

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2006-16



Christoph VAN DER ELST

**Corporate governance, jaarverslag en
transparantie: een moeilijke
driehoeksverhouding**

December 2006

WP 2006-16

Christoph VAN DER ELST

Corporate governance, jaarverslag en transparantie: een moeilijke driehoeksverhouding

Abstract

Corporate governance and disclosure remain issues on the agenda of boards, regulators and legislators. Corporate reporting shifted from the disclosure of financial results towards informing the stakeholders about a wide variety of topics, including corporate governance. Whereas for financial reporting a detailed framework was developed, the other reporting requirements were more or less introduced by “accident” or on an ad hoc basis. This article discusses the Belgian and European developments of reporting on corporate governance issues in the annual report. Next, it shows that over a period of less than ten years, companies allow stakeholders to familiarize with and get to know their structures, strategies and business ethics. This study concludes that the time has come for consolidation of the governance reporting framework in order to help companies in their search of optimal compliance.



Corporate governance, jaarverslag en transparantie: een moeilijke driehoeksverhouding

C. Van der Elst

Hoogleraar Universiteit van Tilburg (CCL en Tilec)

Docent UGent (FLI)

Inleiding

Corporate governance heeft een revolutionaire ontwikkeling gekend over de voorbije twintig jaar. Een zeldzaam wetenschappelijk artikel daargelaten, waren ondernemingen en de overheid aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw, hoogstens met enig buikgevoel doch zeker niet thematisch bezig met problemen rondom corporate governance. Heden ten dage begeleiden tal van adviesbureaus het corporate governance team of manager om alles in het werk te stellen geen enkele best practice bepaling te schenden. De druk van compliance is aanzienlijk.

De nieuwe context noopt ondernemingen niet alleen te reflecteren over hun corporate governance praktijken doch ook over de rapportering rondom corporate governance. Dit is niet in het minst van belang omdat ook de regelgevers aandacht besteden aan de feitelijke evoluties. Zo besloot de Duitse wetgever onlangs om nieuwe transparantieplichtingen in te voeren wanneer de grootste Duitse vennootschappen niet vrijwillig voldoende informatie zouden verstrekken over het bezoldigingsbeleid van hun toplui.

Het reglementaire kader waarbinnen de rapportering omtrent corporate governance geschiedt, wordt vaak slechts fragmentair in kaart gebracht. In tegenstelling tot de financiële verslaggeving waar een uitgebreid en gedetailleerd (internationaal) geharmoniseerd wettelijk kader vastlegt waarover ondernemingen moeten rapporteren, kende de corporate governance verslaggeving een organische groei. Onlangs harmoniseerde een wijziging van de vierde en zevende vennootschapsrichtlijn voor genoteerde vennootschappen de rapportering omtrent corporate governance praktijken. Deze richtlijn is een eerste stap, doch belet niet dat een aantal spanningsvelden rondom corporate governance rapportering en praktijken blijft bestaan. In de eerste plaats kent corporate governance vele invalshoeken en duidingen. Dit heeft tot gevolg dat bepaalde onderwerpen door bepaalde marktpartijen of onderzoekers onder het thema corporate governance worden ondergebracht, terwijl anderen dit hiervan loskoppelen en dit eerder als een aspect van vennootschaps- of effectenrecht beschouwen. Institutional shareholder services brengt in zijn governance index het recht van aandeelhouders om met een gewone meerderheid een fusie goed te keuren onder¹, terwijl Gutierrez en Pombo de plicht om binnen twee maanden een halfjaarverslag uit te brengen klassificeren als een indicator in de “fairness” corporate governance deelindex.² Interne controle en risk management vergen veel aandacht van aan een Amerikaanse beurs genoteerde vennootschappen en sinds kort ook van Europese vennootschappen. Strekt corporate governance zich evenwel uit tot deze onderwerpen? Ten tweede omsluit bepaalde (bijzondere) wetgeving aspecten rondom corporate governance. Dit is in het bijzonder het geval met de International Accounting Standard 24 die vennootschappen verplicht te rapporteren over de transacties die plaatsvinden met verbonden ondernemingen alsook over

¹ Zie de ISS index gebruikt in L. Brown en M. Caylor, *Corporate Governance and Firm Operating Performance*, working paper Georgia State University, March 2006, 37 p.

² L. Gutierrez en C. Pombo, *Corporate Valuation and Governance: Evidence from Colombia*, working paper Universidad del Rosario, May 2005, 72 p.



de remuneratiepakketten. De Europese richtlijn 2003/6/EG betreffende de handel met voorwetenschap en marktmanipulatie vergt de bekendmaking van de transacties van de bestuurders in de eigen vennootschap. Dit heeft tot gevolg dat corporate governance gerelateerde thema's in onderscheiden wettelijke informatiebronnen gemeld worden. Daarbovenop komt regelgeving om onderscheiden documenten omtrent corporate governance te ontwikkelen. Dit is onder meer het geval met het door de Code Lippens vereiste corporate governance charter. Ten derde bestaat een bijzonder spanningsveld tussen de rapportering over corporate governance enerzijds en de praktijk anderzijds. Ondernemingen melden niet noodzakelijk alle relevante onderwerpen terzake.

In deze bijdrage komen bepaalde van deze spanningsvelden meer uitvoerig aan bod. In de hierna volgende paragrafen komt in bijzonder de verhouding tussen corporate governance en het jaarverslag nader aan bod. Paragraaf 1 belicht het huidige Belgische wettelijke kader. Paragraaf 2 gaat in op de aanvullende reglementaire bepalingen. Paragraaf 3 bespreekt de recente Europese evoluties omtrent rapportering over corporate governance. Ook hier dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de dwingendrechtelijke en aanvullende bepalingen. Inmiddels verscheen een beperkt aantal studies over de naleving van de Belgische Code Lippens in de jaarverslagen. De belangrijkste bevindingen van deze studies komen aan bod in paragraaf 4. Paragraaf 5 besluit.

1. Het Belgische wettelijke kader omtrent het jaarverslag en corporate governance

Een snelle zoekopdracht naar 'jaarverslag' in het Wetboek van vennootschappen levert 45 "hits" op.³ De twee belangrijkste artikelen terzake zijn de artikelen 95 en 119. Zij leggen de inhoud van het jaarverslag vast. Overeenkomstig artikel 95 zijn de bestuurders of zaakvoerder verantwoordelijk voor het opstellen van dit verslag.

Corporate governance komt niet in het Wetboek van vennootschappen voor, of in moderne termen, de zoekopdracht levert geen "hits" op. Evenwel, wanneer de definitie van corporate governance uit de Code Lippens als handvat wordt genomen, met name "een reeks regels en gedragingen op basis waarvan vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd" kan moeilijk ontkend worden dat het wetboek tal van deze regels en gedragingen bevat waaronder de regeling om adviserende comités in te richten, procedures om belangenconflicten te beheersen, normen om vast te stellen of een bestuurder onafhankelijk is, enzovoorts. Ook het jaarverslag moet over bepaalde corporate governance regels en gedragingen rapporteren, hoewel het duidelijk mag zijn dat deze rapportering in het jaarverslag niet de grootste bekommernis van het bestuur hoeft te zijn. De belangrijkste regels die onder corporate governance ressorteren en waarover het jaarverslag melding moet maken zijn de "beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de vennootschap geconfronteerd wordt", de beheersing van risico's en risicorapportering wanneer de vennootschap gebruik maakt van financiële instrumenten, en voor genoteerde vennootschappen, bepaalde informatie omtrent de procedure die werd gevoerd bij verrichtingen of beslissingen waaraan een belangenconflict vastzit, de wezenlijke beperkingen of lasten die de moedervernootschap haar tijdens het besproken jaar heeft opgelegd, of waarvan zij de instandhouding heeft verlangd.⁴

³ De vermeldingen in de titels van het Wetboek niet meegerekend.

⁴ De eerste twee verplichtingen vloeien voort uit artikel 96 en 119 W. Venn., de laatste twee uit artikel 524 W. Venn (en 917 W. Venn. voor de SE).



De relatieve bescheiden rapportering over corporate governance in het jaarverslag betekent niet dat het wettelijk kader terzake vennootschappen overlaat aan de werking van de markten. Vele governance regels en gedragingen maken voorwerp uit van rapportering buiten het jaarverslag om. Een andere belangrijke informatiebron is de jaarrekening. Ondernemingen die onderworpen zijn aan de verplichting hun geconsolideerde jaarrekening volgens de International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards op te stellen, moeten onder meer de relaties tussen de moedermaatschappij en de dochterondernemingen melden alsook de bezoldigingen van de personen op sleutelposities in het bedrijf. Meer bepaald dient de jaarrekening toe te lichten de totale korte termijn bezoldigingen, vergoedingen na uitdiensttreding, andere lange termijn bezoldigingen, andere ontslagvergoedingen en betaling in aandelen uitgekeerd aan personen “die bevoegd en verantwoordelijk zijn voor het plannen en het sturen van en het uitoefenen van zeggenschap over de activiteiten van de entiteit, hetzij op directe hetzij op indirecte wijze, met inbegrip van elke directeur van die entiteit (leidinggevend of anderszins)”⁵.

In de bijlage tot de jaarrekening van genoteerde vennootschappen moet ook de bezoldiging worden vermeld van de commissaris voor de uitvoering van zijn controle-opdracht alsook het voorwerp en de bezoldiging voor andere controle-opdrachten, belastingadviesopdrachten en andere niet-revisorale opdrachten.⁶ Deze informatie laat iedereen toe in te schatten of de commissaris zijn taak gedegen en in volledige onafhankelijkheid kan uitvoeren.

Naast de jaarrekening komt “wettelijke” corporate governance informatie terecht in de bijlagen bij het Belgisch Staatsblad, het commissarisverslag en op de website van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (“CBFA”). Aldus bevat het benoemingsbesluit van de bestuurder de motieven op grond waarvan de hoedanigheid van onafhankelijkheid werd toegekend.⁷ In de meeste uittreksels met de benoeming van de onafhankelijke bestuurders die in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad worden bekendgemaakt⁸ vallen meestal die motieven te lezen. Het verslag van de commissaris moet “afzonderlijke omschrijving bevatten van de vermogensrechtelijke gevolgen voor de vennootschap van de besluiten van de raad van bestuur” waarbij een “bestuurder, rechtstreeks of onrechtstreeks, een belang van vermogensrechtelijke aard heeft dat strijdig is” met die beslissing.⁹ Op de website van de CBFA is informatie over de handel in aandelen en andere financiële instrumenten van de personen met een leidinggevende verantwoordelijkheid bij de emittent terug te vinden. De meldingsplicht vloeit voort uit artikel 25bis Wet 2 augustus 2002

⁵ International Accounting Standard 24, terug te vinden in *PB. L* nr. 394, 31 december 2004, p. 110.

⁶ Artikel 134 W. Venn. zoals ingevoegd bij artikel 101 wet 20 juli 2006 houdende diverse bepalingen, Belgisch Staatsblad 28 juli 2006. Deze bepaling komt tegemoet aan de verplichting die in de nieuwe achtste vennootschapsrichtlijn ligt vervat en verplicht tot de openbaarmaking van afzonderlijk, de tijdens het boekjaar door de wettelijke auditor of het auditkantoor aangerekende totale honoraria voor de wettelijke controle van jaarrekeningen, de totale honoraria voor andere assurance-opdrachten, de totale honoraria voor belastingadviesdiensten en de totale honoraria voor andere niet-controlediensten (artikel 49 van de Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, totwijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad, *PB. L* nr. 157, 9 juni 2006, 87).

⁷ Zie artikel 524 W. Venn.

⁸ Artikel 74 W. Venn.

⁹ Beide zinsneden uit artikel 523 W. Venn.



betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten¹⁰ en de artikelen 13 tot 15 van het koninklijk besluit 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik.¹¹

De meeste verslagen van genoteerde vennootschappen bevatten veel meer informatie over corporate governance regels en gedragingen. De wettelijke bepalingen kregen in de loop der jaren “concurrentie” van vele andere rapporteringsverplichtingen in tal van zogenaamde “soft law” documente die hieronder aan bod komen.

2. Het Belgische reglementair kader omtrent corporate governance in het jaarverslag

Het corporate governance rapporteringskader heeft in een periode van minder dan een decennium een ware revolutie gekend. De Wulf en Levrau schreven over de jaarverslagen 1996 – hiermee verwijzend naar het document dat aandeelhouders op de algemene vergadering ter beschikking werd gesteld en niet naar de boven vermelde wettelijke definitie: *“een eerste vaststelling is dat de governance-informatie verspreid is over het jaarverslag: de geïnteresseerde dient haar door aandachtige lectuur bijeen te sprokkelen. Slechts enkele vennootschappen, nl. Ackermans en van Haaren, Cobepa, Fortis, Generale Bank, Generale Maatschappij en Koramic, wijden een titel, gaande van een half blad tot drie volledige bladzijden, aan de corporate governance problematiek.”*¹² Hun onderzoek betrof 107 jaarverslagen in de analyse.

Hierin kwam aanzienlijke verandering naar aanleiding van de publicatie van drie corporate governance codes einde 1997: De Code van de Belgische Commissie voor Corporate Governance, de Aanbevelingen van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (“C.B.F.”) aan de Belgische genoteerde vennootschappen i.v.m. hun informatie over de wijze waarop zij hun bestuur en hun beleid organiseren en de Corporate governance aanbevelingen van het VBO.¹³

De drie codes hechten een aanzienlijk belang aan de organisatie van het bestuur en een goede rapportering over dit bestuur doch zijn vrij vaag over de wijze waarop deze transparantie tot stand moet worden gebracht. Volgens de Code van de Commissie voor Corporate Governance heet het dat “genoteerde vennootschappen de genomen maatregelen inzake corporate governance en de evolutie daarvan kenbaar moeten maken in hun jaarverslag en dit in de geest van deze aanbevelingen”. De toenmalige C.B.F. was de mening toegedaan dat “die informatie zou moeten worden opgenomen in de jaarrekeningbrochure op zodanige wijze dat zij duidelijk herkenbaar is en van het ene jaar tot het andere vergeleken kan worden”. Tot slot beval het VBO voor genoteerde vennootschappen aan “in hun jaarverslag de maatregelen op te geven die zij inzake corporate governance toepassen”.

Het valt op dat de C.B.F. streefde naar een openbaarmaking van corporate governance informatie in een jaarrekeningbrochure terwijl de andere twee organisaties het jaarverslag als

¹⁰ Ingevoegd bij koninklijk besluit 24 augustus 2005 tot wijziging, wat de bepalingen inzake marktmisbruik betreft, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *Belgisch Staatsblad*, 9 september 2005.

¹¹ *Belgisch Staatsblad*, 10 maart 2006.

¹² H. De Wulf en A. Levrau, “Corporate governance in België: Een verkenning op basis van de jaarverslagen 1996”, in *Corporate Governance – Het Belgische perspectief*, H. De Wulf (e.a.) (eds.), Antwerpen, Intersentia, 1998, 98.

¹³ Deze drie codes zijn terug te vinden in de bijlagen van *Corporate Governance – Het Belgische perspectief*, H. De Wulf (e.a.) (eds.), Antwerpen, Intersentia, 1998.



aangewezen medium duiden. Dit onderscheid was niet zonder belang omdat de praktijk leert dat de informatie die aan de aandeelhouder voorafgaand aan de gewone algemene vergadering wordt bezorgd, vaak in een kleurrijke brochure wordt verpakt. Deze brochure bevat, al dan niet met een voldoende onderscheiden duiding,¹⁴ het jaarverslag, de (geconsolideerde) jaarrekening en andere informatie. Voor de Commissie Corporate Governance en het VBO hoorde in het verslag van het bestuur waarbij hij rekenschap geeft van het gevoerde beleid ook de governance informatie. Voor de C.B.F. kon dit buiten dit verslag om gerapporteerd worden.

De verschillende corporate governance codes veroorzaakten een duidelijke bereidheid van vennootschappen om over het onderwerp te rapporteren. In het jaarverslag over 1996 rapporteerden slechts 2 genoteerde vennootschappen (minder dan 2%) over de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders in hun raad van bestuur en 5 vennootschappen meldden hun vergaderfrequentie. In het verslag over 1997 steeg het aantal vennootschappen dat melding maakt van het aantal onafhankelijke bestuurders tot 60% en de vergaderfrequentie was terug te vinden in 50% van de gevallen. De kwaliteit van de informatie verdiende nog verdere aanscherping. Zo beschouwden verschillende vennootschappen uitvoerende bestuurders als onafhankelijk.¹⁵ De daarop volgende jaren verbeterde de rapportering over corporate governance. Internationale studies wezen evenwel op een terugval na 2003.¹⁶

Nadat de drie onderscheiden codes een aantal jaren hun diensten hadden bewezen en duidelijk werd dat alleen nieuwe initiatieven tot een verdere verbetering van corporate governance kan leiden, voelden verschillende Belgische instellingen, onder meer door de Europese aandacht die het onderwerp kreeg, de nood één enkele code uit te werken voor genoteerde vennootschappen. In januari 2004 sloegen drie instellingen – het VBO, de CBFA en Euronext Brussel – de handen in elkaar om onder het voorzitterschap van de heer Lippens een dergelijke code op te stellen. Op het einde van dat jaar kwam deze “Code Lippens” tot stand. De Code geeft duidelijke richtlijnen m.b.t. informatie die het jaarverslag omtrent corporate governance moet bevatten.

De Lippens Code vergt van genoteerde vennootschappen een afzonderlijk corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag. Dit hoofdstuk dient “feitelijke informatie omtrent corporate governance te bevatten, met inbegrip van eventuele wijzigingen in het corporate governance beleid van de vennootschap, alsook relevante gebeurtenissen die plaatsvonden tijdens het beschouwde jaar, zoals de benoeming van nieuwe bestuurders, de aanstelling van comitésleden of de jaarlijkse remuneratie die de leden van de raad van bestuur ontvangen.”

Meer in het bijzonder dient het corporate governance verslag te bevatten:

“1. een lijst van de leden van de raad van bestuur, met vermelding welke bestuurders onafhankelijk zijn [2.1.] [2.3.];

¹⁴ Ook de huidige documenten die de aandeelhouder ter hand worden gesteld blijken nog steeds onduidelijk om te springen met de onderscheiden delen waarover het Wetboek van vennootschappen spreekt.

¹⁵ H. De Wulf en C. Van der Elst, “Corporate governance en beursgenoteerde vennootschappen: eerste analyse van de jaarverslagen 1997”, *Bank- en Financiewezen*, juni 1998, 337-338.

¹⁶ Zie Heidrick & Struggles, *Corporate Governance in Europe: What's the Outlook?*, Parijs, 2005, 18. Deze studie spreekt van een “verbetering van 30%” tijdens de periode 2001 en 2003 en een terugval nadien. Ook uit andere rapporteringsverplichtingen bleek tijdens die periode de bereidheid van beursgenoteerde vennootschappen om over corporate governance beter te communiceren. Zie bijvoorbeeld over de aanduiding van onafhankelijke bestuurders en het houden van schriftelijke algemene vergaderingen C. Van der Elst, “Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie”, *T.R.V.* 2004, 69-86.



2. een lijst van de leden van de comités van de raad van bestuur [5.1]; [5.2.] [5.3.] [5.4.];
3. een voorstelling van elke nieuwe bestuurder, met inbegrip van een rechtvaardiging indien de bestuurder geacht wordt onafhankelijk te zijn niettegenstaande hij niet voldoet aan de criteria opgesomd in Bijlage A; [2.3.];
4. informatie over bestuurders die niet langer voldoen aan de onafhankelijkheidsvereisten [2.3.];
5. een activiteitenverslag van de bijeenkomsten van de raad van bestuur en de comités van de raad, met inbegrip van het aantal bijeenkomsten en de individuele aanwezigheidsgraad van de bestuurders [2.7.];
6. een toelichting bij de toepassing van het door de raad van bestuur uitgewerkte beleid betreffende transacties en andere contractuele banden tussen de vennootschap, met inbegrip van haar verbonden vennootschappen, en haar bestuurders en leden van het uitvoerend management die niet onder de belangenconflictenregeling vallen [3.6.] [6.7.];
7. een toelichting bij de maatregelen die de vennootschap heeft genomen om in overeenstemming te zijn met Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) [3.7.] [6.8.];
8. een lijst van de leden van het uitvoerend management [6.2.];
9. op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, aan de niet-uitvoerende bestuurders werden toegekend [7.5.];
10. op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de CEO. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:
 - het basissalaris;
 - de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
 - de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten [7.15];
11. op globale basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de andere leden van het uitvoerend management. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:
 - het basissalaris;
 - de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
 - de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten [7.16];
12. als bepaalde leden van het uitvoerend management ook lid zijn van de raad van bestuur, volledige en gedetailleerde informatie over het bedrag van de remuneratie die zij in die hoedanigheid ontvangen [7.6.];
13. voor de CEO en voor de andere leden van het uitvoerend management, op individuele basis, het aantal en de voornaamste kenmerken van de aandelen, de aandelenopties of alle andere rechten om aandelen te verwerven, die in de loop van het jaar werden toegekend [7.17.];
14. de voornaamste contractuele bepalingen van aanwervings- en vertrekregelingen die werden afgesproken met leden van het uitvoerend management [7.18.];



15. eventuele bepalingen van de Code die gedurende het jaar niet werden nageleefd, en een toelichting omtrent de redenen daarvoor [9.4.].¹⁷

Hoewel er geen enkele wettelijke plicht bestaat, verzocht de Commissie Corporate Governance om vanaf de jaarverslagen over 2005 bovenvermelde onderwerpen in het jaarverslag toe te lichten dan wel te melden waarom van de aanbevelingen wordt afgeweken. Gedetailleerd empirisch materiaal over de naleving van de Code ontbreekt op het ogenblik van dit schrijven nog, doch een enkele studie heeft de naleving reeds partieel onderzocht en een andere studie levert inzicht over het meest in het oog springende deelaspect van governance, de remuneratie van de toplui. Deze studies komen aan bod na de toelichting over de nieuwe Europese normen omtrent corporate governance in het jaarverslag.

De Code Lippens heeft daarnaast een opsplitsing van de publicatie van corporate governance informatie aanbevolen. Voorheen verscheen corporate governance informatie de facto in het jaarbrochure of op de website van de vennootschap. Voortaan is ook vereist over een permanent bijgewerkte Corporate Governance Charter te beschikken.¹⁸ Dit document bevat informatie over het beleid van de vennootschap inzake corporate governance daar waar het jaarverslag zich eerder richt op de feiten en de gebeurtenissen van het afgelopen boekjaar.¹⁹

3. Het Europese kader

Terwijl een aantal corporate governance bepalingen het Belgische rechtsbestel insijpelde, keek de Europese Commissie met hernieuwde belangstelling naar de ontwikkelingen in het vennootschapsrecht en corporate governance. Het aantal Europese normen dat ingrijpt in essentiële onderdelen van het bestuur van vennootschappen is bescheiden. Niettemin is de invloed van het Europese recht op dit van de lidstaten, niet in het minst op het stuk van corporate governance, duidelijk merkbaar.

De meest recente maatregel van het Europees front is inzake corporate governance en het jaarverslag ook de meest ingrijpende. Richtlijn 2006/46/EG verplicht vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt om een verklaring inzake corporate governance op te nemen, hetzij in een specifiek deel van het jaarverslag, hetzij in een afzonderlijk verslag dat samen met het jaarverslag wordt gepubliceerd. De corporate governance verklaring moet volgende onderwerpen nader toelichten:

“a) een verwijzing naar:

- i) de corporate-governance code waaraan de vennootschap is onderworpen, en/of
- ii) de corporate-governance code die de vennootschap heeft besloten vrijwillig toe te passen, en/of
- iii) alle relevante informatie over de corporate-governance praktijken die worden toegepast naast de nationale wettelijke vereisten.

Indien het bepaalde onder i) en ii) van toepassing is, vermeldt de vennootschap tevens waar de desbetreffende teksten voor het publiek beschikbaar zijn; indien het bepaalde onder iii) van toepassing is, maakt de vennootschap haar corporate-governance praktijken beschikbaar voor het publiek;

¹⁷ Bijlage F bij de Code Lippens.

¹⁸ Aanbeveling 9.3.

¹⁹ Aanbeveling 9.1 en 9.4.



- b) voor zover een vennootschap, in overeenstemming met de nationale wetgeving, van de onder a), i) en ii), bedoelde corporate-governance code afwijkt, een vermelding van de delen van de corporate-governance code waarvan zij afwijkt en van de redenen daarvoor. In gevallen waarin de vennootschap heeft besloten geen enkele bepaling van een onder a), i) en ii), bedoelde corporate-governance code toe te passen, dient zij aan te geven om welke redenen zij daartoe heeft besloten;
- c) een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheersystemen van de vennootschap, in verband met het proces van financiële verslaggeving;
- d) de informatie die verlangd wordt in artikel 10, lid 1, onder c), d), f), h) en i), van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, voor zover de vennootschap onder deze richtlijn valt;
- e) tenzij de desbetreffende informatie reeds volledig in nationale wetgeving of regelgeving wordt verstrekt, de werking van de aandeelhoudersvergadering en haar voornaamste bevoegdheden en een beschrijving van de rechten van de aandeelhouders en hoe deze kunnen worden uitgeoefend;
- f) de samenstelling en de werking van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen en hun comités.”²⁰

De Europese richtlijn heeft een aantal belangrijke gevolgen voor de toekomst inzake de rapportering over corporate governance in de jaarverslagen van Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Immers zijn de Belgische genoteerde vennootschappen verplicht tot het maken van een keuze welke Code zij zullen naleven.²¹ Dit hoeft niet de Code Lippens te zijn doch het is weinig waarschijnlijk dat andere codes veel succes zullen hebben. Het is evenwel niet denkbeeldig dat een beperkt aantal vennootschappen gegronde redenen heeft om voor een andere Code te opteren. Dit kan het geval zijn voor vennootschappen waarvan de effecten niet uitsluitend aan Euronext Brussel noteren. De Belgische wetgever kan dit verhinderen en naar aanleiding van de omzetting van deze richtlijn vennootschappen verplichten om één welbepaalde code te volgen.

De keuze van een code is, zelfs in geval van de ontstentenis van een van overheidswege aangeduide code, niet volledig vrij. Immers geldt dat de code een bepaalde structuur moet kennen met normen die voldoende duidelijk zijn opdat aan de vereiste van de richtlijn om te duiden van welke delen de vennootschap van de code afwijkt, kan worden voldaan. Sommige corporate governance codes hebben een meer algemene strekking. Dit is onder meer het geval voor de “OECD Principles of Corporate Governance”.

²⁰ Artikel 1, 7^o van de Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen, *P.B. L.* nr. 224, 16 augustus 2006, 1. Deze bepaling wijzigt artikel 46bis van de vierde vennootschapsrichtlijn 78/660/EEG.

²¹ De keuze van de naleving van de Code staat los van de verplichting tot de naleving van de aanbevelingen van deze Code. Immers laten de meest corporate governance codes toe de aanbevelingen niet na te leven mits de vennootschap dit op gepaste wijze rapporteert.



Het debat over de “race to the bottom” of een “race to the top” zou ook hier kunnen spelen. Vennootschappen kunnen opteren om een code aan te duiden met relatief minder scherpe aanbevelingen. Zo blijkt van de website van de European Corporate Governance Institute dat Griekenland werkt met een code uit 2001 van de Griekse werkgeversfederatie. Deze code bevat geen aanbevelingen met betrekking tot de onafhankelijke bestuurders of het benoemingscomité. Het zou ook kunnen dat de Code bepaalde onderwerpen niet aansnijdt omdat er reeds wettelijke bepalingen terzake bestaan. Aldus is een Spaanse beursgenoteerde vennootschap reeds wettelijk verplicht over een auditcomité te beschikken en moet een aan de Amerikaanse beurs genoteerde vennootschap een gedetailleerd intern controlesysteem inzake financiële informatie hebben uitgebouwd dat intern en extern in zijn effectiviteit is getest. Een Belgische onafhankelijke bestuurder die een belangenconflict wil beoordelen moet eveneens aan bepaalde wettelijke criteria beantwoorden. Ook deze bepalingen kunnen de keuze van de code beïnvloeden. Immers kan de perceptie van de naleving worden beïnvloed wanneer de wettelijke criteria worden nageleefd doch de ene code aanvullende eisen stelt die nopen tot een “explain” notitie die een andere code niet oplegt.

Tot slot rijst ook de vraag of de duiding in de code dat zij niet gericht is aan beursgenoteerde vennootschappen een hinderpaal vormt om als genoteerde vennootschap alsnog deze code als referentie te hanteren. Een letterlijke lezing van de Richtlijn 2006/46/EG lijkt dit niet in de weg te staan. Considerans 10 stelt dat het kan gaan over “ongeacht welke corporate-governancecode die de vennootschap eventueel heeft besloten toe te passen”. Niettemin lijkt het weinig waarschijnlijk dat beursgenoteerde vennootschappen dergelijk code als referentiekader zullen gebruiken.

Op het eerste gezicht zullen Belgische beursgenoteerde vennootschappen die de Code Lippens naleven weinig hinder ondervinden van de omzetting van de richtlijn 2006/43/EG omdat de informatieontsluitingsplicht in de richtlijn minder omvangrijk lijkt te zijn dan deze die de Code Lippens vergt. Toch dienen er twee kanttekeningen te worden gemaakt. De “Belgische” opsplitsing van informatieontsluiting in het jaarverslag en het charter zal bijstelling behoeven. Zo dienen luidens de Code Lippens de belangrijkste elementen uit de aandeelhouders-overeenkomsten in het charter te worden opgenomen. De samenstelling van de raad van bestuur en zijn comités hoort in het jaarverslag thuis. De richtlijn wil al deze informatie ontsluiten in het jaarverslag dan wel in afzonderlijk verslag dat samen met het jaarverslag wordt gepubliceerd. Een opsplitsing over onderscheiden documenten is niet voorzien. Ten tweede stemmen de ontsluitingsverplichtingen van de Code Lippens en de richtlijn niet volledig overeen. De richtlijn verplicht de vennootschappen tot een beschrijving van de interne controle- en risicobeheersystemen van de onderneming in het jaarverslag. De Code Lippens stelt dat het auditcomité de verklaringen moet nakijken “inzake interne controle en risicobeheer die in het jaarverslag worden opgenomen”. De Code verplicht evenwel niet tot publicatie van informatie terzake in het jaarverslag.

De richtlijn 2006/43/EG verwijst naar richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod. Artikel 10 van deze richtlijn verplicht beursgenoteerde vennootschappen tot rapportering in het jaarverslag van elf onderscheiden onderwerpen waarvan een aantal als corporate governance informatie mogen beschouwd worden. De onderwerpen zijn:

1. kapitaalstructuur
2. overdrachtsbeperkingen
3. belangrijke deelnemingen
4. bijzondere zeggenschapsrechten

5. werknemersaandelenplannen met elders uitgeoefende zeggenschapsrechten
6. stemrechtbeperkingen
7. aandeelhoudersovereenkomsten
8. benoemingsregels van het bestuur en wijzigingsregels van de statuten
9. uitgifte of inkoop van aandelen door het bestuur
10. bijzondere bepalingen bij controlewijzigingen
11. bezoldigingsregeling bij voortijdige beëindiging mandaat of contract na overname²²

Zoals de Belgische regelgeving opteerde ook de Europese wetgever voor andere methoden om informatie te verspreiden. De bovenvermelde informatie moet immers ook in een toelichtend verslag aan de aandeelhouders ter algemene vergadering worden bezorgd.

De richtlijn is nog niet in de Belgische rechtsorde omgezet. Er mag worden verwacht dat een ontwerp van wet tot omzetting van de overnamerichtlijn in december 2006 in het parlement zal worden ingediend.

²² De volledige bepaling luidt aldus:

De lidstaten dragen er zorg voor dat de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen gedetailleerde inlichtingen over de volgende aspecten publiceren:

- a) de kapitaalstructuur (met inbegrip van de effecten die niet in een lidstaat tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten), in voorkomend geval, onder vermelding van de verschillende soorten aandelen en, voor elke soort aandelen, van de rechten en plichten die eraan verbonden zijn en het percentage van het geplaatste kapitaal dat erdoor wordt vertegenwoordigd;
- b) elke beperking van overdracht van effecten, zoals beperkingen op het effectenbezit of een door de vennootschap of andere houders van effecten te verlenen goedkeuring, onverminderd het bepaalde in artikel 46 van Richtlijn 2001/34/EG;
- c) rechtstreeks of middellijk (bijvoorbeeld via piramidale structuren of kruisparticipaties) verworven belangrijke deelnemingen in het kapitaal als bedoeld in artikel 85 van Richtlijn 2001/34/EG;
- d) de houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn, en een beschrijving van deze rechten;
- e) het mechanisme voor de controle van enig aandelenplan voor werknemers wanneer de zeggenschapsrechten niet rechtstreeks door de werknemers worden uitgeoefend;
- f) elke beperking van stemrecht, zoals beperkingen van het stemrecht voor houders van een zeker percentage of een zeker aantal stemmen, verplichte termijnen voor de uitoefening van het stemrecht of systemen waardoor, met medewerking van de vennootschap, de financiële rechten die zijn verbonden aan effecten, worden losgekoppeld van het houden van effecten;
- g) de aandeelhoudersovereenkomsten die bekend zijn bij de vennootschap en welke aanleiding kunnen geven tot beperking van de overdracht van effecten en/of stemrechten, als bedoeld in Richtlijn 2001/34/EG;
- h) de regels voor de benoeming en vervanging van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan en voor de wijziging van de statuten van de vennootschap;
- i) de bevoegdheden van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan, met name wat de mogelijkheid tot uitgifte of inkoop van aandelen betreft;
- j) belangrijke overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is en die in werking treden, wijzigingen ondergaan of aflopen in geval van een wijziging van zeggenschap over de vennootschap na een openbaar overnamebod, alsmede de gevolgen daarvan, behalve indien zij zodanig van aard zijn dat openbaarmaking ervan de vennootschap ernstig zou schaden; deze is niet van toepassing indien de vennootschap specifiek verplicht is tot openbaarmaking van dergelijke informatie op grond van andere wettelijke vereisten;
- k) tussen de vennootschap en haar bestuurders of werknemers gesloten overeenkomsten die in vergoedingen voorzien wanneer deze bestuurders of werknemers naar aanleiding van een openbaar overnamebod ontslag nemen, zonder geldige reden worden ontslagen of wanneer er een eind komt aan hun arbeidsverhouding.

Bovenstaande verklaringen maken het jaarverslag niet compleet. De Richtlijn 2004/109/EG verplicht om in het jaarverslag een verklaring op te nemen van het bestuur dat “voorzover hun bekend, de financiële overzichten die zijn opgesteld overeenkomstig de toepasselijke reeks standaarden voor jaarrekeningen een juist en getrouw beeld geven van de activa, de passiva, de financiële positie en de winst of het verlies van de uitgevende instelling en de gezamenlijke in de consolidatie opgenomen ondernemingen, en dat het jaarverslag een getrouw overzicht geeft van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de uitgevende instelling en de gezamenlijke in de consolidatie opgenomen ondernemingen, alsmede *een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd worden.*”²³ De Belgische wetgever heeft deze bepaling reeds geïncorporeerd in het Belgische recht door middel van de wet van 13 januari 2006 tot wijziging van het wetboek van vennootschappen.²⁴ Deze wet zette een aantal andere richtlijnen om, doch komt hierdoor in belangrijke mate tegemoet aan artikel 4, §2 van de Richtlijn 2004/109/EG.

Naast een aantal richtlijnbevestigingen dat de openbaarmakingsverplichtingen in de jaarverslagen aanscherpt, vaardigde de Europese Commissie ook meer vrijblijvende aanbevelingen uit die ertoe strekken om bijkomende informatie in het jaarverslag op te nemen.

De Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen²⁵, streeft naar de openbaarmaking van het beloningsbeleid ten aanzien van bestuurders door middel van de bekendmaking van een “beloningsverklaring” die deel uitmaakt van een afzonderlijk beloningsverslag en/of wordt opgenomen in de jaarrekening en het jaarverslag of in de toelichting op de jaarrekening van de onderneming.²⁶

²³ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PB. L* nr. 390, 31 december 2004 p. 38.

²⁴ *Belgisch Staatsblad*, 20 januari 2006.

²⁵ *PB L* nr. 385, 29 december 2004, 55.

²⁶ Deze beloningsverklaring moet gedetailleerde informatie bevatten. Meer bepaald stelt de Aanbeveling voor op te nemen:

“informatie over het beloningsbeleid dat de onderneming in het volgende boekjaar en eventueel in de jaren daarna ten aanzien van haar bestuurders gaat voeren. Ook bevat de verklaring een overzicht van de wijze waarop het beloningsbeleid in het afgelopen boekjaar ten uitvoer is gelegd. Wanneer een beursgenoteerde onderneming haar beloningsbeleid in vergelijking met het vorige boekjaar ingrijpend aanpast, dient dit in het bijzonder tot uitdrukking te komen.

De beloningsverklaring bevat in ieder geval:

- a) een toelichting op het relatieve gewicht van de variabele en niet-variabele componenten waaruit de beloning van de bestuurders bestaat;
- b) voldoende informatie over de prestatiecriteria op basis waarvan aandelenopties, aandelen of andere variabele beloningscomponenten worden toegekend;
- c) voldoende informatie over de relatie tussen beloning en prestaties;
- d) de voornaamste parameters en de beweegredenen voor een eventuele jaarlijkse bonusregeling en voor eventuele andere niet-geldelijke vergoedingen;
- e) een beschrijving van de voornaamste kenmerken van aanvullende pensioen- en vervroegde uitredingsregelingen voor bestuurders.

In de beloningsverklaring hoeft evenwel geen commercieel gevoelige informatie te worden prijsgegeven.

De beloningsverklaring bevat ook een samenvatting van en een toelichting op het door de beursgenoteerde onderneming gevoerde contractbeleid ten aanzien van met het dagelijks bestuur belaste

Aangezien deze aanbeveling pas na de bekendmaking van de Code Lippens door de Europese Commissie werd goedgekeurd, kon de Code slechts ten dele rekening houden met deze aanbeveling. De Code vergt de bekendmaking van “de voornaamste contractuele bepalingen van aanwervings- en vertrekregelingen die werden afgesproken met leden van het uitvoerend management”, een van de elementen die de Europese beloningsverklaring vereist.

Een andere aanbeveling van de Europese Commissie vergt de bekendmaking van de interne organisatiestructuur alsook informatie over de andere functies die de bestuurders er op nahouden.²⁷ Ook deze Europese aanbevelingen zijn ten dele terug te vinden in de Code Lippens.

De verschillende niveaus waarop bindende en vrijblijvende richtlijnen inzake de rapportering van corporate governance informatie dient te geschieden, heeft tot gevolg dat het reglementaire kader niet volledig coherent is. Van “Europa” moeten de beursgenoteerde

bestuurders. Daarin wordt onder meer informatie verstrekt over de duur van de contracten met de met het dagelijks bestuur belaste bestuurders en over de in hun contracten vastgelegde opzegtermijnen en ontslagregelingen of uitkeringen bij voortijdige beëindiging.”

Voorts wordt informatie verstrekt over de wijze waarop het beloningsbeleid ten aanzien van bestuurders van een beursgenoteerde onderneming is uitgewerkt en vastgesteld. Daarbij wordt in voorkomend geval ook stilgestaan bij het mandaat en de samenstelling van de beloningscommissie, aan de namen van de externe consultants op wie een beroep is gedaan bij de vaststelling van het beloningsbeleid en aan de rol van de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering.”

²⁷ Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen, *PB L* nr. 52, 25 februari 2005, 51.

De aanbeveling onderscheidt vier onderwerpen waarover jaarlijks moet gerapporteerd worden:

1. de governancestructuur - artikel 9.1.: De raad van bestuur/raad van commissarissen dient ten minste eenmaal per jaar (als onderdeel van de informatie die jaarlijks door de onderneming bekend wordt gemaakt betreffende haar corporate-governancestructuren en -praktijken) toereikende informatie te verstrekken over de interne organisatie en de procedures die op haar activiteiten van toepassing zijn, en geeft daarbij tevens aan in hoeverre de door de raad van bestuur/raad van commissarissen verrichte zelfevaluatie tot concrete veranderingen heeft geleid.

2. Bijzondere bekwaamheid van de niet-uitvoerende bestuurders – artikel 11.4: Wanneer een bestuurder voor benoeming wordt voorgedragen, moeten de bijzondere bekwaamheden die van belang zijn voor zijn werkzaamheden in de raad van bestuur/raad van commissarissen openbaar worden gemaakt. Om de markten en het grote publiek in staat te stellen te beoordelen of deze bekwaamheden na verloop van tijd nog toereikend zijn, dient de raad van bestuur/raad van commissarissen eenmaal per jaar een korte beschrijving te geven van de samenstelling van de betrokken raad en informatie te verstrekken over de bijzondere bekwaamheden van individuele bestuurders die voor hun functioneren in de raad van belang zijn.

3. Engagement van de niet-uitvoerende bestuurders - artikel 12.2: Wanneer een bestuurder voor benoeming wordt voorgedragen dienen zijn overige belangrijke professionele verplichtingen, openbaar te worden gemaakt. De betrokken raad dient van eventuele latere wijzigingen op de hoogte te worden gebracht. De raad moet eenmaal per jaar gegevens over deze verplichtingen verzamelen en deze informatie in zijn jaarverslag opnemen.

4. Comités van de raad – bijlage 1: De taakomschrijving van elk comité dat wordt opgericht, en waarin de taak van het comité evenals de bevoegdheden worden uiteengezet die door de raad van bestuur/raad van commissarissen aan hem worden gedelegeerd voorzover dit ingevolge het nationaal recht geoorloofd is, dient ten minste éénmaal per jaar openbaar te worden gemaakt (als onderdeel van de informatie die éénmaal per jaar door de onderneming openbaar moet worden gemaakt met betrekking tot haar corporate governancestructuren en -praktijken). Ondernemingen dienen tevens eenmaal per jaar een verklaring van hun comités bekend te maken waarin de identiteit van hun leden, het aantal in het desbetreffende jaar gehouden bijeenkomsten en de deelnemers, evenals de voornaamste activiteiten worden meegedeeld. Het auditcomité met name dient te verklaren dat het overtuigd is van de onafhankelijkheid van de auditprocedure en moet kort aangeven hoe het tot deze conclusie is gekomen.



vennootschappen een corporate governance verslag opstellen waarbij zij duiden welke nationale code zij hiervoor hanteren. Er kan worden geargumenteed dat de Belgische code Lippens aan de vereiste voldoet. Wanneer Belgische beursgenoteerde vennootschappen een corporate governance verslag opnemen in het jaarverslag in overeenstemming met de aanbevelingen van de Code Lippens, voldoen zij aan Richtlijn 2006/46/EG wat de opstelling van het verslag betreft. Deze Code Lippens bevat een uitgebreid stelsel van aanbevelingen die veel verder reiken dan deze die minimaal volgens de Richtlijn 2006/46/EG in het jaarverslag moeten worden opgenomen. Dit is bijvoorbeeld het geval wat het bezoldigingsbeleid betreft, of nog de jaarlijkse engagementen van de niet-uitvoerende bestuurders. De Europese Commissie werkte hiervoor ook aanbevelingen uit. De Code Lippens bevat deze aanbevelingen niet of benaderen de problematiek vanuit een andere invalshoek. Hieruit volgt dat de naleving van de Richtlijn 2006/46/EG en de hierop aansluitende Code Lippens tot gevolg heeft dat de aanbevelingen van de Europese Commissie wellicht niet zullen worden opgevolgd of nageleefd. De harmonie tussen de onderscheiden regelgevende niveaus is derhalve zoek. In het corporate governance debat is een verschuiving merkbaar van de organisatorische aspecten naar interne controle, niet in het minst door de Amerikaanse Sarbanes Oxley wetgeving die verplicht niet alleen een systeem van interne controle op de financiële informatieverstrekking in te richten doch tevens dit systeem intern en extern op zijn effectiviteit te laten onderzoeken.²⁸ Wat de wet- en regelgever vergt van vennootschappen, kan zij niet zelf verwezenlijken. Immers zou een interne controle van het regelgevend kader aan het licht hebben gebracht dat het systeem niet sluitend is.

4. Jaarverslagen 2005 en de Code Lippens

Sinds de jaarverslagen 2005 aan de algemene vergadering van aandeelhouders werden voorgelegd, verschenen twee studies over de naleving van de Code Lippens. Het Belgian Governance Institute onderzocht in samenwerking met het Verbond van Belgische Onderneming de naleving van de Code Lippens bij de BEL-20 ondernemingen.²⁹ De resultaten verschenen in juli 2006. Medio december 2006 zullen beide organisaties hun onderzoek naar de naleving van de Code door andere vennootschappen openbaar maken. Het onderzoek heeft als doelstelling een deugdelijk inzicht te verwerven van de naleving van een groot aantal aanbevelingen zonder iedere individuele bepaling. Het tweede onderzoek van Van Gysegem en Devos viseerde slechts de aanbevelingen over het remuneratiecomité in al zijn details te analyseren.³⁰

De studie van het BGI-VBO stelt vast dat de BEL-20 bedrijven dat van de 55 onderzochte deelbepalingen van de Lippens Code er ruim 92% worden nageleefd. Dit resultaat dient te worden opgesplitst in een toepassing van 88% en een uitlegging van de afwijking in 4,6%. Een geruststellend resultaat. Het belangwekkendste onderdeel van de studie betreft het overzicht van de bepalingen van de Lippens Code die altijd worden nageleefd dan wel waarvoor een verklaring wordt gegeven waarom wordt afgeweken, dan wel vaak worden uitgelegd of niet worden nageleefd zonder opgave van redenen. Tot de bepalingen die steeds worden nageleefd behoren de publicatie van een corporate governance charter, de oprichting van comités, de samenstelling en werking van de raad, de regeling inzake insider transacties

²⁸ Zie in het bijzonder section 404 (a) en 404 (b) van de Sarbanes-Oxley Act, doch ook de sections 302 en 906 zijn terzake van belang.

²⁹ VBO en BGI, *Corporate governance bij de BEL-20: Naleving Code Lippens na 1^e boekjaar een succes*, Brussel, juli 2006, 16 p.

³⁰ J. Van Gysegem en W. Devos, “ De samenstelling en werking van het remuneratiecomité na de Code Lippens, *Oriëntatie* oktober 2006, 183-197.



en globale overzichten van de remuneratie van het uitvoerend management. Een heel beperkt aantal vennootschappen legt uit dat zij niet over drie onafhankelijke bestuurders beschikken, de individuele remuneratie van de CEO niet publiceren, de voorzitters van de raad van bestuur en het auditcomité niet scheiden of nog niet uitsluitend niet-uitvoerende bestuurders laten zetelen in het auditcomité. De samenstelling van de drie onderscheiden comités vergt vaak een toelichting. Meer dan de helft van de BEL-20 vennootschappen slaagt er niet in de meerderheid van de leden van het benoemingscomité en het remuneratiecomité uit onafhankelijke bestuurders te laten bestaan. Al deze gegevens tonen aan dat de jaarbrochure en het corporate governance charter een gedegen communicatieinstrument over corporate governance is geworden. Bedenklijk is het gebrek aan informatie omtrent een aantal bepalingen van de Lippens Code. De “stakeholders” blijven vaak verstoken van informatie omtrent de voornaamste contractuele bepalingen van de aanwervings- en vertrekregelingen van het uitvoerend management en alle andere onderwerpen die gerelateerd zijn aan de individuele bekendmaking van vergoedingspakketten. Toen de Duitse regering dit bij DAX-30 vennootschappen vaststelde dat analoge bepalingen in de Duitse corporate governance code niet werden nageleefd, liet zij een wettelijke regeling terzake uitvaardigen. Het mag worden verwacht dat ook in België het lopende debat terzake verder zal gezet worden. Ook een aantal, eerder formele bepalingen kregen, volgens de studie van het VBO-BGI niet de nodige aandacht. Het onderzoek wijst hierbij op de 5% aandelen regel om punten op de algemene vergadering te laten agenderen en de datum van het corporate governance charter. Ook het beleid inzake transacties met verbonden ondernemingen kreeg in vele rapporten geen aandacht.

Het komt ons voor dat de meeste van de hierboven vermelde verhoudingen van de resultaten zullen terug te vinden zijn in een analyse van de andere aan de gereguleerde markt van Euronext Brussel genoteerde vennootschappen. Een niet significante steekproef van vijf kleinere vennootschappen bracht aan het licht dat geen van hen informatie vrijgaf over de contractuele bepalingen met het uitvoerend management en informatie over de prestatie-gerelateerde vergoedingen. De boven vermelde meer formele bepalingen waren in het jaarverslag van de onderzochte vennootschappen eerder niet dan wel vermeld en ook inzake de samenstelling van de comités heeft altijd wel een of meer van de vennootschappen een afwijking van de aanbeveling uit te leggen.

De studie van Van Gysegem en Devos gaat in op de samenstelling en de werking van het remuneratiecomité. Niet alleen analyseert de studie gedetailleerd de rapportering in alle jaarverslagen, tevens is er een belangrijke aanzet tot verbetering van de aanbevelingen in de code en de verslaglegging in de jaarverslagen. De belangrijkste bevindingen van het onderzoek zijn de volgende.

Slechts de helft van de bedrijven die niet opteerden voor de door Lippens Code aanbevolen op te richten remuneratiecomité uitleg verschaft over de “afwijking”.

56% van de vennootschappen voldoen aan de Code Lippens eisen omtrent de samenstelling van het remuneratiecomité, met name het vereiste dat allen niet-uitvoerende bestuurders dienen te zijn en dat de meerderheid moet onafhankelijk zijn. Slechts 40% van de vennootschappen die afwijken, legt uit waarom de aanbevelingen van de Lippens Code niet werden gevolgd. De belangrijkste argumenten blijken te zijn: “de bijzondere aard van de activiteiten, het beperkt aantal bestuurders waarop een beroep kan worden gedaan, de specifieke kennis van de niet-onafhankelijke bestuurders, het tijdelijke karakter van de samenstelling of meer in het algemeen het feit dat de vennootschap de afwijkende samenstelling beter acht voor een



goede besluitvorming van het remuneratiecomité”. Verontrustend is hun vaststelling dat acht bedrijven beweren in het corporate governance charter zich te schikken naar de eisen van de Lippens Code maar uit de studie van het jaarverslag blijkt dat dit niet het geval is. Bij drie is terug te vinden waarom alsnog wordt afgeweken van de Lippens Code en het eigen charter. Los van het feit dat dit pijnlijk aantoont dat een nieuw evenwicht moet worden gezocht tussen de onderscheiden documenten waarin over corporate governance wordt gerapporteerd, brengt dit de betrouwbaarheid en het vertrouwen in het gedrang.

Van ongeveer 20% van de voorzitters van het remuneratiecomité is niet bekend welke soort bestuurder hij is. De Code vraagt in deze bepaling om een niet-uitvoerende bestuurder aan het hoofd van het remuneratiecomité.

De onderzoekers wijzen terecht op de vage formulering in de Code Lippens wat de samenwerking van het remuneratiecomité betreft met leden van het uitvoerend management. Dit is des te merkwaardiger omdat dergelijke samenwerking wel vastgelegd is voor het auditcomité. Vaak beschikken de human resource verantwoordelijken over relevante bedrijfsgebonden informatie die een efficiënte werking van het remuneratiecomité ten goede kan komen.

Wel is de taakomschrijving van het remuneratiecomité is gedetailleerd vastgelegd in de Code Lippens. De omzetting van de richtlijnen blijkt vaak te kort te schieten. Slechts 41% van de vennootschappen met een remuneratiecomité leggen deze bevoegdheden wat het uitvoerend management. De idee dat “box ticking” hier nog overheerst vloeit ook voort uit de letterlijke overname uit de Code Lippens door de meerderheid van de vennootschappen wat de vaststelling van de vergoeding van de bestuurders en het uitvoerend management betreft. Deze idee wordt versterkt wanneer de regels inzake belangenconflicten ook in de analyse worden betrokken. Uit de studie blijkt dat het weinig duidelijk is op welke wijze de besprekingen over de vergoeding van het bestuurdersmandaat verlopen en op welke wijze de vergoeding voor de bijkomende werkzaamheden die voorzitters in comités verrichten.

Het tussenbesluit van Van Gysegem en Devos is dan ook zeer lezenswaardig. De bevoegdheden van de comités worden aarzelend geformuleerd en van een daadwerkelijk beleid of strategie is vaak geen spoor terug te vinden. De transparantie is met andere woorden nog voor verbetering vatbaar. Terecht merken de auteurs in hun besluit op dat de Code Lippens beweging heeft gebracht in de reflectie over de optimalisatie van de vennootschapsstructuren. Dit stemt heel hoopvol.

5. Besluit

Corporate governance is in de jaarverslagen op een prominente plaats aanwezig. De ontwikkeling naar meer openheid omtrent “deugdelijk vennootschapsbestuur” ging peilsnel. De jaarverslagen over 1995 bevatten als alles goed ging de samenstelling van de raad van bestuur, de toelichting dat de raad zijn wettelijke bevoegdheden heeft uitgeoefend en zich heeft gebogen over de strategische vraagstukken. Kort daarna kwam een periode van regulering, in belangrijke mate gedreven door de Europese Commissie enerzijds en door een aantal schandalen anderzijds.

De analyse van de relevante teksten inzake openbaarmaking van corporate governance in het jaarverslag op aansturing van de Belgische en Europese regelgeving laat uitschijnen dat op



een aantal aspecten er een integratie van wet- en regelgeving dient plaats te vinden. Heden ten dage moeten Belgische vennootschappen rekening houden met bepaalde informatieverplichtingen in de jaarrekening, het jaarverslag, het corporate governance charter, de Bijlagen tot het Belgisch Staatsblad en ad hoc meldingen. Deze plichten spruiten voort uit onderscheiden wet- en regelgevende teksten. De verplichtingen zijn analoog maar niet identiek. De lezer van al deze informatie moet de puzzel leggen. Daarbovenop komen verplichtingen uit de transparantierichtlijn, de overnamerichtlijn, de wijzigingen van de boekhoudrichtlijnen die (minstens ten dele) nog in het Belgische recht moeten worden omgezet. Dit laat bovendien onverlet de bijkomende rapporteringsverplichtingen die tal van vennootschappen moeten naleven ten gevolge van een buitenlandse beursnotering. Al deze regels samen, doen vragen rijzen over de wijze waarop “comply” door de vennootschappen een haalbare kaart is. Uit de eerste resultaten van de verschillende onderzoeken die over het onderwerp verschenen, valt af te leiden dat vele vennootschappen hard werken om in de mate van het mogelijke aan deze vraag van transparantie te voldoen. Voor sommige onderwerpen lukt dit alvast beter dan voor andere. De analyse moet zich nu gaan toespitsen op de achterliggende redenen om bepaalde regels niet na te komen. Zijn deze relevant dan verdienen zij een stok achter de deur. Overstijgen de kosten de baten, dan moeten de regels afgevoerd worden.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.