot stand moet komen, wordt echter niet altijd concreet gemaakt. In de vennootschappenenquête geven 21 van de 46 respondenten aan dat cultuur bij strategievorming of strategische keuzes wordt besproken. Negen zeggen dat cultuur vooral los van de strategie aan bod komt.

Gedragscodes en kernwaarden zijn bijna universeel aanwezig, maar maken de relatie tussen cultuur en strategie niet vanzelf duidelijk. Van de jaarverslagen verwijst 98% naar een gedragscode en 85% naar kernwaarden. De vennootschappenenquête laat een vergelijkbaar beeld zien: 96% van de respondenten heeft waarden geformuleerd en de meeste koppelen daaraan gewenst gedrag. Van de vennootschappen met een gedragscode beschrijft driekwart (74%) in het jaarverslag de werking of naleving ervan aan de hand van een concrete uitkomst, zoals het aantal meldingen of de mededeling dat zich geen incidenten hebben voorgedaan.

Jaarverslagen beschrijven cultuurbeleid verder vooral via training, leiderschap en personeelsinstrumenten. Naast gedragscodes en kernwaarden worden training en leiderschaps-ontwikkeling het vaakst genoemd (89%), gevolgd door diversiteit en inclusie (87%) en beloning en beoordeling (86%). Medewerkersonderzoek komt in 71% van de verslagen voor en meldregelingen in 61%. Deze beschrijvingen geven de lezer inzicht in de middelen waarmee vennootschappen hun cultuur proberen te beïnvloeden en te volgen. De verslaggeving legt daarbij andere accenten dan vennootschappen in de vennootschappenenquête. Beloning en beoordeling worden in 86% van de verslagen aan cultuur gekoppeld, terwijl 57% van de geënquêteerde vennootschappen deze noemt als instrument om cultuur te borgen. Bij voorbeeldgedrag van het bestuur is het beeld omgekeerd: dit wordt in 19% van de verslagen expliciet genoemd, tegenover 74% in de vennootschappenenquête. De bronnen betreffen verschillende groepen en vraagstellingen, maar laten zien dat formele instrumenten in de verslaggeving meer op de voorgrond kunnen staan, terwijl minder tastbare aspecten zoals voorbeeldgedrag minder terugkomen in verslaglegging, terwijl ze in de praktijk bij de vennootschap wel aanwezig zijn.

Figuur 3.1 Onderdelen van cultuurbeleid genoemd in het jaarverslag



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127). Gedragscode en kernwaarden op basis van directe vragen; medewerkersonderzoek genoemd bij cultuurbeleid of bij cultuurmonitoring; overige instrumenten op basis van trefwoorden in de beschrijving van cultuurbeleid. Meerdere instrumenten per verslag mogelijk.

Veel jaarverslagen beschrijven nieuwe of vernieuwde cultuurinitiatieven. In de meerderheid van de onderzochte verslagen worden cultuurinterventies of wijzigingen genoemd die in het verslagjaar zijn ingevoerd. Daarmee wordt zichtbaar welke activiteiten vennootschappen ondernemen, maar nog niet welke veranderingen in gedrag zij daarmee bereiken.

Vennootschappen verbinden kernwaarden aan keuzes over medewerkers en leidinggevenden, maar vinden het concreet maken en volgen van cultuur lastig. Verslagen en interviews beschrijven hoe waarden meewegen bij werving, beoordeling en promotie. Een vennootschap noemt kernwaarden in individuele beoordelingsgesprekken. Andere voorbeelden zijn de beoordeling van leiderschapsgedrag en cultuurdoelen in de variabele beloning. Zo wordt zichtbaar hoe vennootschappen gewenst gedrag proberen te stimuleren, maar zij geven ook aan hier belemmeringen bij te ervaren. Van de 46 geënquêteerde vennootschappen noemen 34 de meetbaarheid en concreetheid van cultuur als belemmering. 23 noemen internationale verschillen en 13 onduidelijk eigenaarschap. Slechts één respondent noemt beperkte aandacht op de bestuurs- of toezichtsagenda. De knelpunten liggen volgens deze respondenten vooral bij de vertaling van waarden naar waarneembaar gedrag en bij de verantwoordelijkheid voor de opvolging.

3.2.2 Implementatie en monitoring van cultuur en gedrag

In de praktijk wordt beleid geïmplementeerd en daarna gemonitord. Medewerkersonderzoek is voor dat laatste het meest gebruikte instrument voor cultuurmonitoring, maar geeft op zichzelf niet per se voldoende inzicht in de feitelijke cultuur. Zoals Box 3.1 toelicht, vertelt een hoge gemiddelde medewerkers-score bijvoorbeeld nog niet of medewerkers ook een onwelkome boodschap aan hun leidinggevende durven over te brengen. Voor inzicht in cultuur is het daarom van belang informatie uit verschillende bronnen te combineren, waaronder medewerkersmetingen, rechtstreekse gesprekken, waarnemingen en onderzoek naar concrete situaties. Van de verslagen bevat 85% enige verantwoording over de monitoring van cultuur. Bij 43% gebeurt dat expliciet. Bij weer 43% blijkt dit uit instrumenten die aannemelijk inzicht geven in cultuur. Medewerkersonderzoek wordt genoemd in 71% van de verslagen. Het gaat bijvoorbeeld om jaarlijkse engagementonderzoeken en kortere, periodieke metingen.

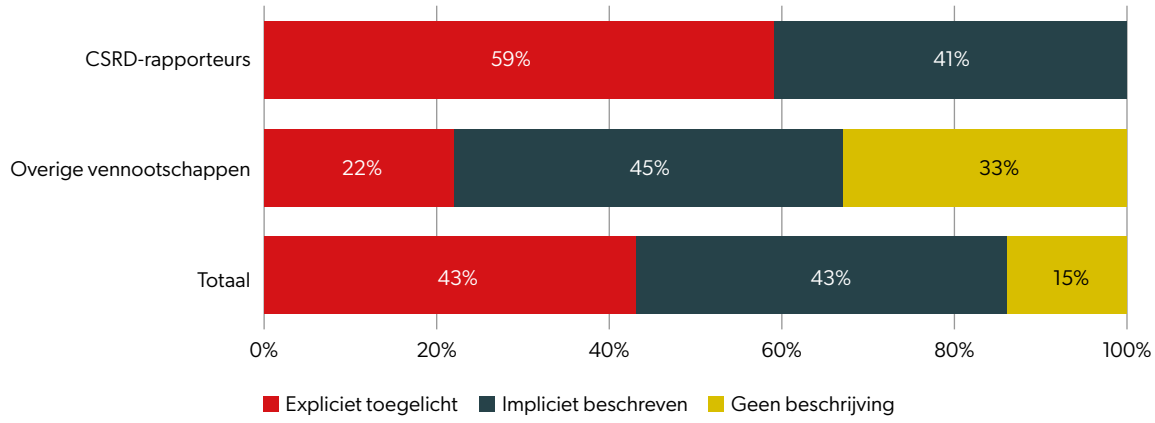
Voorbeeld: NN Group
NN Group beschrijft in het jaarverslag 2025 hoe de kernwaarden Care, Clear en Commit worden vertaald naar gewenst gedrag: Team up, Speak up en Step up. Deze waarden en gedragingen zijn opgenomen in selectie en onboarding, talentmanagement en het leiderschapsprofiel. In 2025 zijn de gedragingen ook geïntegreerd in de beoordelings- en ontwikkelcyclus. Een managementhandleiding ondersteunt de gesprekken hierover met medewerkers. Een app helpt medewerkers te reflecteren op hun gedrag en feedback te ontvangen.

NN Group volgt de toepassing via medewerkersmetingen met vragen over de afzonderlijke waarden, het dagelijks gedrag en het voorbeeldgedrag van leidinggevenden. Het verslag presenteert uitkomsten, doelstellingen en vergelijkingen met het voorgaande jaar. Het bestuur evalueert jaarlijks de implementatie op basis van een intern rapport. De resultaten, observaties en vervolgstappen worden besproken met de raad van commissarissen en de centrale en Europese ondernemingsraad.

Dit voorbeeld laat zien hoe een vennootschap de samenhang tussen waarden, gewenst gedrag, personeelsbeleid en uitvoering concreet kan beschrijven. Door ook meetresultaten, evaluatie en vervolgstappen toe te lichten, wordt zichtbaar hoe de vennootschap de ontwikkeling van haar cultuur volgt en richting geeft.

Over cultuurmonitoring wordt vaker gerapporteerd door vennootschappen die volgens de CSRD rapporteren, doordat de CSRD dit vereist indien cultuur een materieel thema is voor de vennootschap. Alle vennootschappen in de onderzochte populatie die onder de CSRD vallen, beschrijven een vorm van cultuurmonitoring, tegenover ongeveer twee derde van de overige vennootschappen. ESRS G1-1 vraagt ondernemingen te beschrijven hoe zij hun cultuur vormgeven, ontwikkelen, bevorderen en evalueren. Ook vraagt deze standaard informatie over meldkanalen, onderzoek naar mogelijke overtredingen van de gedragscode en bescherming van klokkenluiders. Deze rapportagevereisten bieden daarmee een concrete aanleiding om informatie over cultuur en monitoring in de duurzaamheidsverklaring op te nemen, voor zover de betreffende onderwerpen materieel zijn. In de onderzochte verslagen komt informatie over cultuurmonitoring dan ook mede terug in de duurzaamheidsverklaring.

Figuur 3.2 Monitoring van cultuur in het jaarverslag, naar CSRD-rapportage



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; CSRD-rapporteurs 69, overige 58). Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100.

Interne audit onderzoekt cultuur en gedrag, maar ervaart methodologische en praktische belemmeringen. Van de geënquêteerde interne auditors onderzoekt 81% cultuur en gedrag. Bij 31% is dat een structureel onderdeel van elke audit, bij 13% een regelmatige aparte cultuuraudit en bij 38% een incidentele. De overige 19% doet het niet, al verwacht twee derde daarvan er in de toekomst mee te starten. Als belangrijkste belemmeringen noemen zij methodologie en meetbaarheid (72%), de gevoeligheid van het onderwerp (50%) en capaciteit en expertise (41%). Een kwart noemt beperkte vraag vanuit bestuur of raad van commissarissen. Deze uitkomsten sluiten aan bij de vragen over de beoordeling van cultuur die in gesprekken naar voren komen. Tegelijk laat de enquête onder interne auditors zien dat cultuur bij veel interne auditfuncties al onderdeel is van de werkzaamheden, maar nog niet altijd op een vaste, terugkerende manier.

3.2.3 Gewenste en feitelijke cultuur in de verslaggeving

Jaarverslagen beschrijven vaker de gewenste dan de feitelijke cultuur. Cultuur komt in vrijwel elk jaarverslag aan bod. In 50% wordt duidelijk beschreven welke cultuur de vennootschap nastreeft. In 37% wordt de feitelijke cultuur toegelicht aan de hand van bevindingen of metingen, zoals uitkomsten van een medewerkersonderzoek. Bij andere beschrijvingen blijft onduidelijk of zij de ambitie of de bestaande praktijk weergeven. Sommige gesprekspartners wijzen er in gesprekken op dat informatie over cultuur verspreid door het jaarverslag staat en zich moeilijk in één passage laat samenvatten. Over het algemeen zijn de verslagen van de A-noteringen (en dan met name de vennootschappen genoteerd aan de AEX) het duidelijkst.

Minder vaak wordt duidelijk hoe cultuurmetingen tot gerichte vervolgacties leiden. In 18% van de verslagen worden uitkomsten over de feitelijke cultuur verbonden aan een verschil met de gewenste cultuur en aan acties om dat verschil te verkleinen. In andere verslagen blijft deze samenhang onvolledig: zij noemen bijvoorbeeld wel een meetinstrument, maar beschrijven niet welke aandachtspunten daaruit volgen of hoe deze worden opgepakt. Het percentage zegt daarmee iets over de verslaggeving, niet over de kwaliteit van de cultuur; niet iedere meting hoeft immers een verschil met de gewenste cultuur op te leveren. Waar deze samenhang wordt beschreven, zijn de toelichtingen vaak concreet. Vennootschappen noemen bijvoorbeeld aandachtspunten rond communicatie, werkdruk of inclusie en verbinden daaraan acties, zoals aangepaste arbeidsvoorwaarden of workshops op een specifieke locatie.

Figuur 3.3 Cultuurrapportage in het jaarverslag, naar notering

	Gewenste cultuur beschreven	Feitelijke cultuur beschreven	Verschil en opvolging beschreven	Risico-cultuur besproken	Bestuur / RvC draagt cultuur uit	RvC-toezicht toegelicht
AEX	81%	76%	14%	67%	86%	95%
AMX	50%	56%	22%	61%	94%	89%
AScX	56%	44%	38%	63%	69%	75%
Lokale fondsen	31%	17%	10%	28%	48%	45%
Buitenlands genoteerd	44%	21%	16%	42%	47%	56%
Totaal	50%	37%	18%	48%	63%	67%

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; AEX 21, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 29, buitenlands genoteerd 43).

Gesprekspartners, vennootschappen en interne auditors noemen onder meer het verbinden van signalen aan gesprek en opvolging als goede werkwijze. In de vennootschappenenquête beschrijft een vennootschap hoe medewerkersfeedback, veiligheidsindicatoren en meldingen samen worden beoordeeld, waarna acties en verantwoordelijken worden vastgelegd. Een andere vennootschap noemt een verplichte cursus risicocultuur voor managers en bestuurders. Interne auditors wijzen op manieren om gedrag in hun onderzoek te betrekken. In de enquête onder interne auditors noemen zij aandacht voor soft controls bij de voorbereiding van audits en bij de analyse van oorzaken van bevindingen. In gesprekken beschrijven interne auditors een jaarlijks herhaalde beoordeling met een vijfpuntsschaal, met bij elk incident de vraag of en welk gedrag een rol speelde. Ook noemen zij het vergelijken van de huidige en de gewenste cultuur als voorbeeld.

3.3 Cultuur in bestuur en toezicht

3.3.1 Betrokkenheid en dialoog

Jaarverslagen beschrijven vaker de betrokkenheid van bestuur en toezicht bij cultuur dan de concrete invulling daarvan. In 63% staat dat het bestuur of de RvC cultuur actief uitdraagt, bijvoorbeeld via voorbeeldgedrag of het benadrukken van kernwaarden. 67% beschrijft hoe de RvC toezicht houdt op een cultuur die bijdraagt aan duurzame lange termijn waardecreatie. Bij ruim een kwart van alle vennootschappen wordt dit toezicht concreet toegelicht, bijvoorbeeld door de bespreking van cultuurscans, medewerkersonderzoek of medewerkersgesprekken. Andere toelichtingen blijven bij rapportages over de gedragscode en meldingen. Ook in de gesprekken lopen de oordelen over het verkregen inzicht uiteen. In het rondetafelgesprek wijzen bestuurssecretarissen op vaste agendering en cultuurrapportages, terwijl andere gesprekspartners vragen stellen bij het zicht op dagelijks gedrag en de systematiek van de monitoring.

De interne dialoog wordt onder meer gevoed door medewerkersonderzoeken en rechtstreeks contact met medewerkers. Bij 31 van de 46 respondenten in de vennootschappenenquête bespreken bestuur en toezicht cultuur regelmatig of structureel. De gesprekken beschrijven hoe commissarissen, onder wie voordrachtscommissarissen, dashboards met engagementscores en waardenonderzoek combineren met overleg met de ondernemingsraad en werkbezoeken. Informele gesprekken met medewerkers en het management onder het bestuur vullen de rapportages aan. Zij gebruiken deze contacten om te onderzoeken of de beschreven waarden ook in de dagelijkse praktijk worden ervaren.

Gesprekken over cultuur leiden in concrete gevallen tot opvolging van signalen en verduidelijking van kernwaarden. Bij één geïnterviewde onderneming waren achterblijvende resultaten van een medewerkersonderzoek aanleiding voor locatiebezoeken van de CEO, met betrokkenheid van het lokale management en de ondernemingsraad. Bij een andere onderneming bespraken bestuurders met medewerkers wat vernieuwde kernwaarden voor hun dagelijkse werk betekenen. Managers kregen de opdracht dit gesprek in hun teams voort te zetten. Deze voorbeelden laten zien hoe de dialoog zowel wordt gebruikt om signalen te onderzoeken als om de gewenste cultuur concreet te maken.

Het bespreken van cultuur betekent niet vanzelfsprekend dat ook moeilijk bespreekbaar gedrag aan bod komt. In de rondetafelgesprekken benadrukken deelnemers het belang van ruimte om zorgen en tekortkomingen te melden. Externe accountants beschrijven hoe bevindingen aanleiding geven om onderliggende gedragspatronen te bespreken, maar ook dat zulke gesprekken confronterend kunnen zijn. De verbinding met risicobeheersing is evenmin vanzelfsprekend: verschillende interne auditors melden dat bestaande cultuurprogramma's en cultuuronderzoeken niet bij de totstandkoming van de VOR zijn betrokken.

Bij aandeelhouders vormen signalen van problemen een aanleiding om de vennootschap erover te bevragen. Zij noemen klachten, vermoedens van wangedrag en integratieproblemen als redenen voor extra aandacht. De gesprekken geven daarmee vooral inzicht in hun reactie op zulke signalen en minder in de wijze waarop zij de cultuur doorlopend volgen.

4 STAKEHOLDERDIALOOG

De Code verwacht dat vennootschappen stakeholderbelangen meewegen in hun strategie voor duurzame lange termijn waardecreatie en een dialoog onderhouden met relevante stakeholders over de duurzaamheidsaspecten daarvan. Dit hoofdstuk beschrijft welke stakeholders vennootschappen betrekken, hoe de dialoog is georganiseerd en hoe de verkregen inzichten worden besproken en afgewogen. Vervolgens wordt ingegaan op de ervaren veranderingen in stakeholderbetrokkenheid en verslaggeving.

Bevindingen

Vennootschappen betrekken doorgaans meerdere stakeholdergroepen. Aandeelhouders, werknemers, klanten en leveranciers komen in vrijwel alle jaarverslagen terug. Vennootschappen in de AEX, AMX en AScX noemen een bredere groep stakeholders dan lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen. Meer dan de helft van de verslagen benoemt de groepen zonder het selectieproces toe te lichten. Gesprekspartners wijzen op de lastige afbakening van indirecte of niet-georganiseerde belangen en op verschillen in de zichtbaarheid en mondigheid van stakeholders.

De DMA heeft volgens gesprekspartners geholpen de stakeholderdialoog te organiseren. In 59% wordt stakeholderdialoog in verband gebracht met de DMA (Double Materiality Assessment). Deze heeft volgens gesprekspartners geholpen stakeholders en hun belangen in kaart te brengen en vormde bij sommige vennootschappen aanleiding voor meer contact. De opbrengst verschilt: zestien respondenten noemen redelijk veel of sterke nieuwe inzichten, zeventien beperkte en tien geen nieuwe inzichten.

Stakeholderbelangen worden intern besproken, maar de doorwerking in besluiten en de gemaakte afwegingen zijn niet overal zichtbaar. Bij 32 van de 46 geënquêteerde vennootschappen bespreekt het bestuur regelmatig of structureel dilemma's tussen stakeholderbelangen. In 57% van de jaarverslagen staat ten minste één voorbeeld van stakeholderinput en een daaropvolgende actie. Bij ongeveer twee derde van deze voorbeelden zijn zowel de inbreng als de actie concreet beschreven. In 19% van de verslagen wordt een dilemma of belangenafweging genoemd.

4.1 Stakeholderdialoog in de Code

De stakeholderdialoog bouwt voort op de aandacht in de Code voor zorgvuldige belangenafweging. Op basis van principe 1.1 van de Code is het bestuur verantwoordelijk voor de strategie met betrekking tot duurzame lange termijn waardecreatie en moet het daarbij de belangen van de relevante stakeholders meewegen. Niet iedere stakeholder is voor elk duurzaamheidsaspect even relevant. Het bestuur bepaalt welke stakeholders voor welk onderwerp relevant zijn en is verantwoordelijk voor de uiteindelijke afweging van belangen. Er is geen algemeen recht op dialoog. De vennootschap stelt beleid op voor een effectieve dialoog met relevante stakeholders. De vennootschap faciliteert de dialoog met bijvoorbeeld medezeggenschap en aandeelhouders (zie ook best practice-bepalingen 1.1.5 en 4.2.2). De bepaling veronderstelt dat zowel de vennootschap als de relevante stakeholders bereid zijn het gesprek aan te gaan.

De dialoog staat in dienst van de strategie en de verantwoording daarover. Best practice bepaling 1.1.4 vraagt om toelichting op de strategie, met onder meer de wijze waarop stakeholderbelangen zijn meegewogen. De betekenis van de dialoog ligt daarmee ook in wat het bestuur met de verkregen inzichten doet. Het voeren van gesprekken en het afwegen van belangen zijn verschillende stappen, waarvan de samenhang relevant is voor de lezer van het bestuursverslag.

Box 4.1

Stakeholderdialoog hier en in het buitenland

De UK Code legt nadruk op de verbinding tussen stakeholderperspectieven en besluitvorming door de board. Bepaling 5 van de UK Corporate Governance Code 2024 vraagt de board inzicht te hebben in de opvattingen van belangrijke stakeholders en in het jaarverslag te beschrijven hoe deze bij besprekingen en besluiten zijn betrokken. Voor het contact met de medewerkers noemt de UK Code concrete mogelijkheden, zoals het benoemen van een bestuurder afkomstig uit het personeelsbestand, een formeel adviespanel of een aangewezen niet-uitvoerende bestuurder. Bij een andere aanpak moet worden toegelicht waarom deze effectief is. Het accent ligt daarmee zowel op het organiseren van toegang tot de board als op het zichtbaar maken van de betekenis van de verkregen inzichten.

Ook de European Sustainability Reporting Standards (ESRS) vragen inzicht in de verwerking van stakeholderperspectieven. ESRS 2 SBM-2 vraagt ondernemingen die volgens deze standaarden rapporteren toe te lichten hoe belangen en opvattingen van stakeholders worden meegenomen in strategie en bedrijfsmodel. Daarbij gaat het onder meer om de belangrijkste stakeholdergroepen, de organisatie en het doel van de betrokkenheid en de manier waarop de uitkomsten worden gebruikt. De gevraagde toelichting is daarmee breder dan een beschrijving van stakeholderraadpleging voor de dubbele materialiteitsanalyse. Die analyse kan helpen om relevante onderwerpen te identificeren, maar laat op zichzelf nog niet zien hoe belangen bij afzonderlijke strategische keuzes zijn afgewogen.

4.2 Stakeholders en de inrichting van de dialoog

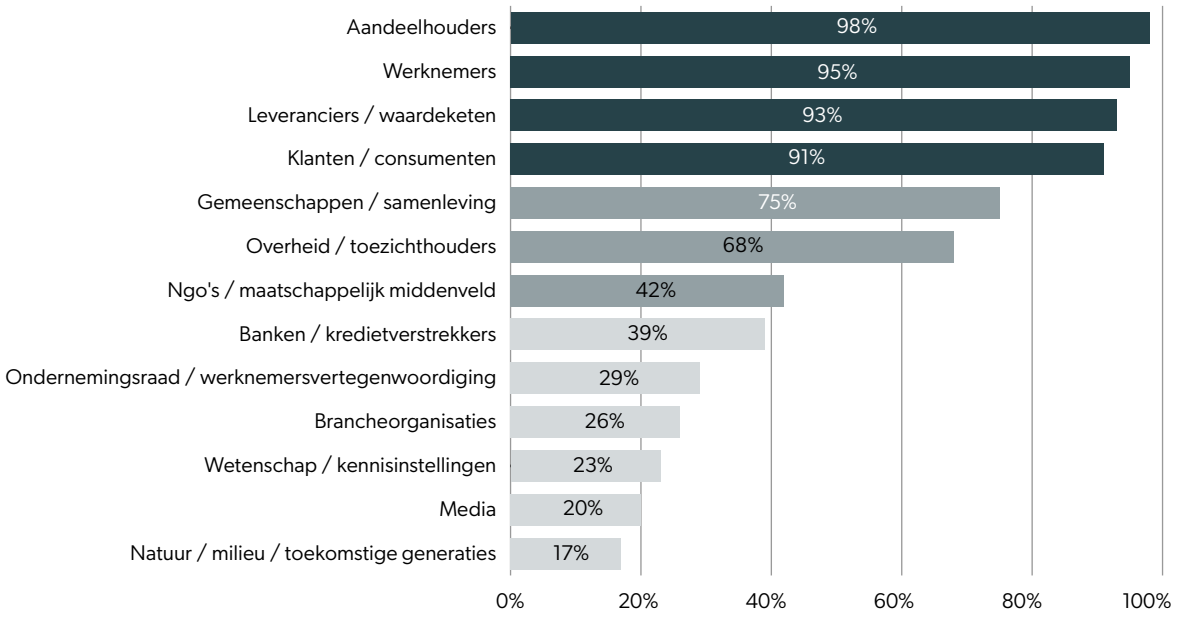
4.2.1 Selectie van stakeholders

Jaarverslagen noemen doorgaans een brede en vergelijkbare groep stakeholders. Bijna alle verslagen noemen aandeelhouders (98%), werknemers (95%), leveranciers en partijen in de waardeketen (93%) en klanten (91%). Gemeenschappen en samenleving komen in 75% van de verslagen terug, overheden en toezichthouders in 68%. Meer dan de helft van de verslagen benoemt de stakeholders zonder het selectieproces toe te lichten. In interviews wordt deze afweging concreter beschreven. Een gesprekspartner licht bijvoorbeeld toe dat vennootschappen een materialiteitsafweging maken en zij zich vooral richten op de belangen die zij van wezenlijk belang achten voor de onderneming of haar lange termijn waardecreatie.

Vennootschappen in de AEX, AMX en AScX noemen een bredere groep stakeholders dan lokale fondsen en buitenlands genoteerde vennootschappen. Vrijwel alle vennootschappen noemen meerdere stakeholdergroepen, veelal in elk geval direct betrokkenen zoals aandeelhouders, werknemers, klanten en leveranciers. A-noteringen noemen daarnaast vaker ook stakeholders zoals maatschappelijke organisaties, overheden en ngo's.

Het afbakenen van relevante stakeholders roept ook vragen op. Sommige gesprekspartners vinden het lastig om indirecte of niet-georganiseerde belangen in de selectie te betrekken. Eén noemt natuur als voorbeeld van een belang dat moeilijk in de gebruikelijke stakeholdercategorieën past. Daarnaast signaleren verschillende gesprekspartners dat zichtbare of mondige stakeholders gemakkelijker aandacht krijgen dan groepen die minder zichtbaar zijn of zich minder duidelijk laten horen.

Figuur 4.1 Welke stakeholdergroepen noemt het jaarverslag?



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127).

Box 4.2

De rol van de CSRD

De CSRD heeft volgens gesprekspartners bijgedragen aan meer en systematischer stakeholderbetrokkenheid. De ontwikkeling van een dubbele materialiteitsanalyse (DMA) heeft geholpen om stakeholders en hun belangen in kaart te brengen en vormde bij sommige vennootschappen aanleiding voor meer contact. De verandering betrof volgens gesprekspartners zowel de raadpleging zelf als de organisatie en vastlegging daarvan. De DMA raakt daarmee aan verschillende onderdelen van de stakeholderdialoog: welke stakeholders worden betrokken, welke belangen en onderwerpen in beeld komen en hoe de raadpleging wordt ingericht.

Ook in de jaarverslagen vormt de DMA vaak het kader voor de beschrijving van stakeholderdialoog. In 59% van de verslagen wordt stakeholderdialoog beschreven in het kader van de dubbele materialiteitsanalyse. In 13% wordt een verband gelegd met strategieontwikkeling en in 2% met een verschil van inzicht. 26% noemt geen specifieke aanleiding, al wordt dan vaak wel duidelijk dat er met stakeholders is gesproken. Ook sommige vennootschappen die niet volgens de CSRD/ESRS rapporteren, gebruiken een DMA om stakeholders en hun belangen in kaart te brengen.

Gelijktijdig bleef de stakeholderdialoog bij de meeste respondenten in de vennootschappenenquête vergelijkbaar met het voorgaande jaar. Van de 45 respondenten noemen 26 een vergelijkbare dialoog, tien een verbreding naar meer thema's of stakeholdergroepen en acht een concentratie rond enkele thema's. Zes vinden de dialoog inhoudelijk scherper of kritischer geworden; één noemt meer polarisatie of conflict. Daarnaast spelen soms praktische belemmeringen zoals capaciteit, coördinatie en representativiteit. Meer structuur leidt bovendien niet vanzelfsprekend tot nieuwe inzichten: tien respondenten melden geen nieuwe inzichten uit de materialiteitsanalyse en zeventien slechts beperkte; zestien noemen redelijk veel of sterke nieuwe inzichten.

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; CSRD-rapporteurs 69, overige 58).

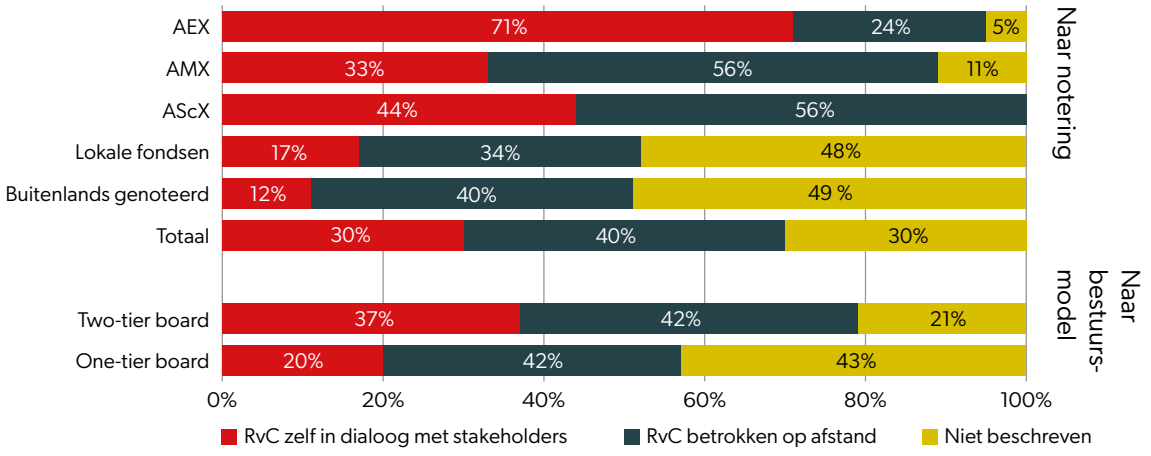
4.2.2 Overlegkanalen en taakverdeling

De meeste jaarverslagen beschrijven hoe de stakeholderdialoog is georganiseerd. In 77% wordt toegelicht via welke kanalen stakeholders worden geraadpleegd. Voorbeelden zijn klant- en medewerkersonderzoeken, klantenpanels, roadshows en individuele gesprekken met aandeelhouders en leveranciersprogramma's. Vennootschappen gebruiken daarmee verschillende contactvormen, passend bij de betreffende stakeholdergroep.

Gesprekspartners beschrijven een taakverdeling en organisatie van de dialoog die aansluit bij de stakeholdergroepen. Buiten de raden van bestuur of commissarissen om onderhouden investor relations het contact met aandeelhouders, HR met medewerkers, de bedrijfsonderdelen met klanten en corporate affairs met ngo's en overheden. Op gezette momenten spelen bestuurders of commissarissen in deze dialoog ook een rol. De taakverdeling hangt mede af van de omvang en inrichting van de vennootschap. Bij kleinere vennootschappen bijvoorbeeld zijn de contacten vaker bij een beperkt aantal personen belegd. De dialoog vindt zowel binnen reguliere contacten als tijdens afzonderlijk georganiseerde bijeenkomsten plaats. Gesprekspartners noemen bijvoorbeeld het periodieke overleg met de ondernemingsraad, roadshows voor aandeelhouders en gesprekken met grote klanten. In die klantgesprekken komen zorgen en verwachtingen aan bod en wordt besproken waar de vennootschap een verschil kan maken. De stakeholderdialoog krijgt zo op verschillende plekken in de organisatie vorm en sluit deels aan bij bestaande overleg- en werkprocessen.

De RvC ontvangt informatie over de stakeholderdialoog en onderhoudt bij een deel van de ondernemingen ook rechtstreeks contact. In 40% van de jaarverslagen wordt beschreven dat de RvC wordt geïnformeerd over de uitkomsten van de dialoog of de materiële thema's goedkeurt. Deze toelichtingen zijn doorgaans kort en weinig specifiek. Bij nog eens 30% wordt rechtstreeks contact met stakeholders beschreven, meestal met één of twee groepen, zoals de ondernemingsraad, grootaandeelhouders of medewerkers tijdens locatiebezoeken. De overige 30% beschrijft de dialoog alleen in algemene termen of benoemt geen rol voor de RvC. Rechtstreeks contact wordt vaker gerapporteerd bij two-tier boards (37%) dan bij one-tier boards (20%), waar het de niet-uitvoerende bestuurders betreft.

Figuur 4.2 Betrokkenheid van de RvC bij de stakeholderdialoog in het jaarverslag, naar notering en bestuursmodel



Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; two-tier 73, one-tier 54). Bij one-tier boards betreft het de niet-uitvoerende bestuurders. Percentages tellen door afronding niet altijd op tot 100.

Rechtstreeks stakeholdercontact helpt commissarissen om inzicht te krijgen in de gedeelde informatie en afwegingen van het bestuur. In interviews en rondetafelgesprekken noemen zij deelname aan aandeelhoudersgesprekken en klantenpanels, overleg met de ondernemingsraad en informele gesprekken tijdens werkbezoeken. Deze contacten bieden een eigen beeld van wat onder stakeholders leeft. Daarbij benadrukken gesprekspartners het belang van een duidelijke taakverdeling: commissarissen gebruiken de inzichten om het bestuur te bevragen en diens afwegingen te beoordelen, terwijl het onderhouden van stakeholderrelaties volgens hen primair een bestuurstaak blijft.

4.2.3 Dialoog met aandeelhouders buiten de algemene vergadering

De dialoog met aandeelhouders over duurzame lange termijn waardecreatie vindt volgens gesprekspartners vooral buiten de algemene vergadering plaats. Tijdens algemene vergaderingen gaan vragen volgens vennootschappen vooral over resultaten, benoemingen en beloning en minder vaak over duurzaamheids- en governancethema's. Dat op de algemene vergadering over benoemingen en beloningen wordt gesproken, kan worden verklaard doordat de algemene vergadering bij deze onderwerpen een wettelijke rol speelt. In engagementgesprekken is duurzame lange termijn waardecreatie juist het meest besproken onderwerp: de meeste geënquêteerde institutionele beleggers bespreken dit onderwerp altijd of vaak. De stakeholderdialoog komt bij twee derde vaak aan bod. De VOR en cultuur worden minder frequent besproken. Geen van de aandeelhouders bespreekt deze onderwerpen altijd en bij 56% komt cultuur slechts soms ter sprake. Volgens aandeelhouders bieden één-op-ééngesprekken de meeste ruimte voor inhoudelijke verdieping. Deze gesprekken vinden vaak voorafgaand aan het vergaderseizoen plaats. Zo nodig worden onderwerpen vervolgens bij de voorzitter van de RvC aangekaart.

Aandeelhouders noemen toegankelijkheid en inhoudelijke verdieping als kenmerken van een goede dialoog. In de enquête onder aandeelhouders waarderen zij gesprekken vóór de algemene vergadering waarbij naast de CFO ook inhoudelijke deskundigen aansluiten. Een aandeelhouder noemt een gesprek met een OR-voorzitter, dat hielp om werknemersperspectieven en dilemma's beter te begrijpen. Dezelfde aandeelhouder wijst op werkbezoeken met toegang tot medewerkers en hun dagelijkse werk. Aandeelhouders waarderen ook dat vennootschappen tijdig om inbreng vragen en toelichten wat zij daarmee doen.

4.3 Van dialoog naar belangenafweging

4.3.1 Bespreking en verwerking van stakeholderinbreng

Jaarverslagen beschrijven vaker welke waarde de vennootschap voor stakeholders wil creëren dan hoe hun inbreng tot acties leidt. Van de onderzochte verslagen beschrijft 81% de beoogde waarde voor verschillende stakeholdergroepen. In 57% staat ten minste één voorbeeld van stakeholderinput en een daaropvolgende actie. Bij ongeveer twee derde van deze voorbeelden zijn zowel de inbreng als de actie concreet beschreven, zoals aandeelhoudersfeedback die leidde tot aanpassing van het beloningsbeleid of een medewerkersonderzoek dat aanleiding gaf tot nieuwe arbeidsvoorwaarden. Bij het overige derde blijft de inbreng of opvolging algemeen, bijvoorbeeld doordat een actieplan wordt genoemd zonder de inhoud toe te lichten. Verslagen zonder voorbeeld beschrijven vooral de contactkanalen en de organisatie van de dialoog.

Figuur 4.3 Stakeholderrapportage in het jaarverslag, naar notering

	Waarde per stakeholder-groep	Wijze van raad-pleging	Voorbeeld van input en actie	Selectie toegelicht	RvC-toezicht toegelicht	RvC zelf in dialoog	Dilemma benoemd
AEX	95%	100%	86%	67%	81%	71%	43%
AMX	94%	94%	78%	61%	72%	33%	33%
AScX	100%	100%	69%	50%	69%	44%	19%
Lokale fondsen	76%	59%	41%	14%	31%	17%	17%
Buitenlands genoteerd	65%	63%	40%	37%	44%	12%	2%
Totaal	81%	77%	57%	42%	54%	30%	19%

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden op basis van bureauonderzoek jaarverslagen 2025 (n = 127; AEX 21, AMX 18, AScX 16, lokale fondsen 29, buitenlands genoteerd 43).

Stakeholderdilemma's worden binnen ondernemingen op verschillende niveaus besproken. In de vennootschappenenquête geven 32 van de 46 respondenten aan dat dit regelmatig of structureel gebeurt in het bestuur; voor het toezicht zijn dit 28 respondenten. De interviews laten zien hoe lastige belangenafwegingen vanuit bedrijfsonderdelen naar hogere managementlagen en uiteindelijk het bestuur worden gebracht.

De gesprekken geven concrete voorbeelden van belangenafwegingen, maar de doorwerking in besluiten is niet overal zichtbaar. Een gesprekspartner beschrijft bijvoorbeeld hoe besluitvormingsstukken voor het bestuur soms expliciet vermelden wat een voorgenomen besluit voor stakeholders betekent. Een andere deelnemer noemt de keuze voor een duurdere werkwijze om overlast voor omwonenden te beperken. Tegelijkertijd signaleren deelnemers dat mondige stakeholders gemakkelijker aandacht krijgen dan minder hoorbare groepen. In de vennootschappenenquête noemen veertien van de 46 respondenten expliciete belangenafwegingen als manier om stakeholderinput bij strategische besluiten te betrekken; negen noemen vastlegging van de input in besluitvormingsstukken. De bevindingen laten daarmee zien hoe stakeholderbelangen in afzonderlijke gevallen worden afgewogen om tot een evenwichtig besluit te komen.

4.3.2 Verantwoording over dilemma's en keuzes

Afwegingen tussen stakeholderbelangen worden binnen ondernemingen besproken, maar komen slechts beperkt terug in de jaarverslagen. Volgens de vennootschappenenquête bespreekt het bestuur bij 70% van de vennootschappen regelmatig of structureel dilemma's tussen stakeholderbelangen. Gesprekspartners noemen bijvoorbeeld vestigingssluitingen, reorganisaties om de continuïteit te waarborgen en veiligheidseisen voor onderaannemers met lage marges. Zij geven aan dat zulke afwegingen intern worden besproken, maar beperkt in de verslaggeving terugkomen. Een minderheid van de jaarverslagen beschrijft dilemma's of afwegingen tussen stakeholderbelangen. In 19% van de jaarverslagen wordt ten minste één dilemma of belangenafweging genoemd. Onder AEX-vennootschappen is dit 43%, tegenover 2% van de buitenlands genoteerde vennootschappen. Respondenten op de aandeelhoudersenquête herkennen dit: de meeste respondenten noemen vennootschappen enigszins of beperkt transparant over dilemma's en belangenafwegingen, en niemand noemt ze zeer transparant.

BIJLAGE A: SAMENSTELLING VAN DE COMMISSIE

De Commissie is als volgt samengesteld[12]:

Voorzitter

De heer ir. R.P. van Wingerden MBA

- Voorzitter Raad van Commissarissen Arriva Personenvervoer Nederland B.V.
- Voorzitter Raad van Commissarissen Jumbo Maritime B.V.
- Lid topteam Topsector Logistiek
- Lid Raad van Commissarissen Koninklijke Saan B.V.
- Lid Strategische adviesraad M&BE TNO

Commissieleden

De heer J.P.M. Bendermacher RA CIA CRMA

- Lid Audit Committee Sociale Verzekerings Bank
- Penningmeester Stichting Urgente Noden De Ronde Venen

De heer drs. H.C. Figee

- Beoogd Lid Raad van Bestuur ASM International N.V.
- Lid Raad van Commissarissen Royal Schiphol Group N.V.
- Lid Raad van Commissarissen De Nederlandsche Bank N.V.

Mevrouw ir. C.E.G. van Gennip MBA

- Beoogd Voorzitter Randstad Nederland N.V.
- Lid Raad van Commissarissen ASML N.V.
- Lid van Bestuur Koninklijk Concertgebouw Orkest
- Lid European Council on Foreign Relations
- Lid Rhine Group
- Voorzitter Raad van Advies Deel De Duif

De heer prof. mr. dr. M.J. van Ginneken

- Lid Raad van Bestuur Koninklijke Philips N.V.
- Hoogleraar International Corporate Governance Erasmus Universiteit Rotterdam
- Lid Raad van Commissarissen Nederlandse Spoorwegen
- Voorzitter Bestuur Philips Foundation
- Lid Bestuur Stichting Brainport
- Lid Bestuur Stichting PSV Voetbal
- Lid Bestuur Stichting Grotius Academie

De heer mr. dr. M. Holtzer

- Advocaat Bureau Brandeis

12 Functies op moment van publicatie van deze rapportage of voor zover relevant

Mevrouw dr. D.A.M. Melis MBA
- Lid Raad van Commissarissen PGGM N.V.
- Lid Raad van Commissarissen Achmea Investment Management B.V.
- Lid Raad van Commissarissen Achmea Real Estate B.V.
- Lid Raad van Toezicht Stichting DSI
- Bestuurslid Stichting Algemeen Pensioenfonds STAP
- Voorzitter Stichting Hanarth Fonds
- Voorzitter Investment Advisory Committee Dutch Impact Growth Fund
- Lid Raad van Advies van WIFS

Mevrouw prof. mr. dr. E.M.L. Moerel
- Hoogleraar Global ICT Law Tilburg University
- Senior of Counsel Morrison & Foerster (Brussel)
- Lid Cyber Security Raad
- Lid Raad van Commissarissen Dutch Security TechFund Coöperatie UA
- Lid Raad van Advies NOREA IT
- Lid Strategische Advies Raad AICoalition4NL
- Lid Raad van Advies The Hague Security Delta (HSD)
- Voorzitter Raad van Toezicht Atlantische Commissie

Juridische ondersteuning

De heer mr. H.L. Hilarides

Secretariaat

Mevrouw mr. A.D. van der Ploeg
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, directie Ondernemingsklimaat

BIJLAGE B: ONDERZOEKSVERANTWOORDING

Bijlage B.1 Onderzoeksteam

Het onderzoeksteam bestaat uit onderzoekers van SEO Economisch Onderzoek, Nyenrode Business Universiteit en de Universiteit Leiden. Betrokken waren Joost Witteman, MSc (SEO), Whitney Pattinaja, MSc (SEO), Lucas Breuker, MSc (SEO), Eline Helder, MSc (SEO), Stef Konijn, MSc (SEO), prof. dr. Jeroen Veldman (Nyenrode Business Universiteit), prof. dr. Marlies de Vries, RA (Nyenrode Business Universiteit), prof. dr. Harold Koster (Universiteit Leiden) en mr. Carlijn van der Hek (Universiteit Leiden).

Bijlage B.2 Doel en plan van aanpak

De monitor over boekjaar 2025 onderzoekt hoe Nederlandse beursvennootschappen invulling geven aan risicobeheersing en de Verklaring Omtrent Risicobeheersing (VOR) en cultuur en stakeholderbetrokkenheid in relatie tot duurzame lange termijn waardecreatie. Centraal staan de toepassing van de Code in de praktijk, de ervaringen van betrokkenen en de lessen die daaruit kunnen worden getrokken. Het onderzoek heeft een inventariserend en verdiepend karakter. Het beoogt inzicht te geven in werkwijzen, knelpunten en goede praktijken en stelt geen algemeen nalevingspercentage vast.

Het onderzoeksteam heeft in overleg met de Commissie een plan van aanpak opgesteld. Daarin zijn de doelstelling, afbakening, onderzoeksmethoden, fasering en wijze van samenwerking uitgewerkt. De kennisbehoefte en vragen van de Commissie vormden daarbij het vertrekpunt.

Het overleg met de Commissie is gedurende het onderzoek voortgezet. Er vond in elk geval elke 2 weken overleg plaats met een subcommissie over de voortgang. Aanvullend was er bilateraal contact met leden van de Commissie en het secretariaat voor inhoudelijke verduidelijking en praktische afstemming. Zo bleef het onderzoek aangesloten op de kennisbehoefte van de Commissie en konden tussentijdse vragen en vervolgstappen tijdig worden besproken. Leden van de Commissie hebben daarnaast aan een deel van de interviews en rondetafelgesprekken deelgenomen. Zij konden zo rechtstreeks kennisnemen van de ervaringen en perspectieven van betrokkenen uit de praktijk.

Bijlage B.3 Ontwikkeling en toetsing van de onderzoeksinstrumenten

Het onderzoek combineert deskresearch, enquêtes en gesprekken. De deskresearch laat zien wat vennootschappen over boekjaar 2025 rapporteren. De enquêtes, interviews en rondetafelgesprekken geven inzicht in de praktijk achter die verslaggeving, de keuzes van betrokkenen en de knelpunten die zij ervaren. Deelnemers konden hun ervaringen toelichten, dilemma's bespreken en aandachtspunten voor de toepassing en verdere ontwikkeling van de Code aandragen.

De onderzoeksvragen zijn vertaald naar instrumenten voor bureauonderzoek, enquêtes, interviews en rondetafelgesprekken. Voor het bureauonderzoek is een gestructureerd beoordelingskader opgesteld om informatie uit jaarverslagen op een vergelijkbare wijze vast te leggen. Daarnaast zijn vragenlijsten en gespreksleidraden ontwikkeld. De onderzoeksinstrumenten zijn getest bij de praktijk (vennootschappen, accountants, etc.) en afgestemd met de Commissie. Daarbij is gekeken naar de begrijpelijkheid van vragen, de aansluiting bij de praktijk en de mogelijkheid om de gevraagde informatie te leveren. De inzichten uit deze toetsing zijn gebruikt om de instrumenten aan te scherpen voordat zij breder werden ingezet.

De opzet combineerde gestructureerde vragen met ruimte voor open antwoorden en verdieping. Gestructureerde vragen maakten vergelijking tussen vennootschappen en respondenten mogelijk. Open vragen en gesprekken boden ruimte om achterliggende afwegingen te begrijpen en onderwerpen te signaleren die vooraf nog niet volledig in beeld waren.

Bijlage B.4 Dataverzameling

Het onderzoek combineert verschillende methoden die elk een ander deel van de onderzoeksvragen belichten:

- **Het bureauonderzoek brengt de openbare verslaggeving in kaart.** Jaarverslagen over boekjaar 2025 zijn onderzocht aan de hand van het vooraf ontwikkelde kader. Daarbij is onder meer gekeken naar de inhoud en onderbouwing van de VOR, de verantwoording over cultuur en de beschrijving van stakeholderbetrokkenheid. Aanvullend documenten- en literatuuronderzoek is gebruikt om de bevindingen te plaatsen in de context van de Code, de ontstaansgeschiedenis van bepalingen en beschikbare handreikingen.
- **De enquêtes geven inzicht in gerapporteerde ervaringen en werkwijzen.** Via vragenlijsten zijn vennootschappen, interne auditors, externe accountants en institutionele beleggers bevraagd. Vennootschappen en institutionele beleggers zijn benaderd omdat zij onder de Code vallen. De enquêtes richten zich ook op onderwerpen die niet of slechts beperkt uit openbare verslaggeving kunnen worden afgeleid, zoals interne processen, ervaren knelpunten en de gevolgen van de invoering van de VOR.
- **Interviews en rondetafelgesprekken verdiepen het inzicht in de praktijk.** In de gesprekken is ingegaan op de afwegingen achter gerapporteerde werkwijzen, de rolverdeling binnen en rond vennootschappen en de ervaringen met de toepassing van de Code. De rondetafelgesprekken boden daarnaast de gelegenheid om ervaringen en perspectieven van deelnemers met elkaar te vergelijken. Zo konden overeenkomsten, verschillen en mogelijke verklaringen nader worden verkend.

De methoden zijn in samenhang ingezet. Inzichten uit de ene onderzoeksactiviteit konden aanleiding geven om in een volgende activiteit door te vragen of een onderwerp nader te onderzoeken. De gezamenlijk vastgestelde onderzoeksvragen bleven daarbij richtinggevend.

Bijlage B.5 Interne samenwerking en tussentijdse analyse

Het onderzoeksteam werkte gedurende het traject nauw samen bij de uitvoering en de duiding van de onderzoeksresultaten. Onderzoekers overlegden wekelijks over de voortgang en de inhoudelijke opbrengst van de verschillende onderzoeksmethoden. Dataverzameling en analyse liepen daarbij deels naast elkaar. Dit maakte het mogelijk om tussentijdse inzichten te benutten bij de verdere dataverzameling. Observaties uit gesprekken en jaarverslagen werden bezien in samenhang met andere beschikbare informatie. Ook verschillen in waarneming of duiding tussen onderzoekers werden kritisch besproken en betrokken bij de verdere analyse.

Bijlage B.6 Triangulatie en totstandkoming van de bevindingen

De belangrijkste bevindingen berusten op triangulatie van de verschillende bronnen. De uitkomsten uit de verschillende databronnen zijn met elkaar vergeleken om te onderzoeken waar zij elkaar bevestigen, aanvullen of nuanceren. Ook verschillen tussen verslaggeving en gerapporteerde ervaringen zijn betrokken bij de analyse. In meerdere gezamenlijke werksessies heeft het onderzoeksteam de resultaten samengebracht, conclusies getrokken en de onderzoeksvragen beantwoord. Deze synthese vormt de basis van het rapport.

De bronnen hebben elk een eigen betekenis. Jaarverslagen laten zien wat vennootschappen openbaar rapporteren. Enquêtes geven inzicht in de ervaringen en inschattingen van respondenten. Gesprekken bieden verdieping in achterliggende processen, keuzes en dilemma's. Door deze informatie te combineren, kan bijvoorbeeld worden onderzocht of een patroon in de verslaggeving herkenbaar is in de praktijk en welke verklaringen betrokkenen daarvoor geven.

Triangulatie betekent niet dat iedere afzonderlijke bevinding in alle bronnen moet terugkomen. Sommige vragen kunnen vooral met bureauonderzoek worden beantwoord, terwijl andere zich beter lenen voor enquêtes of gesprekken. Ook uiteenlopende uitkomsten zijn relevant. Wanneer openbare verslaggeving en ervaringen van betrokkenen verschillen, is dat verschil onderdeel van de analyse. In de rapportage worden dergelijke verschillen waar relevant benoemd, evenals de beperkingen van de beschikbare onderbouwing.

De resultaten moeten worden gelezen in het licht van het inventariserende en verdiepende karakter van het onderzoek:

- **De monitor brengt in beeld hoe vennootschappen de Code toepassen en welke ervaringen en afwegingen daarbij een rol spelen.** Het onderzoek heeft een inventariserend en verdiepend karakter. Het bureauonderzoek laat zien wat vennootschappen rapporteren. De enquêtes geven inzicht in de werkwijzen en opvattingen van de respondenten. De gesprekken bieden verdieping in de ervaringen, afwegingen en mogelijke verklaringen achter die uitkomsten.
- **Bij de interpretatie zijn de bronnen in samenhang beoordeeld, rekening houdend met wat iedere methode kan laten zien.** Voor uitspraken over de verslaggeving vormt het bureauonderzoek de basis. Voor ervaringen en interne werkwijzen zijn de enquêtes en gesprekken gebruikt. De belangrijkste bevindingen steunen waar mogelijk op meerdere bronnen. Daarbij is nagegaan of de uitkomsten elkaar bevestigen, aanvullen of juist uiteenlopen. Verschillen zijn betrokken bij de duiding, bijvoorbeeld wanneer vennootschappen in gesprekken werkwijzen beschrijven die in de jaarverslagen weinig zichtbaar zijn. Wanneer een bevinding uitsluitend op één bron berust, is dat in de tekst herkenbaar gemaakt.
- **Deze werkwijze vraagt ook om terughoudendheid bij bepaalde conclusies.** Het ontbreken van een beschrijving in een jaarverslag betekent niet dat een werkwijze ontbreekt. Een beschrijving bewijst evenmin dat deze effectief functioneert. Enquêtes en gesprekken weerspiegelen de kennis en perspectieven van de deelnemers. Gespreksbevindingen helpen om uitkomsten te begrijpen, maar laten niet zien hoe vaak een ervaring of werkwijze in de gehele populatie voorkomt. Ook hebben de bronnen niet steeds betrekking op dezelfde vennootschappen of personen. Verschillen tussen bronnen kunnen daarom mede samenhangen met de samenstelling van de onderzochte groepen.
- **De monitor beschrijft gerapporteerde en ervaren veranderingen, maar stelt niet vast waardoor deze zijn veroorzaakt.** Wanneer gesprekspartners een verandering aan de VOR toeschrijven, is dat hun beoordeling. Andere ontwikkelingen kunnen eveneens een rol hebben gespeeld. De combinatie van methoden biedt zo een breder beeld van de toepassing van de Code en de mogelijke verklaringen daarvoor, zonder dat daarmee de effectiviteit van afzonderlijke bepalingen is aangetoond.

BIJLAGE C: ONDERZOEKSPOPULATIE

De onderzoekspopulatie bestaat uit alle beursvennootschappen met een statutaire zetel in Nederland die op 31 december 2025 een beursnotering hadden. Dat zijn 134 vennootschappen (tabel C.1). Van 127 daarvan is het jaarverslag over boekjaar 2025 onderzocht. Van zes vennootschappen was geen jaarverslag over 2025 beschikbaar. Heineken Holding is niet onderzocht, omdat zij voor haar verantwoording verwijst naar Heineken N.V. De onderzochte vennootschappen bestaan uit 55 A-noteringen (AEX, AMX en AScX), 29 lokale fondsen en 43 buitenlands genoteerde vennootschappen. Van hen rapporteren er 69 volgens de CSRD. De tabel geeft per vennootschap de noteringsgroep, de plaats van notering, de sector en of de vennootschap volgens de CSRD rapporteert.

Tabel C.1 Onderzoekspopulatie: beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland, peildatum 31 december 2025

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
Aalberts	AMX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
ABN AMRO Bank	AEX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Acomo	AScX	Amsterdam	Handel	Ja	Ja
Ad Pepper Media International	Buitenlands genoteerd	Frankfurt	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Adyen	AEX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
AerCap Holdings	Buitenlands genoteerd	New York	Vervoer & logistiek	Nee	Ja
AFC Ajax	Lokaal fonds	Amsterdam	Sport & recreatie	Nee	Ja
Airbus[2]	Buitenlands genoteerd	Parijs, Frankfurt, Madrid	Industrie	Ja	Ja
Akzo Nobel	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Alfen	AScX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Ja	Ja
Almunda Professional	Lokaal fonds	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Nee	Ja
Alumexx	Lokaal fonds	Amsterdam	Handel	Nee	Ja
AMG Critical Materials	AMX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Arcadis	AMX	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Ja	Ja
argenx[2]	Buitenlands genoteerd	Brussel, New York	Zorg & onderwijs	Ja	Ja
Argo Properties	Buitenlands genoteerd	Tel Aviv	Bouwnijverheid & vastgoed	–	Nee

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
Ariston Holding	Buitenlands genoteerd	Milaan	Industrie	Ja	Ja
ASM International	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
ASML Holding	AEX	Amsterdam, New York	Industrie	Ja	Ja
ASR Nederland	AEX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Avantium	AScX	Amsterdam, Brussel	Industrie	Nee	Ja
Azerion	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Banijay Group	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja
Basic-Fit	AMX	Amsterdam	Sport & recreatie	Ja	Ja
BE Semiconductor Industries	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Bever Holding	Lokaal fonds	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Nee	Ja
Brembo	Buitenlands genoteerd	Milaan	Industrie	Ja	Ja
Brunel International	AScX	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Ja	Ja
Cabka	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Cementir Holding	Buitenlands genoteerd	Milaan	Industrie	Ja	Ja
CM.com	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja
CNH Industrial	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	Nee	Ja
Coincheck Group	Buitenlands genoteerd	New York	Financiële dienstverlening	Nee	Ja
Corbion	AMX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Cosmo Pharmaceuticals	Buitenlands genoteerd	Zürich	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Ctac	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
CTP	AMX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
Davide Campari-Milano	Buitenlands genoteerd	Milaan	Industrie	Ja	Ja

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
DGB Group	Lokaal fonds	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Nee	Ja
Digi Communications	Buitenlands genoteerd	Boekarest	Informatie & communicatie	Ja	Ja
Ease2pay	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Ebusco Holding	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	Nee	Ja
Elastic	Buitenlands genoteerd	New York	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Envipco Holding	AScX	Amsterdam, Oslo	Industrie	Nee	Ja
ER Capital (voorheen Titan)	Lokaal fonds	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Nee	Ja
Ermenegildo Zegna	Buitenlands genoteerd	New York	Handel	Nee	Ja
Eurocommercial Properties	AMX	Amsterdam, Brussel, Milaan	Bouwnijverheid & vastgoed	Nee	Ja
Euronext	Lokaal fonds	Amsterdam, Brussel, Parijs, Lissabon	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Exor	AEX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Expro Group Holdings	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	Nee	Ja
Fastned[1]	AScX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Nee	Ja
Ferrari	Buitenlands genoteerd	Milaan, New York	Industrie	Ja	Ja
Ferrovial[2]	Lokaal fonds	Amsterdam, Madrid, New York	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
ForFarmers	AScX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Ja	Ja
Fugro	AMX	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Ja	Ja
Havas	AMX	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Hawick Data	Lokaal fonds	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Nee	Ja
Heineken	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Heineken Holding	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	–	Nee
Holland Colours	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	Nee	Ja
Hydratec Industries	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	Nee	Ja

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
IMCD	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Immatics	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
InflaRx	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
ING Groep	AEX	Amsterdam, Brussel, New York	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Iveco Group	Buitenlands genoteerd	Milaan	Industrie	Ja	Ja
JBS	Buitenlands genoteerd	New York, São Paulo	Industrie	Nee	Ja
JDE Peet's	AEX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Kendrion	AScX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Koninklijke Ahold Delhaize	AEX	Amsterdam, Brussel	Handel	Ja	Ja
Koninklijke BAM Groep	AMX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
Koninklijke Heijmans	AMX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
Koninklijke KPN	AEX	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja
Koninklijke Philips	AEX	Amsterdam, New York	Industrie	Ja	Ja
Koninklijke Porceleyne Fles	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	Nee	Ja
Koninklijke Vopak	AMX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Ja	Ja
Lastminute.com	Buitenlands genoteerd	Zürich	Sport & recreatie	Nee	Ja
Lavide Holding	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
LuxExperience[1]	Buitenlands genoteerd	New York	Handel	Nee	Ja
Luzon Ronson	Buitenlands genoteerd	Tel Aviv	Bouwnijverheid & vastgoed	–	Nee
LyondellBasell Industries	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	Nee	Ja
Mainz Biomed	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
MFE-MediaForEurope	Buitenlands genoteerd	Milaan, Madrid	Informatie & communicatie	Ja	Ja

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
MKB Nedsense	Lokaal fonds	Amsterdam	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Mopoli (Palmeraies de Mopoli)	Buitenlands genoteerd	Brussel	Financiële dienstverlening	Nee	Ja
Nebius Group	Buitenlands genoteerd	New York	Informatie & communicatie	Nee	Ja
Nedap	AScX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
NEPI Rockcastle	Lokaal fonds	Amsterdam, Johannesburg	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
New Amsterdam Invest	Lokaal fonds	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Nee	Ja
New Sources Energy	Lokaal fonds	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Nee	Ja
NewAmsterdam Pharma Company	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
NN Group	AEX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
NSI	AScX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Nee	Ja
NX Filtration	Lokaal fonds	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Nee	Ja
NXP Semiconductors	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	Nee	Ja
OCI	AMX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Ja	Ja
ONWARD Medical	Lokaal fonds	Amsterdam, Brussel, Parijs	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
PB Holding	Lokaal fonds	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Nee	Ja
Pepco Group	Buitenlands genoteerd	Warschau	Handel	Ja	Ja
Pharming Group	AMX	Amsterdam, New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Pharvaris	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Photon Energy	Buitenlands genoteerd	Warschau, Praag	Landbouw, water & energie	–	Nee
Plaza Centers	Buitenlands genoteerd	Londen, Warschau, Tel Aviv	Bouwnijverheid & vastgoed	–	Nee
Pluxee	Buitenlands genoteerd	Parijs	Informatie & communicatie	Nee	Ja

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
PostNL	AScX	Amsterdam	Vervoer & logistiek	Ja	Ja
ProQR Therapeutics	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Prosus	AEX	Amsterdam, Johannesburg	Handel	Ja	Ja
QEV	Lokaal fonds	Amsterdam	Industrie	–	Nee
Qiagen	Buitenlands genoteerd	Frankfurt, New York	Industrie	Nee	Ja
Randstad	AEX	Amsterdam	Zakelijke dienstverlening	Ja	Ja
Redcare Pharmacy	Buitenlands genoteerd	Frankfurt	Handel	Ja	Ja
RHI Magnesita	Buitenlands genoteerd	Londen, Wenen	Industrie	Ja	Ja
SBM Offshore	AMX	Amsterdam	Landbouw, water & energie	Ja	Ja
Schmid Group	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	–	Nee
Sif Holding	AScX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Ja	Ja
Signify	AMX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
Sligro Food Group	AScX	Amsterdam	Handel	Ja	Ja
Stellantis	Buitenlands genoteerd	Milaan, Parijs, New York	Industrie	Ja	Ja
STMicroelectronics	Buitenlands genoteerd	Parijs, Milaan, New York	Industrie	Ja	Ja
Technip Energies	Buitenlands genoteerd	Parijs	Industrie	Ja	Ja
Terra Innovatum Global	Buitenlands genoteerd	New York	Landbouw, water & energie	Nee	Ja
The Magnum Ice Cream Company	AEX	Amsterdam, Londen, New York	Industrie	Ja	Ja
TKH Group	AMX	Amsterdam	Industrie	Ja	Ja
TomTom	AScX	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja
Triodos Bank	AScX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
trivago	Buitenlands genoteerd	New York	Informatie & communicatie	Nee	Ja

Vennootschap	Noteringsgroep	Plaats van notering	Sector	CSRD-rapporteur	In bureau-onderzoek
uniQure	Buitenlands genoteerd	New York	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Universal Music Group	AEX	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja
Value8	Lokaal fonds	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Nee	Ja
Van Lanschot Kempen	AMX	Amsterdam	Financiële dienstverlening	Ja	Ja
Vivoryon Therapeutics	Lokaal fonds	Amsterdam	Zorg & onderwijs	Nee	Ja
Wallbox	Buitenlands genoteerd	New York	Industrie	Nee	Ja
Wereldhave	AScX	Amsterdam	Bouwnijverheid & vastgoed	Nee	Ja
Wolters Kluwer	AEX	Amsterdam	Informatie & communicatie	Ja	Ja

Bron: SEO Economisch Onderzoek / Nyenrode Business University / Universiteit Leiden

