

Studierapport

Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020

Deze studie beperkt zich tot de BEL20, BEL Mid en BEL Small vennootschappen waarvoor de vorige monitoring studie verbeterpotentieel zag voor de 'explains', en een aantal vennootschappen met een beurskapitalisatie van minstens 50 miljoen euro die bij de vorige monitoringstudies niet onderzocht werden.

Jaarverslagen 2024

Inhoudsopgave

VOORWOORD	3
INTRODUCTIE	4
Commentaar op de editie van 2026	5
HOOFDSTUK 1. Formele naleving	6
Resultaten van de “Progression groep”	6
Resultaten van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef	8
Detailanalyse van de “Progression groep”	9
Gedetailleerde analyse van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef	18
HOOFDSTUK 2. Analyse van de ‘explains’	23
Introductie	23
Kwantitatieve analyse van de “Progression groep”	24
Kwantitatieve analyse van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef	26
Kwalitatieve analyse - Introductie	28
Kwalitatieve analyse van de “Progression groep”	28
Kwalitatieve analyse van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef	32
BIJLAGE A Lijst vennootschappen 2024	34
BIJLAGE B Methodologie Hoofdstuk 1	35
BIJLAGE C Methodologie Hoofdstuk 2	38

VOORWOORD

Voor de negende keer hebben GUBERNA en het VBO op vraag van de Belgische Commissie Corporate Governance een gezamenlijk onderzoek uitgevoerd naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code ('Code'). Samen met de Commissie Corporate Governance ('Commissie') **streven we naar 100% naleving**. Daarom wensen wij de aandacht van de vennootschappen te vestigen op de wettelijke verplichting om te communiceren over de toepassing van de Code en op de flexibiliteit die de Code biedt om met een goed onderbouwde uitleg van sommige bepalingen af te wijken. **Een goed onderbouwde verklaring komt immers neer op "naleving" van de Code en kan - in een bepaalde context - de voorkeur hebben op het eenvoudige kopiëren van de "conformiteit" ("tick the box") aanpak van een andere (grotere) vennootschap.**

Deze nieuwe editie is slechts **een beperkte studie**: ze behandelt enerzijds een steekproef van bedrijven voor dewelke de kwaliteit van de "explains" nog voor verbetering vatbaar was (hierna genaamd de "Progression groep") en anderzijds, een nieuwe bijkomende staal van vennootschappen (hierna genaamd de "Nieuwe Vennootschappen").

Deze nieuwe editie is de derde die zich toespitst op de Code 2020. De methodologie van de studie is aangepast aan de specifieke kenmerken van de Code 2020, maar blijft grotendeels in overeenstemming met de methodologie van eerdere studies. Belangrijk is erop te wijzen dat deze studie slechts een gedeeltelijk beeld geeft van de naleving van de Code, aangezien de studie toegespitst is op een beperkt aantal formele en publiekelijk controleerbare bepalingen. Bovendien is dit rapport gebaseerd op een beperkt aantal beursgenoteerde vennootschappen.

De resultaten van deze studie kunnen als volgt worden samengevat: de onderzochte vennootschappen passen 91,9% van de bepalingen van de Code gewoon toe en voor 4,9% van de bepalingen leggen zij uit waarom zij ervan afwijken. Dit wijst erop dat genoteerde vennootschappen **weinig of geen gebruik maken van de flexibiliteit dat het "comply or explain"-beginsel biedt**, zoals reeds in eerdere studies is geconstateerd. Uit deze cijfers kunnen we ook concluderen **dat slechts 3,2% van de bepalingen van de Code niet wordt toegepast, en dat zonder enige verklaring.**

Wat de verstrekte 'explains' betreft, blijkt uit onze studie dat **90,5% ervan voor de twee stalen samen informatief en argumentatief zijn, waaronder 33,8% ook evaluatief zijn**, dit wil zeggen dat zij aangeven hoe de vennootschap hoopt bij te dragen tot goed bestuur ondanks de niet-toepassing van bepaalde bepalingen. Dit vertegenwoordigt ook een daling ten opzichte van de vorige editie van het nalevingsonderzoek, dus er is nog ruimte voor verbetering. Ondanks de richtsnoeren die door de Commissie zijn opgesteld, lijken enkele vennootschappen nog te weinig aandacht te besteden aan de formulering van de verstrekte 'explains'. Zij dienen immers niet alleen aan te geven waarom van een codebepaling wordt afgeweken, maar ook, in voorkomend geval, welke alternatieve maatregelen worden toegepast om uit te leggen hoe deze kunnen bijdragen tot het bereiken van dezelfde doelstelling als diegene van de desbetreffende bepaling van de Code. Dit laatste punt is nog voor verbetering vatbaar.

Deze studie is van bijzonder belang gebleken voor de vennootschappen van de "Progression groep": zoals hierna zal worden toegelicht hebben wij een belangrijke vooruitgang vastgesteld in deze

steekproef, waar de kwaliteit van de “explains” in de goede richting is geëvolueerd (zelfs indien voor specifieke bepalingen nog bepaalde “explains” ontbreken).

Wij zijn verheugd dat de Commissie deze monitoringstudie aangrijpt om vennootschappen aan te moedigen de Code strikter na te leven. Voorts kunnen de belangrijkste bevindingen van de studie als inspiratiebron dienen voor een toekomstige herziening van de Code. Op die manier kan de Code relevant blijven, in overeenstemming met de praktijk, de wetgeving en de internationale normen.

GUBERNA & VBO

In opdracht van de Belgische Commissie Corporate Governance

maart 2026

INTRODUCTIE

Het **eerste hoofdstuk** van de studie behandelt de naleving van de "formele" aspecten van de Code 2020, gebaseerd op de meest recente openbaar beschikbare informatie van Belgische genoteerde vennootschappen, waaronder jaarverslagen (2024), corporate governance-verklaringen, corporate governance-charters en documenten voor algemene vergaderingen zoals uitnodigingen en notulen. Het richt zich op de **algemene nalevingspercentages** enerzijds en gaat na **welke bepalingen van de Code het minst worden nageleefd** anderzijds.

Het is belangrijk op te merken dat deze speciale editie slechts **een deel van de beursgenoteerde vennootschappen** omvat, waardoor vergelijkingen met de vorige volledige steekproef niet relevant zijn. Het is daarom alleen mogelijk om de "Progression Groep" te vergelijken met de resultaten van 2022, evenals de resultaten van de nieuwe bedrijven in de steekproef met de resultaten van de volledige steekproef van 2022.

Het **tweede hoofdstuk** is gewijd aan de analyse van de ‘explains’. Deze worden zowel **kwantitatief** geanalyseerd (hoeveel verklaringen worden gegeven en welke bepalingen geven aanleiding tot de meeste ‘explains’), alsook **kwitatatief** (welke redenen worden gegeven en wat is de kwaliteit van de gegeven verklaringen?)

Commentaar op de editie 2026

Dit jaar wilde de Corporate Governance Commissie de reikwijdte van deze studie uitbreiden om zo een bredere visie te krijgen op de situatie van bedrijven en naleving van de Code 2020. Ten eerste wordt de aandacht in deze editie van de studie gevestigd op de kwaliteit van de verklaringen die bepaalde bedrijven in de standaardsteekproef hebben gegeven wanneer zij afweken van een bepaling van de Code 2020. Ten tweede richt deze editie zich op een grotere steekproef dan de gewoonlijk bestudeerde editie.

Voor deze editie zijn de selectiecriteria voor de steekproef zoals aangegeven in het voorwoord veranderd. De steekproef kan in twee categorieën worden verdeeld. Enerzijds analyseren we de bedrijven in de BEL20-, BEL Mid- en BEL Small-indices die in de resultaten van 2022 geen volledige naleving van de Code hebben behaald, waarbij de focus ligt op de **kwaliteit van de verklaringen die naar aanleiding van een afwijking worden gegeven**¹. Anderzijds is er een steekproef bestaande uit nieuwe bedrijven die worden onderzocht. Deze **nieuwe bedrijven zijn bedrijven die nooit deel hebben uitgemaakt van de eerdere edities** van deze studie en die een marktkapitalisatie van minstens 50 miljoen euro hebben bereikt. De bedrijven worden afzonderlijk geanalyseerd in twee substeekproeven, respectievelijk de "Progression Groep" en "Nieuwe vennootschappen" genoemd. Daarnaast werd het hoofdstuk over governance praktijken (vroegere Hoofdstuk 2) uit deze editie van de studie verwijderd.

¹ Voor meer informatie over een kwalitatieve 'explain', zie de toelichtende nota van de Commissie Corporate Governance: <https://corporategovernancecommittee.be/nl/toelichtingsnotas-code-2009/vuistregels-voor-een-kwaliteitsvolle-explain-versie-2016>;

HOOFDSTUK 1.

Formele naleving²

Resultaten van de “Progression groep”³

Van deze bedrijven **voldoet 98,1%** aan de Code van 2020 (zie Tabel 1.1)⁴, ofwel door eenvoudigweg de bepalingen toe te passen (92,75%), ofwel door een uitleg te voorzien omtrent de afwijking van een specifieke bepaling (5,35%). Het percentage bepalingen dat niet wordt toegepast en waarvoor geen uitleg wordt gegeven is relatief laag (1,9%).

De algehele toepassing van de Code 2020 varieert tussen de drie beursindexen (zie Tabel 1.1). Bedrijven in de BEL Mid-index laten een gemiddelde toepassingsgraad zien die dicht bij die van de BEL 20 ligt (ongeveer 93%), terwijl bedrijven in de BEL Small-index een iets lagere toepassingsgraad hebben (91,7%). **Het gebruik van het "pas toe of leg uit"-beginsel is vrij consistent over de indices (5-6%).** In tegenstelling tot de vorige studie past geen enkel bedrijf uit de Progression groep alle bepalingen van de Code 2020 toe (tegenover vier bedrijven in de BEL 20-index in 2022).

Tabel 1.1 : Globale naleving boekjaar – Overzicht resultaten van de Progression groep

	Toegepast	Uitleg	Nageleefd	Geen uitleg
BEL 20 (N=1)	93%	5%	98%	2%
BEL Mid (N=3)	93%	6%	99%	1%
BEL Small (N=6)	92%	5%	97%	3%
Totaal (N=10)	93%	5%	98%	2%

² Voor de gebruikte methodologie zie Bijlage B.

³ Hierbij moet opgemerkt worden dat de in de tabellen (met uitzondering van tabel 1.1) en grafieken vermelde percentages afgerond zijn op een geheel getal. Dit betekent in de praktijk dat de som kan verschillen van 100%.

⁴ Deze percentages houden geen rekening met gevallen waarin informatie ontbreekt (3,4% van de gevallen) of waarin de bepaling niet van toepassing is op een bedrijf (7,8% van de gevallen).

Tabel 1.2 toont de nalevingspercentages aan de hand van verschillende vorken, namelijk 95-100%, 90-95%, 85-90% en <85%.

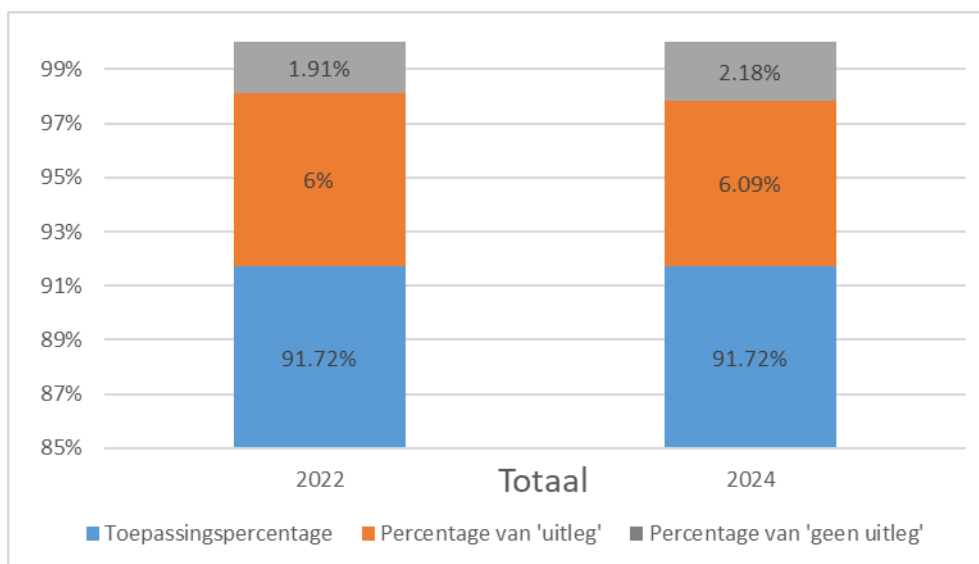
Tabel 1.2 : Nalevingspercentages– Overzicht resultaten van de Progression groep per index

	95 -100%	90 – 95%	85 – 90%	<85 %
BEL 20 (N=1)	0%	100%	-	-
BEL Mid (N=3)	67%	0%	33%	-
BEL Small (N=6)	83%	17%	-	-
Totaal (N=10)	40%	30%	30%	-
Totaal (N=10)	70%		30%	
Totaal (N=10)	100%			

Uit de analyse blijkt dat **alle vennootschappen in deze subgroep voor meer dan 85% de Code naleven**. 70% van de vennootschappen leeft de Code zelfs voor 90% of meer na. Het laagste nalevingspercentage dat voor een vennootschap is geregistreerd, is 91% (BEL Small index). De vennootschappen in de BEL 20 en BEL Mid index hebben een nalevingspercentage van ten minste 90%, met uitzondering van één vennootschap (87,75%). In totaal behalen 4 van de 10 vennootschappen die in dit hoofdstuk zijn geanalyseerd een nalevingspercentage van 100% door het "pas toe of leg uit"- beginsel na te leven. Het betreft hier 2 vennootschappen uit de BEL Mid index en 2 vennootschappen uit de BEL Small index.

Figuur 1.1 vergelijkt de toepassings-, uitleg- en nalevingspercentages van deze subgroep met de percentages die in 2022 werden geanalyseerd.

Figuur 1.1: Globale naleving van de Code – Overzicht evolutie 2022 – 2024 van de Progression groep



Resultaten van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef⁵

In deze editie zijn 17 nieuwe vennootschappen opgenomen. Het is belangrijk om te vermelden dat voor deze vennootschappen de naleving van de Code 2020 **in de voorgaande edities nooit eerder werd geanalyseerd**.

Van deze vennootschappen **voldoet 96,7%** aan de Code (zie Tabel 1.3)⁶, ofwel door eenvoudigweg de bepalingen toe te passen (91,8%), ofwel door een uitleg te voorzien omtrent de afwijking van een specifieke bepaling (4,9%). Het percentage bepalingen dat niet wordt toegepast en waarvoor geen uitleg wordt gegeven is relatief laag (3,3%).

De algehele toepassing van de Code 2020 varieert per bedrijf, van 82,7% tot 98,25%. Het nalevingspercentage van 97% is ook relatief hoog voor deze bedrijven die nieuw zijn in deze monitoringstudie. **Het gebruik van een uitleg in het geval van niet-naleving is vrij laag (4,9%)**, maar hoger dan het percentage afwijkingen waarvoor geen uitleg wordt voorzien (3,3%).

Tabel 1.3 : Globale naleving boekjaar – Overzicht resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

index	Toegepast	Uitleg	Nageleefd	Geen uitleg
Beurskapitalisatie van minstens 50 miljoen euro (N=17)	92%	5%	97%	3%

Tabel 1.4 toont de nalevingspercentages aan de hand van verschillende vorken, namelijk 100-95%, 95-90%, 90-85% en <85%.

Tabel 1.4 : Nalevingspercentages vanuit ondernemingsperspectief – Overzicht resultaten Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

Index	95-100%	90-95%	80-90%	<80%
Beurskapitalisatie van minstens 50 miljoen euro (N=17)	82%	12%	6%	-

Uit de analyse blijkt **dat alle bedrijven in deze subgroep voor meer dan 80% de Code naleven**. 94% van de bedrijven leeft de Code voor 90% of meer na. Het laagste nalevingspercentage dat door een bedrijf is geregistreerd, bedraagt 89%. Binnen deze subgroep behalen 6 van de 17 geanalyseerde bedrijven een nalevingspercentage van 100% door het het "pas toe of leg uit"- beginsel na te leven.

Figuur 1.2 vergelijkt de aanvraag, uitleg en naleving van de Code van 2020 tussen nieuwe bedrijven met de totale steekproef van 2022. Een vergelijking van de toepassingspercentages, uitleg en naleving van

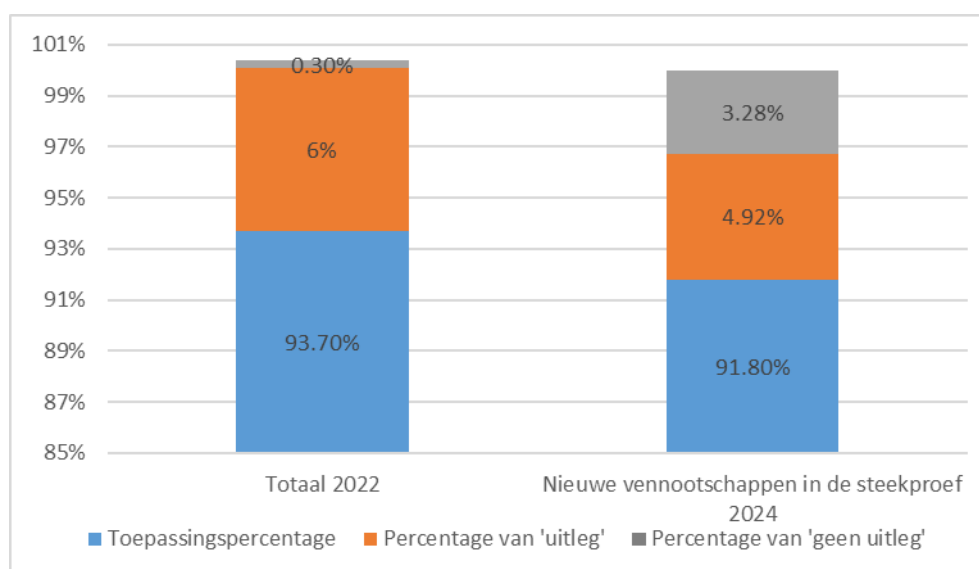
⁵ Hierbij moet opgemerkt worden dat de in de tabellen en grafieken vermelde percentages afgerond zijn op een geheel getal. Dit betekent in de praktijk dat de som kan verschillen van 100%.

⁶ Deze percentages houden geen rekening met gevallen waarin de informatie ontbreekt (3,3% van de gevallen) of waarvoor de bepaling niet van toepassing is voor een bedrijf (7,9% van de gevallen).

de Code van 2020 tussen nieuwe bedrijven en die eerder in voorgaande jaren zijn geanalyseerd, zou niet erg relevant zijn.

We zien een klein verschil in de geanalyseerde resultaten. We merken op dat de bedrijven die in onze vorige monitoring zijn geanalyseerd, meer van de bepalingen van de Code van 2020 toepassen en meer informatie verstrekken wanneer zij van de code afwijken. We zien inderdaad dat de bedrijven in de studie van 2022 een hogere mate van toepassing en naleving van de code hebben dan de nieuwe bedrijven die in deze editie zijn geanalyseerd.

Figuur 1.2: Algemene compliance fiscale jaar 2024 – Vergelijking van de algemene resultaten voor 2022 en Nieuwe vennootschappen in de steekproef van 2024



Detailanalyse van de “Progression groep”⁷

Na een analyse van de algemene resultaten werd **een meer gedetailleerde analyse uitgevoerd. Momenteel worden 41 bepalingen volledig door alle vennootschappen van de Niet conforme groep toegepast**, (bv. publicatie van een verklaring inzake corporate governance, bestaan van een remuneratiebeleid, meerderheid van niet-uitvoerende bestuurders, publicatie van het aantal vergaderingen van de raad, inrichting van een auditcomité, samenstelling van het auditcomité en het remuneratiecomité, ...). Hierbij wordt echter geen rekening gehouden met vennootschappen waarvoor geen informatie beschikbaar is of waarvoor de bepaling niet van toepassing is.

Ondanks het hoge nalevingspercentage lijken vennootschappen enige moeilijkheden te ondervinden met sommige bepalingen van de Code. Daarom is deze gedetailleerde analyse toegespitst op de **(deel)bepalingen waarvan het meest wordt afgeweken**, en waarvan al dan niet in een uitleg wordt voorzien.

⁷ Zoals hierboven vermeld, zijn in de toepassings- en nalevingspercentages geen ondernemingen opgenomen waarvoor informatie ontbreekt of waarvoor de bestudeerde (gedeeltelijke) bepaling niet van toepassing is. Dit verklaart waarom het aantal ondernemingen in de steekproef per bepaling kan verschillen.

De volgende (deel)bepalingen worden onderzocht⁸ :

1. De vennootschap heeft een interne audit functie (mogelijk geëxternaliseerd) (4.14);
2. Het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders en de meerderheid van de leden is onafhankelijk (4.17)
3. De voorgestelde benoeming wordt opgenomen in de oproeping voor de algemene vergadering; voor nieuwe benoemingen, een cv of biografie van de kandidaat/kandidaten (5.6)
4. Remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen (7.6);
5. Minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management (7.9);
6. 'Claw back' clausules in de contracten van het uitvoerend management (7.12).

Interne audit functie

Er wordt een onafhankelijke interne auditfunctie opgericht die de middelen en de know-how tot haar beschikking heeft welke zijn aangepast aan de aard, de omvang en de complexiteit van de vennootschap. Indien de vennootschap niet beschikt over een interne auditfunctie, wordt minstens jaarlijks beoordeeld of daartoe een noodzaak bestaat. (Code 2020, bepaling 4.14)

73% van de vennootschappen hebben een interne auditfunctie opgericht, en passen dus bepaling 4.14 van de Code toe. De toepassingsgraad is hoger in grote bedrijven van de BEL 20 index (100%), vergeleken met de BEL Mid en BEL Small indices (67% voor elke index). De toepassingsgraad is weliswaar gedaald in vergelijking met de vorige studie (85% van de vennootschappen paste de bepaling toe).

De 27% vennootschappen die bepaling 4.14 niet toepassen geven hiervoor een uitleg. Het nalevingspercentage is aldus 100%.

Afwijkingen worden meestal gerechtvaardigd door de kleine omvang en lage complexiteit van het bedrijf. Er wordt ook soms uitgelegd dat het auditcomité jaarlijks beoordeelt of het oprichten van een interne audit functie nodig is. Enkele bedrijven verklaren de afwezigheid van een interne audit functie door het bestaan van andere systemen en procedures, zoals interne controle, externe audit, specifieke auditmissies door derden, management controle, enz.

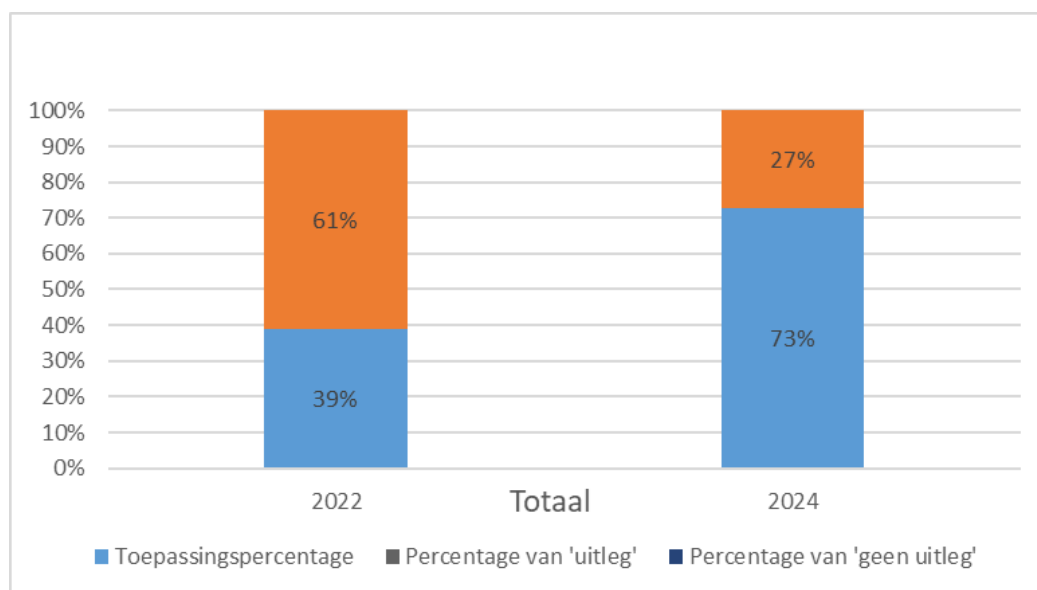
Tabel 1.5 : Toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 4.14 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassings-percentage	73%	100%	67%	67%
Nalevings-percentage	100%	100%	100%	100%

⁸ De lezer kan ook meer informatie vinden over de door de ondernemingen verstrekte 'explains' in hoofdstuk 2 "Analyse van de explains". De lijst van bepalingen waarvan het meest wordt afgeweken, stemt niet noodzakelijk overeen met de lijst van bepalingen waarvoor de meeste uitleggen wordt gegeven.

Als we kijken naar de trend sinds 2022 voor de bedrijven die in dit hoofdstuk worden geanalyseerd, zien we een positieve trend in het toepassingspercentage van bepaling 4.14 bij alle bedrijven. Over het geheel genomen is het toepassingspercentage met 34 procentpunten gestegen tussen 2022 (39%) en 2024 (73%). Wanneer bedrijven in 2022 van de regel afweken, gaven ze altijd een uitleg, wat ook in 2024 het geval blijft met een percentage van 0% "geen uitleg".

Figuur 1.3: Evolutie tussen 2022 en 2024 van de implementatie van bepaling 4.14 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep



Niet-uitvoerende en onafhankelijke leden van het remuneratiecomité

Het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders, en voor een meerderheid uit onafhankelijke bestuurders. (...). (Code 2020, bepaling 4.17 juncto art. 7 :100 WVV)

Het is allereerst belangrijk op te merken dat er wettelijke bepalingen van toepassing zijn op remuneratiecomités en dat bedrijven verplicht zijn te voldoen aan de bepalingen van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (WVV). Volgens het WVV mag het remuneratiecomité uitsluitend bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders, van wie de meerderheid onafhankelijke bestuurders moeten zijn zoals gedefinieerd in artikel 7:87 WVV. **Van deze 10 bedrijven voldoen er 8 (80%) aan bepaling 4.17 van de Code 2020** (dat verwijst naar het WVV). 2 bedrijven (20%) wijken van deze bepaling af. Van deze 2 bedrijven geeft slechts één (BEL Mid) een uitleg voor de niet-naleving, en één bedrijf (BEL Small) geeft geen rechtvaardiging voor de niet-naleving. Het totale nalevingspercentage is derhalve 90% (zie tabel 1.6).

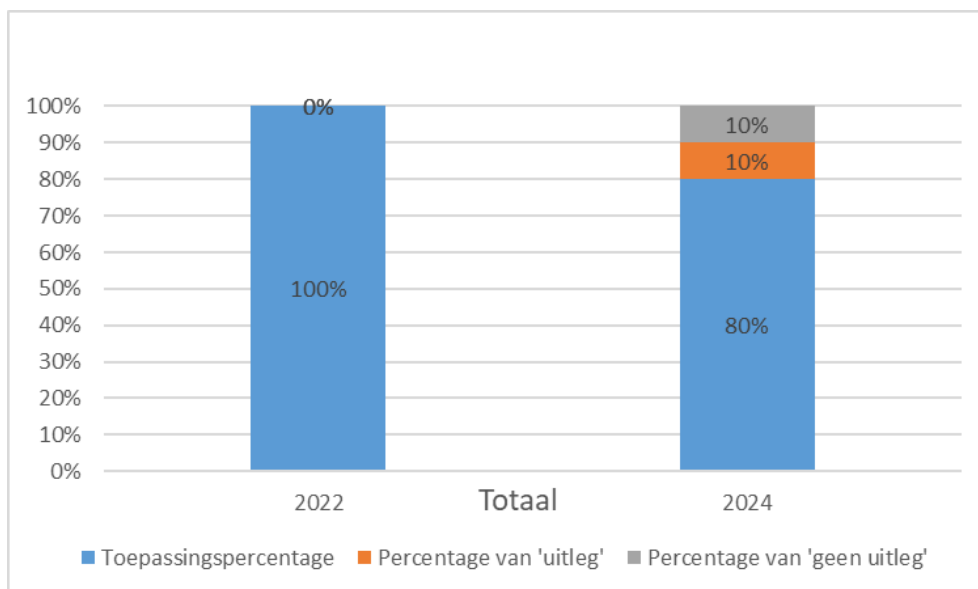
De redenen voor het niet toepassen van bepaling 4.17 kunnen uiteenlopend zijn. In één geval stelt het bedrijf bijvoorbeeld dat de situatie tijdelijk is en verband houdt met een lopende reorganisatie van de aandeelhouders- en managementstructuur, wat de huidige samenstelling van de remuneratiecommissie rechtvaardigt.

Tabel 1.6 : Toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 4.17 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassingspercentage	80%	100%	67%	83%
Nalevingspercentage	90%	100%	100%	83%

Als we kijken naar de evolutie sinds 2022 voor de bedrijven die in dit hoofdstuk worden geanalyseerd, zien we een negatieve trend in de algemene toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 4.17. Het toepassingspercentage daalde namelijk met 20 procentpunten tussen 2022 (100%) en 2024 (80%). In 2024 gaven bedrijven die van de bepaling afweken niet altijd een uitleg voor hun afwijking. Van de 10 bedrijven in deze subgroep gaf er één (BEL Mid) een uitleg, terwijl één (BEL Small) geen uitleg gaf.

Figuur 1.4: Evolutie tussen 2022 en 2024 van de toepassing van bepaling 4.17 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep



Nuttige informatie om in het benoemingsvoorstel op te nemen

Het voorstel tot benoeming dat gedaan wordt aan de algemene vergadering (...) wordt vergezeld van relevante informatie over de professionele kwalificaties van de kandidaat, samen met een lijst van de functies die de kandidaat reeds vervult. (Code 2020, bepaling 5.6)

Deze bepaling schrijft voor dat de voorgestelde benoeming, zoals gepubliceerd in de oproepingsbrief voor de algemene vergadering, vergezeld moet gaan van relevante informatie over de kandidaat om de transparantie van benoemingen te waarborgen, aandeelhouders in staat te stellen weloverwogen beslissingen te nemen en zo belangenconflicten te voorkomen.

Voor 5 van de in dit onderdeel geanalyseerde bedrijven is deze bepaling niet relevant, aangezien er in 2024 geen nieuwe benoemingen hebben plaatsgevonden. Van de overige 5 bedrijven⁹ voldoen er 4 aan de bepaling door de vereiste informatie te verstrekken: het BEL 20-bedrijf en 3 BEL Small-bedrijven. Daarentegen wijkt 1 bedrijf af van de bepaling zonder enige uitleg (BEL Small).

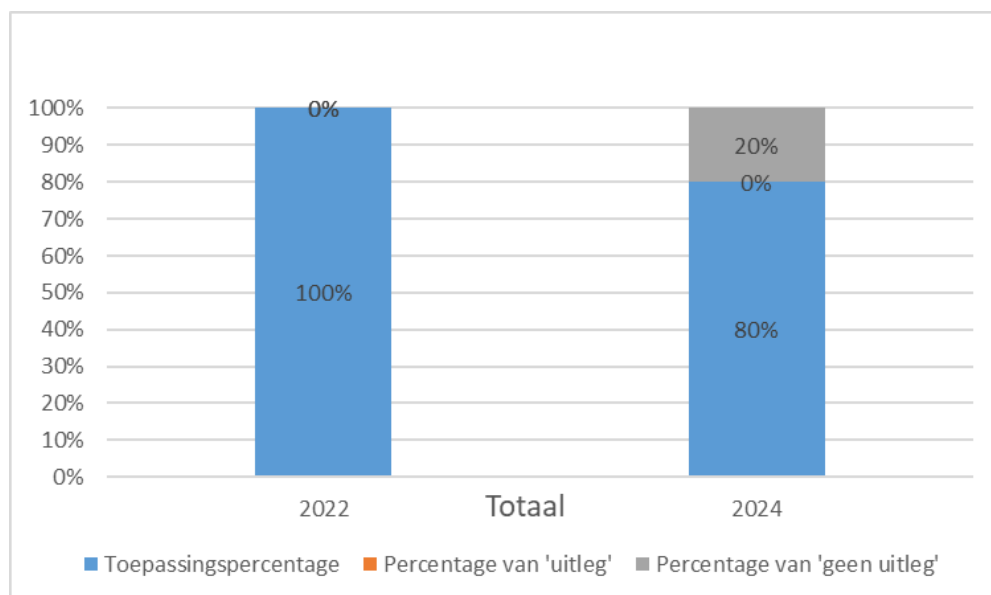
De volgende tabel laat zien dat het toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 5.6 80% bedraagt. Het is inderdaad duidelijk dat in dit geval geen enkel bedrijf een rechtvaardiging heeft gegeven voor het niet naleven van deze bepaling.

Tabel 1.7: Toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 5.6 Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=5)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassingspercentage	80%	100%	- ¹⁰	75%
Nalevingspercentage	80%	100%	-	75%

Als we naar de trend sinds 2022 kijken, zien we een algemene negatieve trend in de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 4.17. Het toepassingspercentage daalde met 20 procentpunten tussen 2022 (100%) en 2024 (80%). In 2024 gaven de twee bedrijven (BEL Small) die van de regel afweken geen verklaring. Daardoor daalde het nalevingspercentage van de bepaling ook met 20 procentpunten.

Figuur 1.5: Evolutie tussen 2022 en 2024 van de toepassing van bepaling 5.6 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression Groep



⁹ Er is een gebrek aan informatie voor één bedrijf.

¹⁰ De bepaling is niet relevant voor de bedrijven die in deze index worden geanalyseerd.

Remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen

Niet-uitvoerende bestuurders ontvangen een deel van hun remuneratie in de vorm van aandelen van de vennootschap. (...) (Code 2020, bepaling 7.6)

Deze bepaling is een van de belangrijke nieuwe elementen in de Code 2020 en heeft tot doel het remuneratiebeleid te richten op duurzame waardecreatie. **Geen van de geanalyseerde bedrijven biedt gedeeltelijke compensatie aan niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen.** Alle 10 bedrijven wijken af van de bepaling en geven een uitleg. Alle bedrijven in de BEL 20-, BEL Mid- en BEL Small-indices houden zich aan het "pas toe of leg uit"-beginsel door hun niet-toepassing te rechtvaardigen. Het nalevingspercentage van deze bepaling is daarom 100%.

De verklaringen die de vennootschappen geven, lopen uiteen. Gesteld wordt dat de belangen van de bestuurders reeds genoeg gericht zijn op de lange termijn, het risico dat de onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders wordt beperkt, de complexiteit van een dergelijke remuneratie en ook de onmogelijkheid om een dergelijke remuneratie toe te kennen (wegens het eenvoudigweg ontbreken van aandelen in eigen bezit). Enkele bedrijven verklaren niettemin dat ze alternatieve oplossingen toepassen om tegemoet te komen aan de doelstellingen van bepaling 7.6., bv. een optionele vergoeding via aandelen, of de vereiste om aandelen te kopen met een deel van de cashremuneratie.

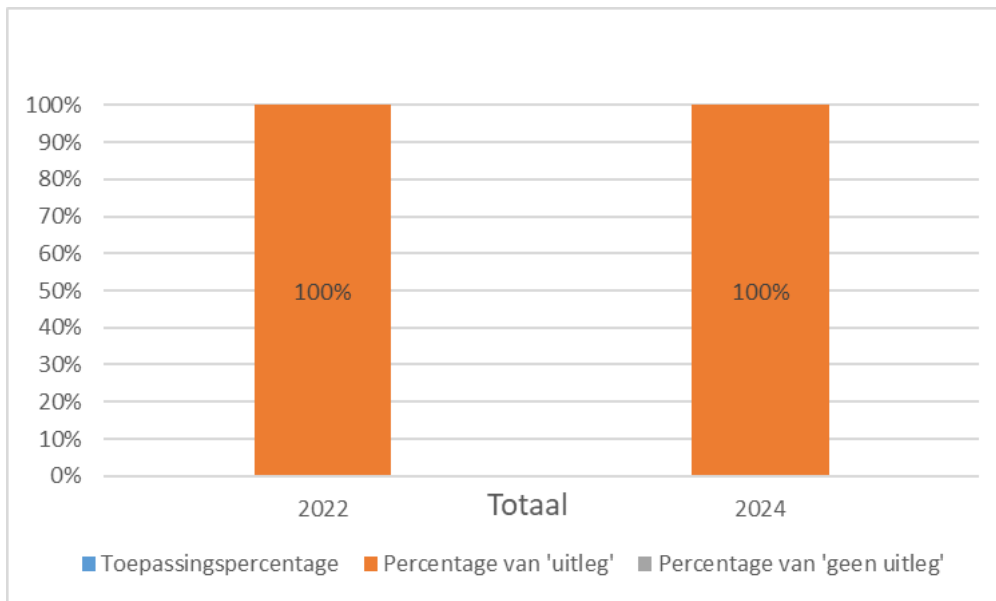
Tabel 1.8 toont de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.6.

Tabel 1.8: Toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 7.6 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassingspercentage	0%	0%	0%	0%
Nalevingspercentage	100%	100%	100%	100%

Wanneer we kijken naar de evolutie sinds het invoeren van de regel in 2020, zien we een stagnatie betreft de toepassingsgraad van bepaling 7.6 in alle bedrijven. Over het algemeen wijken alle bedrijven af van de bepaling door een uitleg te geven.

Figuur 1.6: Evolutie tussen 2022 en 2024 van de toepassing van bepaling 7.6 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression Groep



Minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management

De raad bepaalt een minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management. (Code 2020, bepaling 7.9)

Deze bepaling heeft betrekking op de remuneratie van het uitvoerend management. Evenals bepaling 7.6 beoogt de minimumdrempel de belangen en het gedrag van leidinggevendenden te richten op duurzame waardecreatie.

1 vennootschap op een totaal van 8 (12,5%) voorziet in haar remuneratiebeleid in een minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management¹¹. Dit bedrijf maakt deel uit van de BEL Small-index. Zeven bedrijven (87,5%) geven een uitleg voor het niet toepassen van deze bepaling, wat resulteert in een nalevingspercentage van 100%.

De verklaringen die door de bedrijven worden gegeven, geven vooral aan dat de belangen van de uitvoerende managers al voldoende op de lange termijn gericht zijn, dankzij de huidige beloningsstructuur of andere mechanismen, waardoor het onnodig is een minimumdrempel op te leggen.

Tabel 1.9 toont de toepassings- en de nalevingspercentages van bepaling 7.9.

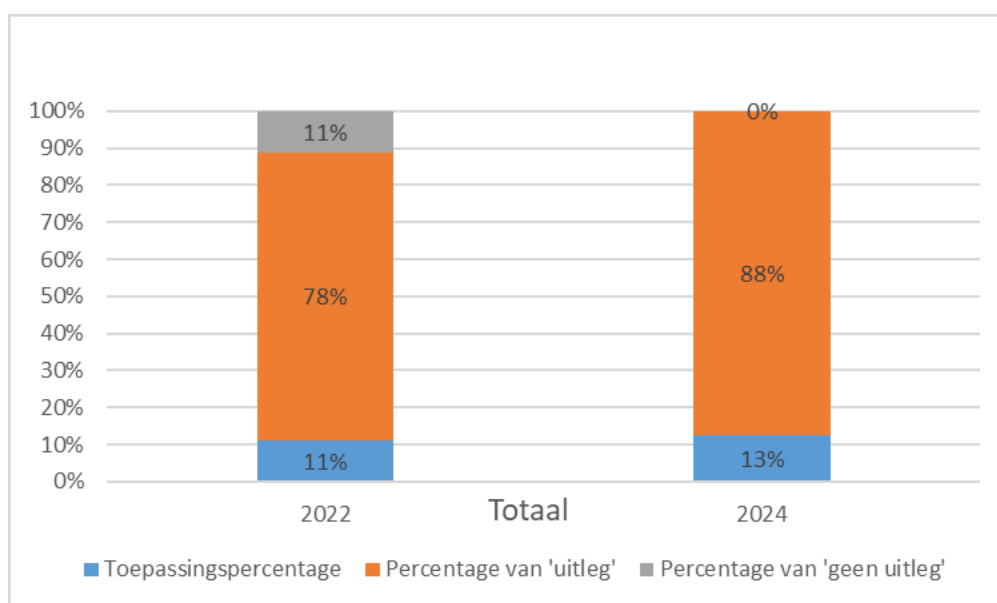
¹¹ Voor 2 vennootschappen ontbreekt de informatie en voor 2 vennootschappen is de bepaling niet van toepassing.

Tabel 1.9: Toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 7.9 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=8)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassingspercentage	13%	0%	0%	25%
Nalevingspercentage	100%	100%	100%	100%

Wanneer we kijken naar de evolutie sinds de invoering van de bepaling in 2020, zien we een licht positieve trend in het toepassingspercentage van bepaling 7.9 bij alle bedrijven. Het algehele nalevingspercentage voor deze bepaling is echter sterk positief gegroeid, wat verklaard wordt door een stijging van 11 procentpunten in het percentage bedrijven dat uitleg geeft tussen 2022 (89%) en 2024 (100%). Alle geanalyseerde bedrijven leven dus het "pas toe of leg uit"-beginsel toe.

Figuur 1.7: Evolutie tussen 2020 en 2022 van de toepassing van bepaling 7.9 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression Groep



‘Claw back’ clausules in de contracten van het uitvoerend management

(...) De raad neemt bepalingen op die de vennootschap in staat stellen om betaalde variabele remuneratie terug te vorderen, of de betaling van variabele remuneratie in te houden, en specificeert de omstandigheden waarin dit aangewezen zou zijn, voor zover wettelijk afdwingbaar. (...) (Code 2020, bepaling 7.12)

4 van de 8 bedrijven (50%)¹² geven in hun remuneratiebeleid aan dat zij contractuele clausules voorzien die hen in staat stellen bepaalde uitgekeerde variabele verloning terug te vorderen (“claw back”), bijvoorbeeld wanneer deze vergoedingen op basis van onjuiste informatie zijn toegekend. 2 bedrijven

¹² Voor 2 vennootschappen ontbreekt de informatie.

(25%) geven daarnaast een uitleg voor het niet toepassen van deze bepaling. Tot slot wijken 2 bedrijven (25%) af van de bepaling zonder een uitleg te geven. Het nalevingspercentage bedraagt in totaal 75%.

De door de vennootschappen aangevoerde redenen hebben betrekking op de onzekerheid van het wettelijke kader op dit gebied, de moeilijkheid om bestaande arbeidsovereenkomsten te wijzigen, en het feit dat variabele vergoedingen alleen worden toegekend op basis van geverifieerde resultaten. Sommige bedrijven geven ook aan dat ze gebruikmaken van de bepalingen van het gemeen recht om uitgekeerde variabele verloningen terug te vorderen, ook al is er geen specifieke contractuele clausule voorzien.

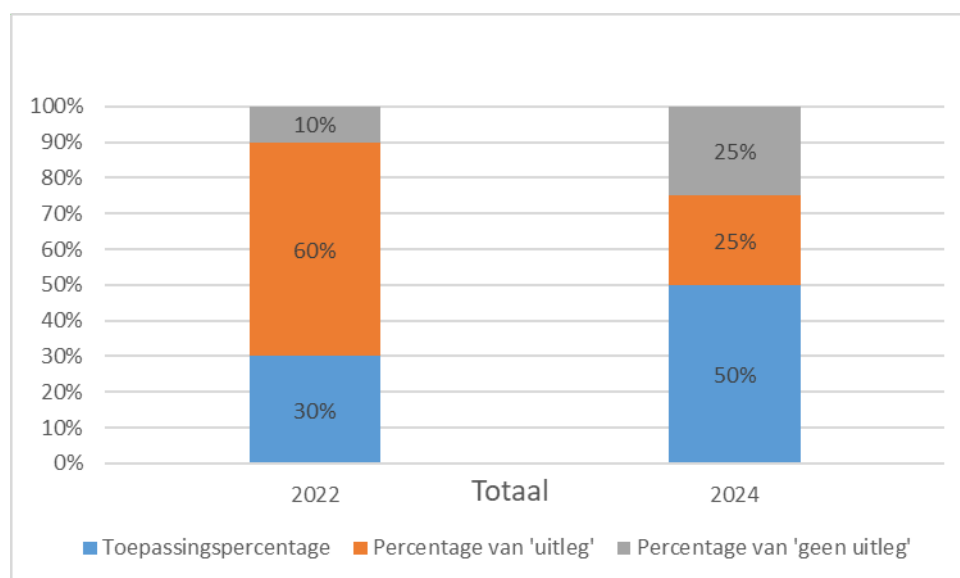
De volgende tabel 1.10 toont de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.12.

Tabel 1.10: Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.12 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep per index

	Totaal (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Toepassingspercentage	50%	-% ¹³	100%	33%
Nalevingspercentage	75%	-%	100%	67%

Als we de ontwikkeling sinds 2022 bekijken (figuur 1.8), zien we een positieve evolutie wat betreft de toepassing van bepaling 7.12 in alle vennootschappen. Over het geheel genomen stijgt het toepassingspercentage met 20 procentpunten, van 30% in 2022 tot 50% in 2024. Het percentage 'no explains' daarentegen neemt aanzienlijk toe met een stijging van 15 procentpunten, van 10% in 2022 tot 25% in 2024. Het nalevingspercentage van deze bepaling is dus ook gedaald met 15 procentpunten, van 90% in 2022 tot 75% in 2024.

Figuur 1.8: Evolutie tussen 2022 en 2024 van de toepassing bepaling 7.12 van de Code 2020 – Resultaten van de Progression groep



¹³ Er ontbreekt informatie voor een bedrijf.

Gedetailleerde analyse van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef¹⁴

Na een analyse van de algemene resultaten, werd **een meer gedetailleerde analyse uitgevoerd**. Op heden **worden 35 bepalingen al volledig toegepast door de nieuwe vennootschappen in onze analyse** (bijv. publicatie van een corporate governance-verklaring, bestaan van een remuneratiebeleid, meerderheid van niet-uitvoerende bestuurders, publicatie van het aantal vergaderingen van het bestuursorgaan, oprichting van een auditcomité, samenstelling van het auditcomité en het remuneratiecomité, ...), indien we de vennootschappen waarvoor we hierover geen informatie hebben of waarvoor de bepaling niet van toepassing is, buiten beschouwing laten.

Ondanks het hoge nalevingspercentage lijken vennootschappen enige moeilijkheden te ondervinden met betrekking tot bepaalde bepalingen van de Code. Daarom richt deze gedetailleerde analyse zich vooral op **de (delen van de) bepalingen waarvan het vaakst wordt afgeweken**, soms zonder dat een uitleg wordt gegeven. Het is mogelijk dat de hier geanalyseerde (delen van de) bepalingen anders zijn dan diegene die in het hierboven genoemde subhoofdstuk zijn geanalyseerd.

Aangezien deze vennootschappen geen deel uitmaakten van de steekproef van eerdere monitoringstudies, is het niet mogelijk een analyse te maken van de evolutie van de toepassings- en nalevingspercentages tussen 2022 en 2024.

De volgende (deel)bepalingen worden onderzocht¹⁵ :

- De raad benoemt en ontslaat de secretaris van de vennootschap (3.19);
- Het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders en de meerderheid van de leden is onafhankelijk (4.17)
- De voorgestelde benoeming wordt opgenomen in de oproeping voor de algemene vergadering; voor nieuwe benoemingen, een cv of biografie van de kandidaat/kandidaten (5.6)
- Remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen (7.6);
- Minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management (7.9);
- ‘Claw back’ clausules in de contracten van het uitvoerend management (7.12).

¹⁴ Zoals eerder vermeld, sluiten de toepassings- en nalevingspercentages bedrijven uit waarvoor de informatie ontbreekt of waarvoor de (gedeeltelijk) bestudeerde bepaling niet van toepassing is. Dit verklaart waarom het aantal bedrijven in de steekproef kan variëren van de ene bepaling tot de andere.

¹⁵ De lezer kan ook meer informatie vinden over de toelichtingen die door de bedrijven worden gegeven in hoofdstuk 2 « Analyse van de explains ». De lijst van bepalingen waarvan het meest wordt afgeweken, komt echter niet noodzakelijk overeen met de lijst van bepalingen die het grootste aantal toelichtingen bevatten.

Secretaris van de raad

De raad is verantwoordelijk voor het aanstellen en ontslaan van de secretaris van de vennootschap. (...).

15 van de 17 vennootschappen (88%) hebben een secretaris aangesteld, waarmee zij bepaling 3.19 van de Code toepassen. De 2 bedrijven (12%) die bepaling 3.19 niet toepassen, geven een verklaring. Het nalevingspercentage bedraagt dus 100%.

De afwijkingen worden gerechtvaardigd door de kleine omvang van het desbetreffende bedrijf. In de praktijk blijkt ook dat de raad soms een tijdelijke secretaris aanstelt tijdens de algemene vergaderingen, vaak iemand met juridische expertise teneinde deze rol te kunnen vervullen.

Tabel 1.11 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 3.19 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=17)
Toepassingspercentage	88%
Nalevingspercentage	100%

Niet-uitvoerende en onafhankelijke leden van het remuneratiecomité

Het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders, en voor een meerderheid uit onafhankelijke bestuurders. (...). (Code 2020, bepaling 4.17 juncto art. 7 :100 WVV)

Zoals vermeld in het voorgaande subhoofdstuk, zijn er wettelijke bepalingen van toepassing en moeten bedrijven de bepalingen van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen naleven. Volgens het WVV mag het remuneratiecomité uitsluitend bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders, van wie de meerderheid onafhankelijke bestuurders moeten zijn zoals gedefinieerd in artikel 7:87 WVV. **Van deze 17 bedrijven passen 15 (88%) bepaling 3.19 van de Code 2020 toe.** 2 bedrijven (12%) wijken af van de regel zonder een verklaring te geven.

Tabel 1.12 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 4.17 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=17)
Toepassingspercentage	88%
Nalevingspercentage	88%

Nuttige informatie om in het benoemingsvoorstel op te nemen

Het voorstel tot benoeming dat gedaan wordt aan de algemene vergadering (...) wordt vergezeld van relevante informatie over de professionele kwalificaties van de kandidaat, samen met een lijst van de functies die de kandidaat reeds vervult. (Code 2020, bepaling 5.6)

Deze bepaling schrijft voor dat de voorgestelde benoeming, zoals gepubliceerd in de oproepingsbrief voor de algemene vergadering, vergezeld moet gaan van relevante informatie over de kandidaat om de transparantie van benoemingen te waarborgen, aandeelhouders in staat te stellen weloverwogen beslissingen te nemen en zo belangenconflicten te voorkomen.

Voor 8 van de in dit onderdeel geanalyseerde bedrijven is deze bepaling niet relevant, aangezien er in 2024 geen nieuwe benoemingen hebben plaatsgevonden. Van de overige 8 bedrijven¹⁶ voldoen er 3 aan de bepaling door de vereiste informatie te verstrekken. Daarentegen wijken 5 bedrijven af van de bepaling zonder enige uitleg.

De volgende tabel laat zien dat het toepassings- en nalevingspercentage van bepaling 5.6 38% bedraagt. Het is inderdaad duidelijk dat in dit geval geen enkel bedrijf een rechtvaardiging heeft gegeven voor het niet naleven van deze bepaling.

Tabel 1.13 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 5.6 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=8)
Toepassingspercentage	38%
Nalevingspercentage	38%

Remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen

Niet-uitvoerende bestuurders ontvangen een deel van hun remuneratie in de vorm van aandelen van de vennootschap. (...) (Code 2020, bepaling 7.6)

Gezien de resultaten van eerdere edities van deze studie, is deze bepaling niet eenvoudig toe te passen voor bedrijven. Ook in deze steekproef **voorzien geen van de geanalyseerde vennootschappen in gedeeltelijke vergoeding van niet-uitvoerende bestuurders in de vorm van aandelen van de vennootschap**. Van de 17 bedrijven wijken er 16 af van de bepaling door een uitleg te geven en één bedrijf wijkt af van de bepaling zonder uitleg te geven. Het nalevingspercentage van deze bepaling bedraagt dus 94%.

De verklaringen die de vennootschappen geven, lopen uiteen. Gesteld wordt dat de belangen van de bestuurders reeds genoeg gericht zijn op de lange termijn, het risico dat de onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders wordt beperkt, de complexiteit van een dergelijke remuneratie en ook de onmogelijkheid om een dergelijke remuneratie toe te kennen (wegens het eenvoudigweg ontbreken van aandelen in eigen bezit). Enkele bedrijven verklaren niettemin dat ze alternatieve oplossingen

¹⁶ Er is een gebrek aan informatie voor één bedrijf.

toepassen om tegemoet te komen aan de doelstellingen van bepaling 7.6., bv. een optionele vergoeding via aandelen, of de vereiste om aandelen te kopen met een deel van de cashremuneratie.

De volgende tabel 1.14 toont de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.6.

Tabel 1.14 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.6 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=17)
Toepassingspercentage	0%
Nalevingspercentage	94%

Minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management

De raad bepaalt een minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management. (Code 2020, bepaling 7.9)

Deze bepaling heeft betrekking op de remuneratie van het uitvoerend management. Evenals bepaling 7.6 beoogt de minimumdrempel de belangen en het gedrag van leidinggevenden te richten op duurzame waardecreatie.

2 van de in totaal 16 (13%) bedrijven voorzien in hun remuneratiebeleid een minimumdrempel aan aandelen die leden van het uitvoerend management moeten bezitten¹⁷. 13 bedrijven (81%) geven een verklaring voor het niet toepassen van de bepaling, terwijl 1 bedrijf hiervan afwijkt zonder een verklaring te geven. Het nalevingspercentage van deze bepaling is daarom 94%.

De verklaringen van de vennootschappen lopen uiteen. Eén argument is dat de belangen van de uitvoerende managers al voldoende op de lange termijn gericht zijn, hetzij via de huidige remuneratiestructuur, hetzij via andere mechanismen. Een ander argument is dat uitvoerende managers reeds een remuneratie in de vorm van aandelen(opties) ontvangen of bezitten, waardoor het onnodig is een minimumdrempel vast te stellen.

Tabel 1.15 toont de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.9.

Tabel 1.15 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.9 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=16)
Toepassingspercentage	13%
Nalevingspercentage	94%

¹⁷ Voor 1 vennootschap ontbreekt de informatie.

‘Claw back’ clausules in de contracten van het uitvoerend management

(...) De raad neemt bepalingen op die de vennootschap in staat stellen om betaalde variabele remuneratie terug te vorderen, of de betaling van variabele remuneratie in te houden, en specificeert de omstandigheden waarin dit aangewezen zou zijn, voor zover wettelijk afdwingbaar. (...) (Code 2020, bepaling 7.12)

5 van de 15 bedrijven (33%)¹⁸ geven in hun remuneratiebeleid aan dat zij **contractuele clausules voorzien die hen in staat stellen bepaalde uitgekeerde variabele verloning terug te vorderen (“claw back”)**, bijvoorbeeld wanneer deze vergoedingen op basis van onjuiste informatie zijn toegekend. 4 bedrijven (27%) geven daarnaast een uitleg voor het niet toepassen van deze bepaling. Tot slot wijken 6 bedrijven (40%) af van de bepaling zonder een uitleg te geven. **Het nalevingspercentage bedraagt in totaal 60%.**

De door de vennootschappen aangevoerde redenen hebben betrekking op de onzekerheid van het wettelijke kader op dit gebied, de moeilijkheid om bestaande arbeidsovereenkomsten te wijzigen, en het feit dat variabele vergoedingen alleen worden toegekend op basis van geverifieerde resultaten. Sommige bedrijven geven ook aan dat ze gebruikmaken van de bepalingen van het gemeen recht om uitgekeerde variabele verloningen terug te vorderen, ook al is er geen specifieke contractuele clausule voorzien.

Tabel 1.16 toont de toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.12.

Tabel 1.16 : Toepassings- en nalevingspercentages van bepaling 7.12 van de Code 2020 – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	Totaal (N=15)
Toepassingspercentage	33%
Nalevingspercentage	60%

¹⁸ Voor 2 vennootschappen ontbreekt de informatie.

HOOFDSTUK 2.

Analyse van de ‘explains’¹⁹

Introductie

De Code 2020 bevat een reeks bepalingen die beschrijven hoe de algemene beginselen van goed bestuur in de praktijk moeten worden toegepast. Er bestaat de mogelijkheid om van deze bepalingen af te wijken en uit te leggen waarom de onderneming een bepaalde bepaling niet naleeft (het "pas toe of leg uit"-beginsel). Een goed onderbouwde toelichting wordt geacht in overeenstemming te zijn met een "naleving" van de code.

Er moet wel benadrukt worden dat de **naleving van de Code 2020 helemaal geen vrijblijvend gegeven is**. Door de wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur en het K.B. van 12 mei 2019²⁰ dat de Belgische Corporate Governance Code 2020 tot dé referentiecodel voor genoteerde vennootschappen uitriep, zijn de vennootschappen verplicht onderbouwde redenen te geven voor de aanbevelingen van de Code 2020 waarvan zij afwijken. Doen zij dit niet, dan zijn ze in overtreding met de wet²¹.

De Commissie Corporate Governance probeert, sinds verschillende jaren vennootschappen te overtuigen om de principes van deugdelijk bestuur toe te passen op een weloverwogen manier. Daar waar relevant, kunnen de vennootschappen **gebruik maken van de geboden flexibiliteit**. Immers, een ‘goede uitleg’ kan - in een bepaalde context - veel beter zijn dan het achteloos kopiëren van de ‘compliance’ aanpak van een collega-onderneming.

Deze flexibiliteit veronderstelt wel dat vennootschappen die afwijken van sommige bepalingen van de Code 2020, dit **op een bewuste en doordachte manier** dienen te doen. **Bij elke afwijking hoort een omstandige uitleg, uitgaande van de eigenheid en de specifieke noden van de onderneming.**

Europa publiceerde in 2014 een aanbeveling²² om de kwaliteit van de toelichting die vennootschappen verstrekken te verbeteren, wanneer zij afwijken van de bepalingen van de corporate governance code. De Code 2020 bevat in zijn principe 10 zelf een aantal aanbevelingen inzake het openbaar verslag over de naleving van de Code. De Code vertrouwt hiertoe een belangrijke verantwoordelijkheid aan de raad.

¹⁹ Voor de gebruikte methode, zie Bijlage C.

²⁰ Het koninklijk besluit van 6 juni 2010 dat de Belgische Corporate Governance Code 2009 aanduidde als referentiecodel, werd hiermee opgeheven.

²¹ Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, B.S. 23 april 2010 (hierna "de wet van 6 april 2010").

²² Aanbeveling van de Europese Commissie van 9 april 2014 over de kwaliteit van de rapportage over corporate governance („pas toe of leg uit”), *Publicatieblad 12 april 2014*.

Meer bepaald moet de raad de gegeven redenen goedkeuren en de inhoud ervan bekrachtigen. Dit houdt in dat de raad voor elke afwijking van een bepaling:

1. uitlegt op welke wijze de vennootschap is afgeweken van een bepaling;
2. de redenen voor deze afwijking opgeeft;
3. wanneer de afwijking beperkt is in de tijd, aangeeft wanneer de vennootschap voornemens is om een bepaalde bepaling toe te passen; en
4. in voorkomend geval, de maatregel beschrijft die is genomen als alternatief voor het toepassen van de bepaling en uiteenzet hoe die maatregel de onderliggende doelstelling van de specifieke bepaling of van de Code als geheel bereikt, of verduidelijkt hoe die maatregel bijdraagt tot een goede governance van de onderneming.

De Commissie Corporate Governance heeft in 2022 een toelichtende nota gepubliceerd om beursgenoteerde ondernemingen te helpen bij het opstellen van hun 'explains'²³.

In dit hoofdstuk gaat de aandacht naar een **analyse van de 'explains'**. Hierbij wordt ingegaan op **zowel een kwantitatieve als een kwalitatieve analyse**. Een belangrijke kanttekening is dat er in dit hoofdstuk enkel wordt ingegaan op de 'explains' zoals die door de genoteerde vennootschappen in hun Corporate Governance Verklaring werden opgenomen. Hierdoor is het mogelijk dat de resultaten (soms) afwijken van de bevindingen uit Hoofdstuk 1 waardoor een vergelijking niet (altijd) opgaat. Het onderzoek naar de formele naleving van de Code 2020 baseert zich immers op die bepalingen die publiek na te gaan zijn terwijl sommige vennootschappen een uitleg verschaffen over een bepaling die niet publiek meetbaar is (bv. bepaling 3.7: *De raad functioneert als een collegiaal orgaan. De besluitvorming binnen de raad wordt niet gedomineerd door een individu, noch door een groep van bestuurders*).

Kwantitatieve analyse van de “Progression groep”

In totaal zijn er **9 (deel)bepalingen waarvoor minimum 1 'explain' gegeven wordt**. De 10 onderzochte genoteerde vennootschappen verschaffen **in totaal 27 'explains'**.

Alle geanalyseerde vennootschappen geven in elk geval één 'explain' in hun Corporate Governance verklaring. Geen enkele vennootschap past alle bepalingen van de Code 2020 toe zonder afwijking. **Het maximaantal 'explains' dat door een bedrijf wordt gegeven bedraagt 5, en de mediaanwaarde bedraagt 2,5.**

Over het algemeen kan worden gesteld dat beursgenoteerde vennootschappen relatief weinig gebruikmaken van de flexibiliteit die de Code 2020 biedt. Het aantal toelichtingen varieert echter afhankelijk van de index (zie Tabel 2.1).

²³ Toelichtende nota inzake het openbaar verslag over de naleving van de Code 2020: <https://corporategovernancecommittee.be/nl/toelichtingsnotas-code-2020/toelichtende-nota-inzake-het-openbaar-verslag-over-de-naleving-van-de>

Globaal genomen kan worden gesteld dat de genoteerde vennootschappen **relatief beperkt gebruik maken van de flexibiliteit die de Code 2020 hen biedt**. Het aantal ‘explains’ varieert echter per index (zie Tabel 2.1).

Uit een snelle vergelijking met de resultaten van het vorige monitoringonderzoek (over het boekjaar 2022) blijkt dat **de bedrijven erin slagen om de Code 2020 nauwkeuriger te volgen**. De mediaan van het aantal ‘explains’ per vennootschap is evenwel gelijk gebleven ten opzichte van 2022, namelijk 3 en 2,5 (in 2024). Het lijkt er dus op dat de bedrijven erin slagen om de Code 2020 nauwkeuriger te volgen. We stellen vast vanuit een vergelijking van de indexen dat het bedrijf uit de BEL 20 een hogere mediaan heeft (3 tegenover 2 voor de andere indices). De bedrijven van de BEL Mid en de BEL Small vertonen een aanzienlijke spreiding (respectievelijk van 2 tot 5 en van 1 tot 5).

Tabel 2.1: Aantal ‘explains’– Resultaten van de Progression groep per index

	#	Mediaan	Min	Max
Totaal	27	2,5	1	5
BEL 20	3	3	3	3
BEL Mid	9	2	2	5
BEL Small	15	2	1	5

In een tweede stap wordt nagegaan voor **welke soort bepalingen de vennootschappen het meest een beroep doen op de geboden flexibiliteit**. De vennootschappen blijken het meest frequent een uitleg te verschaffen voor de afwijking t.o.v. volgende bepalingen (in volgorde van de nummering in de Code 2020) (zie ook Tabel 2.2):

- de oprichting van een onafhankelijke interne auditfunctie (4.14);
- het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders en de meerderheid van de leden is onafhankelijk (4.17)
- remuneratie in de vorm van aandelen voor niet-uitvoerende bestuurders (7.6);
- minimumdrempel van aandelen voor de leden van het uitvoerend management (7.9);
- claw-back bepalingen in de contracten van leden van het uitvoerend management (7.12).

Het is interessant om op te merken dat, net als in de laatste editie van de studie, de bepalingen die tot het grootste aantal 'explains' leiden allemaal verband houden met principe 7 inzake remuneratie (zie tabel 2.2 hieronder).

Tabel 2.2: Top 3 'explains' – Resultaten van de Progression groep

BEPALING		# explains 2024
7.6	Niet-uitvoerende bestuurders ontvangen een deel van hun remuneratie in de vorm van aandelen van de vennootschap.	10
7.9	De raad bepaalt een minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management.	7
7.12	[...] De raad neemt bepalingen op die de vennootschap in staat stellen om betaalde variabele remuneratie terug te vorderen , of de betaling van variabele remuneratie in te houden, en specificeert de omstandigheden waarin dit aangewezen zou zijn, voor zover wettelijk afdwingbaar.	2

De **detailanalyse per index** (zie tabel 2.3) onthult een aantal verschillen. Wat betreft de remuneratie in de vorm van aandelen (bepaling 7.6), worden 'explains' voorzien door alle bedrijven van de BEL 20, BEL Mid en BEL Small. Wat de 'claw back'-bepalingen betreft, constateren we dat 33,3% van de bedrijven van de BEL Small afwijken, terwijl in de BEL 20 en de BEL Mid alle bedrijven de bepaling toepassen.

Tabel 2.3: Top 3 'explains' – Overzicht resultaten van de Progression groep per index

	Vergoeding in aandelen	Minimumdrempel van aandelen	'claw back' bepalingen
BEL 20 (N=1)	1 (100%)	1 (100%)	- (-%)
BEL Mid (N=3)	3 (100%)	3 (100%)	0 (0%)
BEL Small(N=6)	6 (100%)	3 (50%)	2 (33,3%)

Kwantitatieve analyse van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef

In totaal zijn er **16 (deel)bepalingen** waarvoor minimum 1 'explain' gegeven wordt. De 17 onderzochte genoteerde vennootschappen leveren in totaal **47 'explains'**.

Alle geanalyseerde vennootschappen geven in elk geval één 'explain' in hun Corporate Governance verklaring. Geen enkele vennootschap past alle bepalingen van de Code 2020 toe zonder afwijking. **Het maximum aantal 'explains' dat door een bedrijf wordt gegeven bedraagt 8, en de mediaanwaarde bedraagt 2.**

Over het algemeen kan worden gesteld **dat beursgenoteerde vennootschappen relatief weinig gebruikmaken van de flexibiliteit die de Code 2020 biedt.**

Uit een snelle vergelijking met de resultaten van het vorige monitoringonderzoek blijkt dat **het aantal 'explains' is gestegen (47 i.p.v. 34 in 2022)**. De mediaan van het aantal 'explains' per vennootschap is 2 i.p.v. en 3 in 2022 voor de globale oefening). Het lijkt er dus op dat de Nieuwe vennootschappen in de steekproef erin slagen om de Code 2020 met enige uniformiteit te volgen.

Tabel 2.4: Aantal 'explains' – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	#	Mediaan	Min	Max
Totaal	47	2	1	8

In een tweede stap wordt nagegaan voor **welke soort bepalingen de vennootschappen het meest een beroep doen op de geboden flexibiliteit**. De vennootschappen blijken het meest frequent een uitleg te verschaffen voor de afwijking t.o.v. volgende bepalingen (in volgorde van de nummering in de Code 2020) (zie ook Tabel 2.4):

- de oprichting van een onafhankelijke interne auditfunctie (4.14);
- het remuneratiecomité bestaat uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders en de meerderheid van de leden is onafhankelijk (4.17)
- remuneratie in de vorm van aandelen voor niet-uitvoerende bestuurders (7.6);
- minimumdrempel van aandelen voor de leden van het uitvoerend management (7.9);
- claw-back bepalingen in de contracten van leden van het uitvoerend management (7.12).

Het is interessant om op te merken dat, zelfs voor de vennootschappen met een lagere beurskapitalisatie, de bepalingen die tot het grootste aantal 'explains' leiden allemaal verband houden met principe 7 inzake remuneratie (zie tabel 2.5 hieronder).

Tabel 2.5: Top 3 'explains' – Overzicht resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef in 2024

	BEPALING	# explains 2024
7.6	Niet-uitvoerende bestuurders ontvangen een deel van hun remuneratie in de vorm van aandelen van de vennootschap.	16
7.9	De raad bepaalt een minimumdrempel van aandelen die aangehouden moet worden door de leden van het uitvoerend management.	13
7.12	[...] De raad neemt bepalingen op die de vennootschap in staat stellen om betaalde variabele remuneratie terug te vorderen , of de betaling van variabele remuneratie in te houden, en specificeert de omstandigheden waarin dit aangewezen zou zijn, voor zover wettelijk afdwingbaar.	4

Kwalitatieve analyse - Introductie

De kwalitatieve analyse van de ‘explains’ is, net zoals in het vorige onderzoek, gebaseerd op een in Nederland reeds toegepaste methodologie²⁴. Deze methodologie bestaat uit twee luiken die elkaar enigszins overlappen. In een eerste fase wordt de motivatie van de uitleg onderzocht, in een tweede fase wordt de argumentatieve kwaliteit van de uitleg beoordeeld.

Motivatie uitleg

Genoteerde vennootschappen kunnen **verschillende motieven** hebben om een bepaling niet toe te passen. De uitleg die zij daarover verschaffen, kan onderverdeeld worden in verschillende categorieën.

- Bepaling [nummer uit de Code] inzake [...] wordt niet door de vennootschap nageleefd, omdat de vennootschap:
1. bestaande afspraken en/of contracten wenst te respecteren;
 2. zich conformeert aan bestaande wet- en regelgeving en/of deze afdoende acht, dan wel de bepaling in strijd acht met jurisprudentie en/of wet- en regelgeving, dan wel nadere wetgeving op dit terrein wenst af te wachten;
 3. expliciet stelt dat het een tijdelijke afwijking betreft;
 - a. daarbij wordt een eindtijd aangegeven,
 - b. daarbij wordt geen eindtijd aangegeven,
 4. en eigen regeling kent, zijnde:
 - a. een eigen regeling waarvan zij uitdrukkelijk vindt dat deze in lijn is met de geest van de code,
 - b. een eigen regeling die nader gemotiveerd wordt,
 - c. waarbij slechts informatie over de eigen regeling verschaft wordt zonder nadere motivering,
 5. vindt dat de invoering van de bepaling een te grote administratieve en/of financiële last zou vergen en/of van mening is dat de vennootschap te klein is om de bepaling te kunnen naleven,
 6. vindt dat de bepaling ligt op een terrein dat een privéaangelegenheid van bestuurders / managementleden is,
 7. vindt dat de bepaling vraagt om een werkwijze die niet gebruikelijk is in de landen en/of sectoren waarin zij actief is,
 8. overig,
 9. van mening is dat de bepaling niet op haar van toepassing is.

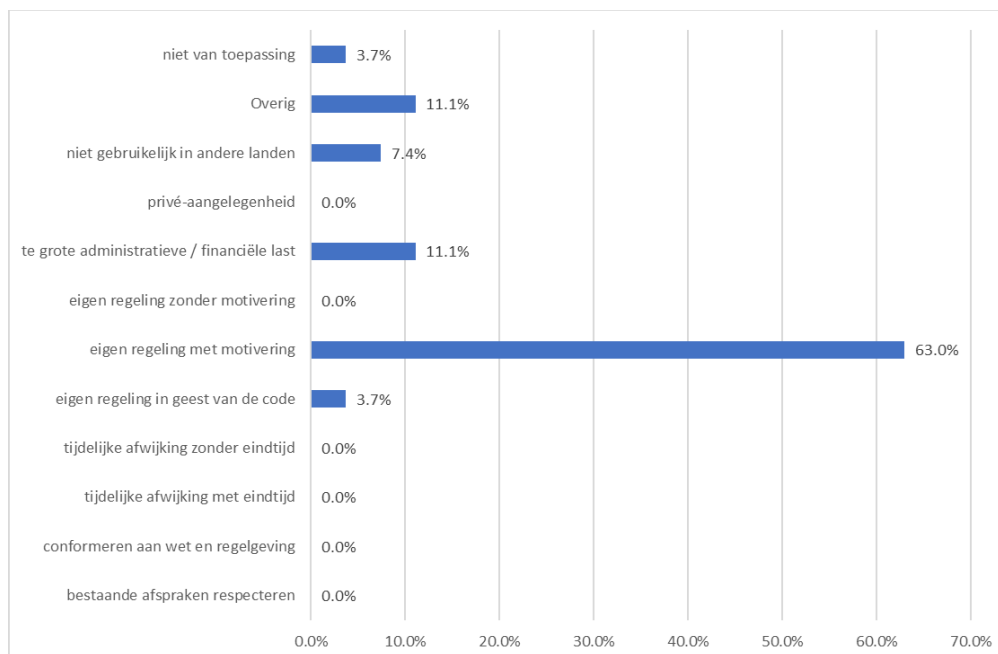
Kwalitatieve analyse van de “Progression groep”

De grafiek (zie Figuur 2.1) hieronder geeft de **procentuele frequentieverdeling** weer **van de 9 categorieën**. De figuur laat zien **dat één type van uitleg het vaakst voorkomt, namelijk een eigen regeling waarbij de vennootschap ook aangeeft hoe die regeling in de geest is van de Code 2020**. Bovendien wordt vaak ook betoogd dat de vennootschap niet in staat is de administratieve of financiële last die de bepaling oplegt te dragen. Andere soorten verklaringen zijn daarentegen minder vaak voorkomend, zoals het feit dat de bepaling betrekking heeft op een domein dat tot het privéleven van de bestuurders/leden van het uitvoerend management behoort, of dat de vennootschap bestaande overeenkomsten wil respecteren, of dat het gaat om een tijdelijke uitzondering met vermelding van de vervaldatum.

²⁴ Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het boekjaar 2013, Nyenrode Business University, december 2014.

Uit een snelle vergelijking met de resultaten van het vorige monitoringonderzoek (over het boekjaar 2022) blijkt dat het vooral de categorie ‘eigen regeling zonder motivatie’ een sterke daling kent, wat als een positieve ontwikkeling kan worden beschouwd.

Figuur 2.1: Motivatie uitleg – Resultaten van de Progression groep



Indien we de **analyse** bekijken **per index** (zie Tabel 2.6), stellen we vast dat bepaalde types van uitleg meer gebruikelijk zijn in één of meerdere indices. Het bedrijf van de BEL 20 beroept zich uitsluitend op het bestaan van een eigen regeling, gemotiveerd door andere argumenten, voor de volledige inhoud van zijn verklaringen (100%). De BEL Small-bedrijven leggen voornamelijk uit dat ze een eigen reglement hebben met motivatie (33,3%). Daarentegen vertoont de BEL Mid een grotere diversiteit in hun rechtvaardigingen, zoals een tijdelijke afwijking met of zonder einddatum, een eigen reglement in lijn met de geest van de Code 2020 of de administratieve of financiële lasten die het met zich meebrengt.

Tabel 2.6: Motivatie uitleg – Overzicht resultaten van de Progression groep per index

	BEL 20	BEL Mid	BEL Small	Total
Bestaande afspraken respecteren	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Conformereren aan wet en regelgeving	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tijdelijke afwijking met eindtijd	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tijdelijke afwijking zonder eindtijd	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Eigen regeling in geest van de code	0.0%	11.1%	0.0%	3.7%
Eigen regeling met motivering	100.0%	33.3%	73.3%	63.0%
Eigen regeling zonder motivering	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Te grote administratieve / financiële last	0.0%	11.1%	13.3%	11.1%
Privé-aangelegenheid	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Niet gebruikelijk in andere landen/sectoren	0.0%	11.1%	6.7%	7.4%

Andere	0.0%	22.2%	6.7%	11.1%
Zonder voorwerp	0.0%	11.1%	0.0%	3.7%

Argumentatieve kwaliteit van de uitleg

Er worden al langer vraagtekens geplaatst bij de **kwaliteit van de gerapporteerde ‘explains’**. Teneinde de kwaliteit van de gegeven uitleg op een objectieve manier te meten, werd in Nederland een methodologie ontwikkeld op basis van *“een literatuurstudie naar recente artikelen en documenten waarin aanzetten worden gegeven om de kwaliteit van uitleg in het kader van het pas-toe-of-leg-uitbeginsel in algemene zin te beoordelen.”* In dit toetsingskader wordt de uitleg beoordeeld aan de hand van drie criteria²⁵:

1. Is de uitleg informatief?
2. Is de uitleg argumentatief?
3. Is de uitleg evaluatief?²⁶

In het eerste geval is er sprake van een uitleg die enkel aangeeft dat een bepaalde codebepaling niet nageleefd wordt. In geval van een argumentatieve uitleg wordt daar aan toegevoegd waarom de vennootschap die bepaling niet toepast. In het derde geval, een evaluatieve uitleg, gaat men nog een stap verder en geeft men ook aan hoe de alternatieve aanpak tot de gewenste uitkomst inzake deugdelijk bestuur moet leiden. De **drie algemene kwaliteitscriteria voor uitleg** worden daarom hiërarchisch geordend en zijn met andere woorden afhankelijk ten opzichte van elkaar. De uitleg kan niet evaluatief zijn zonder ook argumentatief te zijn en een argumentatieve uitleg dient ook informatief te zijn. Andersom geldt dat niet alle informatieve uitleg ook argumentatief is, noch dat alle argumentatieve uitleg ook evaluatief is. Hierdoor kan aan alle ‘explains’ een score worden toegekend op een schaal van 0 tot 3 punten.

•	3 punten	Evaluatief	de uitleg is informatief + argumentatief + evaluatief
•	2 punten	Argumentatief	de uitleg is informatief + argumentatief
•	1 punt	Informatief	de uitleg is louter informatief
•	0 punten	Nihil	de uitleg beantwoordt aan geen van bovenstaande drie kenmerken

In 2024 is de situatie als volgt:

- Er is geen explain die in feite geen enkele (beschrijvende) informatie bevat (niveau 0) (zie tabel 2.7).
- Alle **explains (100%) bevatten echter ten minste specifieke informatie over de vennootschap** en kunnen dus als informatief beschouwd worden.

²⁵ Voor de gebruikte methodologie, zie Bijlage C.

²⁶ Dit is in lijn met bepaling 10.3 van de Belgische Corporate Governance Code 2020.

- **74,1% van de explains** kan daarenboven **als argumentatief beschouwd worden**. Dit wil zeggen dat de vennootschap uitlegt waarom zij heeft besloten om een bepaling van de Code 2020 niet toe te passen. Hieruit kunnen we eveneens afleiden dat 25,9% van de gegeven uitleg wel informatief was maar niet argumentatief. De vennootschap geeft dus wel feiten en gegevens over de vennootschap maar argumenteert niet.
- **25,9% van de explains is van het hoogste niveau: evaluatief** (tegenover 30,6% in 2022). Dit wil zeggen dat de vennootschap uitlegt waarom zij vindt dat het gevolgde beleid beschouwd kan worden als 'good governance' of in lijn ligt met de geest van de Code 2020. Hieruit volgt ook dat maar liefst 48,2% van de 'explains' uitleggen waarom ze afwijken van een bepaling maar niet aangeven hoe hun eigen regeling of alternatieve aanpak ervoor kan zorgen dat ze de door de Code 2020 geformuleerde doelstelling realiseren.

Tabel 2.7: Argumentatieve kwaliteit van de uitleg – Resultaten van de Progression groep

Kwaliteitsniveau van de uitleg	Omschrijving	Aantallen (N=27)	
3 punten	Informatief + argumentatief + evaluatief		7 (25,9%)
2 punten	Informatief + argumentatief		20 (74,1%)
1 punten	Informatief	27(100%)	

In vergelijking met de vorige jaren zijn de verklaringen iets minder solide. Dit kan worden verklaard door de kleinere omvang van de steekproef en de samenstelling ervan. Toch blijven de meeste argumenten niet 'evaluatief'.

Indien we de analyse **bekijken per index** (zie Tabel 2.8) merken we op dat de 'explains' met het hoogste kwaliteitsniveau opvallend meer aanwezig blijken te zijn in de BEL 20 index. Over het algemeen ligt het niveau van de uitleg in bedrijven gemiddeld, met een combinatie van informatieve en argumentatieve elementen, maar minder vaak evaluatief.

Tabel 2.8: Kwaliteitsniveau van de 'explains' – Overzicht resultaten van de Progression groep per index, % in functie van het totaal per index

	Totaal (N=27)	BEL 20 (N=1)	BEL Mid (N=3)	BEL Small (N=6)
3 – informatief + argumentatief + evaluatief	7 (25,9%)	2 (66,7%)	2 (22,2%)	3 (20,0%)
2 – informatief + argumentatief	20 (74,1%)	1 (33,3%)	7 (77,8%)	12 (80,0%)
1 – informatief	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
0 – nihil	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)

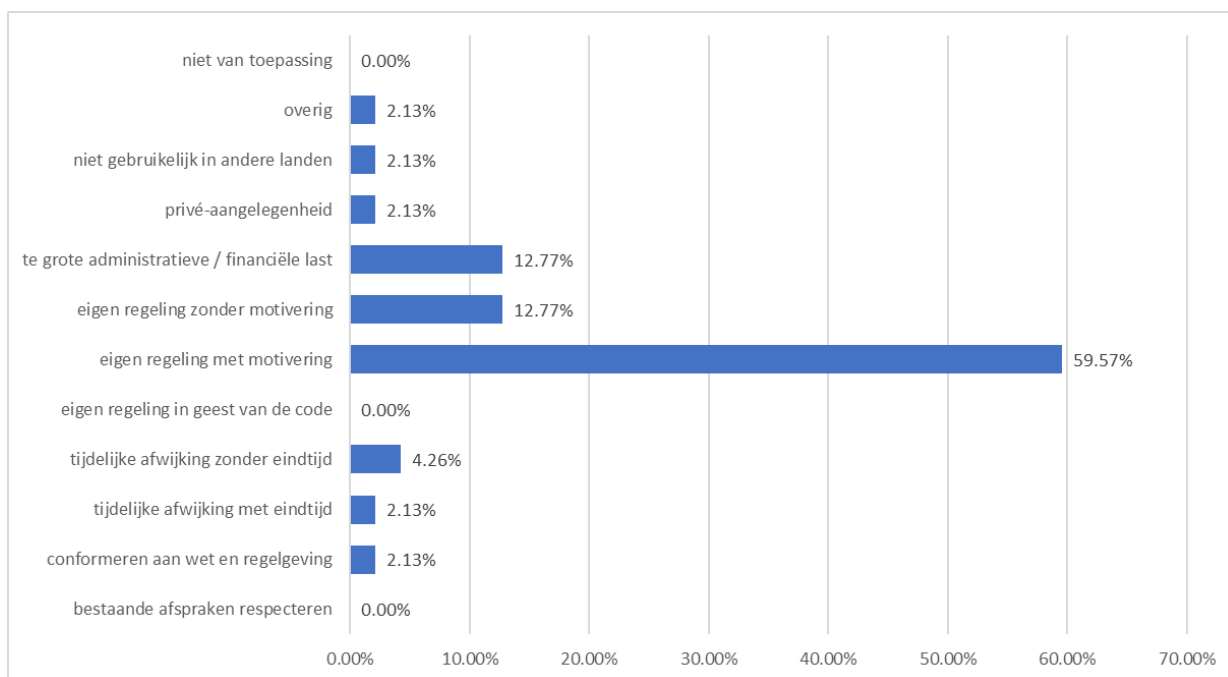
Een belangrijke conclusie uit deze resultaten is dat het kwaliteitsniveau van de uitleg in deze steekproef aanzienlijk is verbeterd ten opzichte van 2022. Inderdaad, het aantal 'geen uitleg'-vragen van deze bedrijven is nu nul en alle 'uitleg' die door deze bedrijven worden geleverd zijn van een betogende of evaluatieve aard. Deze inspanning is een belangrijke stap richting beter corporate governance; het

geeft ons een beter overzicht van de omgeving van beursgenoteerde bedrijven en van de aandachtspunten die enkele moeilijkheden met zich meebrengen. Deze bedrijven tonen bereidheid om voorbeelden te zijn van goed corporate governance en pleiten voor meer naleving en transparantie.

Kwalitatieve analyse van de “Nieuwe Vennootschappen” in de steekproef

De grafiek (zie Figuur 2.2) hieronder geeft de **procentuele frequentieverdeling** weer **van de 9 categorieën**. Net zoals voor wat betreft de voorgaande vennootschappen die werden geanalyseerd in het kader van de naleving van de Code 2020 stellen we vast **dat één type van uitleg het vaakst voorkomt, namelijk een eigen regeling mét motivering**. Bovendien wordt vaak ook betoogd dat de vennootschap niet in staat is de administratieve of financiële last die de bepaling oplegt te dragen. Andere soorten verklaringen zijn daarentegen minder vaak voorkomend, zoals het feit dat de bepaling betrekking heeft op een domein dat tot het privéleven van de bestuurders/leden van het uitvoerend management behoort, of dat de vennootschap bestaande overeenkomsten wil respecteren, of dat het gaat om een tijdelijke uitzondering met vermelding van de vervaldatum.

Figuur 2.2: Motivatie uitleg – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef 2024



Tabel 2.9: Motivatie uitleg – Overzicht resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef 2024

	Totaal
Bestaande afspraken respecteren	0.00%
Conformereren aan wet en regelgeving	2.13%
Tijdelijke afwijking met eindtijd	2.13%
Tijdelijke afwijking zonder eindtijd	4.26%

Eigen regeling in geest van de code	0.00%
Eigen regeling met motivering	59.57%
Eigen regeling zonder motivering	12.77%
Te grote administratieve / financiële last	12.77%
Privé-aangelegenheid	2.13%
Niet gebruikelijk in andere landen/sectoren	2.13%
Andere	2.13%
Zonder voorwerp	0.00%

Argumentatieve kwaliteit van de uitleg

We verwijzen naar de methodologie die werd toegelicht op pagina 30.

De resultaten van de nieuwe bedrijven die een beurskapitalisatie van 50 miljoen bereikten, zijn als volgt:

- Er is geen explain die in feite geen enkele (beschrijvende) informatie bevat (zie Tabel 2.10).
- Alle explains (100%) bevatten echter ten minste specifieke informatie over de vennootschap en kunnen dus als informatief beschouwd worden.
- **46,8% van de explains** kan daarenboven **als argumentatief beschouwd worden**. Dit wil zeggen dat de vennootschap uitlegt waarom zij heeft besloten om een bepaling van de Code 2020 niet toe te passen. Hieruit kunnen we eveneens afleiden dat 53,2% van de gegeven uitleg wel informatief was maar niet argumentatief. De vennootschap geeft dus wel feiten en gegevens over de vennootschap maar argumenteert niet.
- **38,3% is van het hoogste niveau: evaluatief**. Dit wil zeggen dat de vennootschap uitlegt waarom zij vindt dat het gevolgde beleid beschouwd kan worden als 'good governance' of in lijn ligt met de geest van de Code 2020. Hieruit volgt ook dat 8,5% van de 'explains' uitleggen waarom ze afwijken van een bepaling maar niet aangeven hoe hun eigen regeling of alternatieve aanpak ervoor kan zorgen dat ze de door de Code 2020 geformuleerde doelstelling realiseren.

Tabel 2.10: Kwaliteitsniveau van de 'explains' – Resultaten van de Nieuwe vennootschappen in de steekproef 2024

Kwaliteitsniveau	Beschrijving	Aantal (N=47)
3 points	Informatief + Argumentatief + Evaluatief	18 (38,3%)
2 points	Informatief + Argumentatief	22 (46,8%)
1 point	Informatief	47 (100%)

BIJLAGE A

Lijst vennootschappen 2024

Studieobject van dit huidig onderzoek zijn de Belgische genoteerde vennootschappen. Het betreft de vennootschappen die op 31 december 2024 deel uitmaakten van Euronext Brussel. De vennootschappen werden onderverdeeld in de verschillende beursindices (BEL 20, BEL Mid, BEL Small) volgens het noteringsoverzicht van Euronext Brussels op 31 december 2024. Uit deze classificatie werden enkel de Belgische vennootschappen weerhouden²⁷. Dit betekent dat de vennootschappen waarvan de effecten zijn uitgegeven in het buitenland (vb. Argenx), niet betrokken werden bij dit onderzoek.

Voor de analyse van de formele naleving van de Belgische Governance Code (hoofdstukken 1 en 2) heeft de studie zich aan de ene kant geconcentreerd op de ondernemingen die deel uitmaken van de indexen BEL20, BEL Mid en BEL Small die bij de monitoring studie van 2022 niet volledig aan de Code voldeden en aan de andere kant nieuwe genoteerde vennootschappen die een beurskapitalisatie van ten minste € 50 miljoen hebben bereikt.

²⁷ Met uitzondering van de Nationale Bank van België gezien haar apart bestuurlijk kader.

BIJLAGE B

Methodologie Hoofdstuk 1

Toelichting bij het onderzoek en de steekproef

Het onderzoek heeft tot doel de formele naleving na te gaan van de Belgische Corporate Governance Code (Code 2020). Een gelijkaardige studie werd reeds door GUBERNA, in samenwerking met het VBO, uitgevoerd over de boekjaren 2005, 2008, 2011, 2013, 2015, 2020 en 2022. Het huidige onderzoek voorziet als dusdanig in een update en neemt de drie belangrijkste indices onder de loep (BEL 20, BEL Mid, BEL Small).

Deze studie betreft een update en onderzoekt een verkleinde steekproef van bepaalde vennootschappen van de belangrijkste indexen (BEL 20, BEL Mid, BEL Small) aan de ene kant en genoteerde vennootschappen die geen deel uitmaken van deze indexen met een beurskapitalisatie van minstens 50 miljoen euro aan de Andere kant.

We wensen hier te beklemtonen dat het onderzoek betrekking heeft op de naleving van de Code 2020, gepubliceerd op 9 mei 2019. Dit is de derde studie over deze nieuwe versie van de Code.

De Code 2020 vereist transparantie via openbaarmaking van informatie in twee verschillende documenten; het Corporate Governance Charter, dat terug te vinden is op de website van de vennootschap, en de Corporate Governance Verklaring in het jaarverslag, die ook volgens de wettelijke regels dient opgemaakt te worden. Ten behoeve van deze studie werden ook de oproepingen en notulen van de jaarlijkse algemene vergaderingen van de betrokken vennootschappen geanalyseerd.

De gegevens voor dit onderzoek werden uit de laatst beschikbare jaarverslagen van de ondernemingen gehaald; jaarverslag gepubliceerd in 2025 betreffende het boekjaar 2024. Wat betreft de samenstelling van de raad, werd de situatie genomen op datum van 31 december 2024.

De methodologie van de huidige studie is aangepast aan de specifieke kenmerken van de Code 2020, maar blijft analoog aan die van eerdere studies.

Methodologie

Interpretatie van de naleving van het ‘pas toe of leg uit’-principe

In lijn met de basisfilosofie van flexibiliteit die de Code 2020 vooropstelt, worden de vennootschappen verondersteld de bepalingen van de Code 2020 toe te passen, of uit te leggen waarom zij, in het licht van hun eigen specifieke situatie, dit niet doen. Zoals reeds vaker gesteld, houdt deze laatste optie geen inbreuk in tegenover de principes van de Code 2020, maar dient de vennootschap wel de redenen voor het afwijken van de Code aan te geven.

Bij de uitvoering van deze studie is een soortgelijke methodologie gebruikt als bij eerdere studies. Een vennootschap wordt geacht de Code 2020 na te leven indien zij gebruik maakt van het ‘pas toe of leg uit’-principe. Dit houdt in dat, indien een vennootschap nalaat om uit te leggen waarom zij een bepaling niet toepast, er wordt geconcludeerd dat de vennootschap de Code 2020 op dit punt niet naleeft.

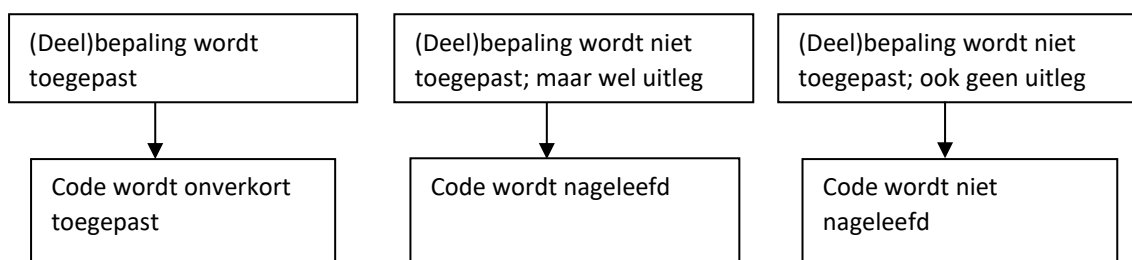
Dit ‘pas toe of leg uit’-principe is verankerd in de Belgische wetgeving. De Europese richtlijn 2006/46/EG, omgezet door de wet van 6 april 2010 stelt in haar artikel 46bis dat de vennootschappen in hun Corporate Governance Verklaring moeten verwijzen naar de corporate governance code die zij toepassen. Bovendien zijn de vennootschappen verplicht te vermelden van welke delen van de corporate governance Code zij afwijken en om welke redenen zij daartoe hebben besloten.

De studie onderzoekt de naleving van de ‘formele’ vereisten van de Code 2020, maar enkel deze die publiek kunnen worden nagegaan. Wat we in dit onderzoek willen weergeven is een overzicht van deze formele naleving van de Code 2020 bij de vennootschappen.

Rekening houdend met de interpretatie van het ‘pas toe of leg uit’-principe zullen we in dit rapport de nodige nuancering leggen tussen:

- ⇒ vennootschappen die onverkort een bepaling toepassen;
- ⇒ vennootschappen die uitleggen waarom zij een bepaling niet toepassen; en
- ⇒ vennootschappen die noch toepassen, noch uitleggen waarom zij een bepaling niet toepassen.

De opbouw van het onderzoek naar de ‘pas toe of leg uit’ clauseule ziet er daarom als volgt uit:



Deconstructie van de Codebepalingen

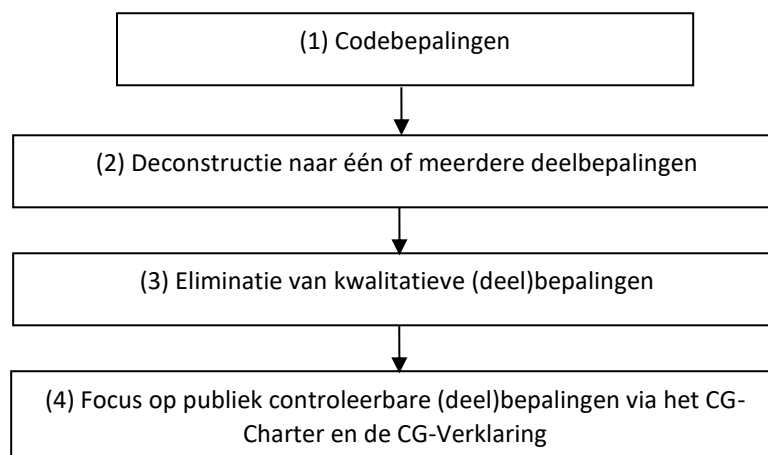
Teneinde de toepassing van het 'pas toe of leg uit'-principe te kunnen nagaan, was het in de eerste plaats noodzakelijk om de meeste codebepalingen op te splitsen in diverse deelbepalingen, die elk afzonderlijk te controleren zijn. Sommige codebepalingen hebben namelijk betrekking op verschillende elementen of op meerdere aspecten van eenzelfde element, waardoor de mogelijkheid bestaat om een codebepaling slechts gedeeltelijk na te leven. Om dit effect te neutraliseren, werden de betrokken codebepalingen opgesplitst in afzonderlijke deelbepalingen.

Eliminatie van de kwalitatieve (deel)bepalingen en richtlijnen

Veel van de bepalingen van de Code 2020 lijken op richtsnoeren of algemene beginselen die zich, door hun kwalitatieve of subjectieve aard, niet gemakkelijk lenen voor externe evaluatie (bv. bepaling 3.6. "Alle bestuurders houden de hoogste standaarden van integriteit en eerlijkheid aan"). Deze bepalingen zijn niet opgenomen in het monitoringsonderzoek.

Focus op de publiek controleerbare (deel)bepalingen

Het analysegebied van dit externe monitoringonderzoek is gericht op de publiek beschikbare informatie (jaarverslag, corporate governance charter, website, documenten van de algemene vergadering). Deze publiek controleerbare (deel)bepalingen worden nagegaan aan de hand van de informatie in het CG-Charter, de CG-Verklaring en de documenten van de algemene vergadering (bijeenroeping en notulen). Van de 123 bepalingen in de Code 2020 zijn 60 deelbepalingen geselecteerd.



BIJLAGE C

Methodologie Hoofdstuk 2

Toelichting bij het onderzoek en de steekproef

De ‘explains’ worden zowel op een kwantitatieve (hoeveel ‘explains’ worden er gegeven en welke bepalingen geven het meest aanleiding tot het geven van ‘explains’) als op een kwalitatieve wijze (welke motivering wordt er gegeven en wat is de kwaliteit van de gegeven uitleg) geanalyseerd. Wat betreft de kwalitatieve analyse hebben we ons gesteund op een onderzoeksmethodologie die in Nederland gehanteerd wordt²⁸. Het is immers gebleken dat zowel een toetsing aan de aanbeveling van de Europese Commissie, als aan de aanbeveling van de Commissie Corporate Governance niet opportuun is aangezien deze aanbevelingen een aantal kwalitatieve aspecten bevatten die niet op basis van publiek beschikbare informatie kunnen gemeten worden.

De letterlijke teksten van de ‘explains’ zijn verzameld op basis van de jaarverslagen van de ondernemingen en zijn door twee onafhankelijk van elkaar werkende codeurs gecodeerd. De verschillen in codering zijn met elkaar vergeleken, waarna een eenduidige beslissing werd genomen over de codering van de uitleg waarover de antwoorden van de codeurs niet overeenstemden.

Argumentatieve kwaliteit van de uitleg

1. De uitleg is informatief

De uitleg is informatief – dat wil zeggen dat de uitleg informatie bevat die specifiek op de vennootschap betrekking heeft, zoals bedrijfsgegevens, persoonskenmerken, beschrijvingen van bestaande regelingen, aanduidingen omtrent de cultuur en de waarden van de vennootschap of bijzondere omstandigheden waarmee de vennootschap te maken heeft. Het gaat er in dit criterium vooral om dat de vennootschap de uitleg voorziet van feitelijke informatie die speciaal op haar betrekking heeft.

Voorbeeld: "Op advies van het remuneratiecomité heeft de raad van bestuur besloten de niet-uitvoerende bestuurders niet gedeeltelijk te vergoeden in de vorm van aandelen van de vennootschap. De vennootschap wijkt derhalve af van bepaling 7.6 van de Code 2020".

²⁸ Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het Boekjaar 2013, Nyenrode Business Universiteit, december 2014 (pp. 25-38).

2. De uitleg is argumentatief

De uitleg is argumentatief – dat wil zeggen dat de uitleg een conclusie bevat die volgt uit een opgegeven reden (trefwoorden: “want”, “omdat”, “immers”). Een argument kan worden gedefinieerd als een constellatie van proposities ter rechtvaardiging van een standpunt. Alleen het formeel logische vereiste van redenevendheid wordt hier getoetst. De inhoudelijke plausibiliteit van de logische redenering wordt hier niet beoordeeld. In het dagelijks taalgebruik worden algemene premissen bovendien vaak verzwegen, maar worden wel impliciet verondersteld. Zulke algemene 'slordigheden van het dagelijkse redeneren' staan hier ook niet ter beoordeling.

Voorbeeld: "Op advies van het remuneratiecomité heeft de raad van bestuur besloten de niet-uitvoerende bestuurders niet gedeeltelijk te vergoeden in de vorm van aandelen van de vennootschap. De vennootschap wijkt derhalve af van bepaling 7.6 van de Code 2020. De reden hiervoor is dat de onderneming geen eigen aandelen bezit en derhalve niet in staat is deze toe te kennen aan niet-uitvoerende bestuurders".

3. De uitleg is evaluatief

De uitleg is evaluatief – dat wil zeggen dat de uitleg duidelijk maakt op welke wijze de vennootschap, ondanks de niet-toepassing van een bepaalde Code, toch denkt bij te dragen aan 'good governance' op het betreffende punt. De UK Corporate Governance Code van 2009 stelt wat dit betreft dat de uitleg de vraag moet beantwoorden "if good governance can be achieved by other means". De uitleg dient op dit niveau te beschrijven hoe de vennootschap toch denkt te handelen in de geest van de Code.

Voorbeeld: "Op advies van het remuneratiecomité heeft de raad van bestuur besloten de niet-uitvoerende bestuurders niet gedeeltelijk te vergoeden in de vorm van aandelen van de vennootschap. De vennootschap wijkt derhalve af van bepaling 7.6 van de Code 2020. De reden voor deze keuze is dat de onderneming geen eigen aandelen bezit en dus geen aandelen kan toekennen aan niet-uitvoerende bestuurders. Niettemin heeft de raad van bestuur de niet-uitvoerende bestuurders uitgenodigd om vanaf 2021 een aantal aandelen van de vennootschap te verwerven dat het bruto-equivalent vertegenwoordigt van één jaar tantièmes. De onderneming is van mening dat de invoering van deze vrijwillige aandelenkoopregeling voldoet aan de doelstelling van de Code 2020 om de financiële belangen van niet-uitvoerende bestuurders af te stemmen op die van de aandeelhouders in een langetermijnperspectief".

Voor meer informatie kan u terecht bij de onderstaande personen:

GUBERNA
Eloy Quiles
Havenlaan 86c, bus 318
1000 Brussel
Tel. +32 474 91 82 03
e-mail: eloy.quiles@guberna.be

VBO FEB
Elke Van Overwaele
Ravensteinstraat 4
1000 Brussel
Tél. +32 2 515 08 81
e-mail: evo@vbo-feb.be