

Het belang van variabele verloning bij executives

Naar aanleiding van de wet 6 april 2010

Emma De Koster

Onder wetenschappelijke begeleiding van Prof. Dr. Cynthia Van Hulle en Mevr. Veerle Colaert

1. INLEIDING

SITUERING - Op 6 april 2010 heeft de Belgische wetgever variabele verloningen en vertrekvergoedingen toegekend door beursgenoteerde bedrijven aan hun *executives* aan banden gelegd. Bovenop een verregerende transparantie over de lonen van *executives*, legt ze regels op voor het toekennen van bonussen en *equity compensation*. Deze wet, de Wet¹, staat centraal in deze paper.

De totstandkoming, inhoud en draagwijdte van de Wet kan men enkel duiden indien gesitueerd binnen de sterk evoluerende maatschappelijke context van het eerste decennium van het nieuwe millennium. In deze context lijken volgende maatschappelijke ontwikkelingen relevant: de globalisering van de markten zorgde voor het overzwemmen van de *corporate governance*-beginselen van de VSA naar Europa; naar aanleiding van enkele mediatieke zakelijke schandalen (Enron, Arthur-Andersen) en de kater van de telecombubbel verschoof de aandacht van de zakelijke ethiek naar duurzaamheid, transparantie en respect voor *stakeholders*. De toenemende duurzaamheidsgedachte in het zakelijk verkeer (*profit, people, planet*) is recht evenredig verbonden met het schaarstebesef.

De financieel-economische crisis die uitbarstte in de herfst van 2008 fungeerde kennelijk als katalysator voor de regulering van al deze maatschappelijke stromen. Het gepercipieerd onethisch gedrag van te hoog betaalde executives in volle crisistijd raakt een gevoelige publieke snaar, een snaar die maar al te graag door de media en politici wordt bespeeld, zelfs via dwingende regelgeving.

¹ Wet van 6 april 2010 tot de 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, *BS* 23 april 2010, 22709-22719.

STAND VAN ZAKEN - De Wet kadert in een relatief recente evolutie naar een beter “deugdelijk bestuur”. Ze legt een aantal transparantieplichtingen op en daarenboven ook een aantal beperkingen op het toekennen van variabele verloning: ze moet gelinkt zijn aan prestatiecriteria, aandelen moeten 3 jaar ‘wachten’ vooraleer ze verkocht mogen worden, aandelenopties kunnen pas 3 jaar na toekenning worden uitgeoefend, indien prestatiecriteria niet worden bereikt, mag een bonus niet worden uitgekeerd, en als een bonus procentueel een groot deel uitmaakt van de verloning dan mag ze pas na enkele jaren worden uitgekeerd, niet zomaar in een keer. Deze concrete verplichtingen gelden ten aanzien van executives in beursgenoteerde bedrijven. Voor niet-beursgenoteerde bedrijven geldt enkel de Code Buysse die verder niet wordt besproken in deze paper.

De financiële sector verdient een specifieke vermelding. Hoewel de diepe crisis in deze sector de concrete aanleiding vormt voor de stofwolk, wordt de regulering van verloning in de financiële wereld niet besproken wegens (i) te sectorspecifieke regels, (ii) een veel diepgaandere Europese (en zelfs globale) dimensie² en (iii) het nog sterk evolutieve karakter ervan³.

Verscheidene artikels in de rechtsleer beschrijven de maatregelen uit de wet van 6 april 2010. Hierin stellen de auteurs een aantal zeer concrete pijnpunten van de Wet vast. Zo heerst er alleen al over de invulling van het centrale begrip ‘variabele verloning’ onenigheid. Dat er een vervolg of verbetering van de Wet zal komen, daar zijn de meeste auteurs het over eens. Maar waar weinigen zich vragen bij stellen is of deze materie überhaupt door een wet moet worden geregeld, en waarom de voorgaande soft law dus niet meer voldoende bleek.

PROBLEEMSTELLING (1) DE CODE – De geschiedenis die de wet voorafgaat, bestaat uit aanbevelingen vanuit Europa en een *soft law*-code voor beursgenoteerde bedrijven. Waarom bleek de Code⁴ niet voldoende voor de wetgever? Was de stap van *soft* naar *hard law* noodzakelijk en onvermijdelijk?

PROBLEEMSTELLING (2) NALEVING REGELGEVING – In hoeverre worden de Code en de Wet nageleefd? Deze vraag wordt aan de hand van een aantal

² De G20 Standards (2009), afgesproken tussen de G20 economieën n.a.v. de financiële crisis van 2008, beoogden een standaardisatie van prudentieel toezicht en structuurbescherming in de financiële sector op globale basis. Dit is later ingevuld door de zgn. Basel II- en Basel III-akkoorden. Op Europees vlak zijn hieruit de onderscheiden Capital Requirements Directives (CRD) voortgevloeid.

³ Bijvoorbeeld de verschuiving in 2013 van CRD III (van EU Richtlijn 2006/48 en 2006/49) naar CRD IV-pakketten (van Verordening 575/2013 inzake prudentiële vereisten voor kredietinstellingen, en Richtlijn EU/2013/36 inzake prudentieel toezicht op kredietinstellingen), van toepassing vanaf 1 januari 2014.

⁴ Belgische corporate governance code 2004 en 2009, zie http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/corporate_governance_code/definitieve_code/.

onderzoeken benaderd en schetst de evolutie van naleving tussen 2009 en 2011.

PROBLEEMSTELLING (3) UITZONDERINGEN – Een aantal afwijkmingsmechanismen in de Wet nuanceren de nalevingspercentages. Hoe afdwingbaar is de *hard law* wanneer in bepaalde situaties kan worden afgeweken dankzij de toestemming van de algemene vergadering? Holt deze mogelijkheid de Wet uit? Of zal door de beslissingsmogelijkheid van de algemene vergadering zeker een grondige reden ter afwijking bestaan? Wordt deze mogelijkheid veel gebruikt door bedrijven?

PROBLEEMSTELLING (4) WAAROM DE WET? – Een aantal relatief eenvoudige vaststellingen, waarbij we de banksector buiten beschouwing laten, geven een kader aan de ruimere vraag naar het waarom en dus de bestaansredenen van de Wet.

Ten eerste is België een KMO-land met een economie die zich grotendeels naast de beurs afspeelt. Een wet die alleen van toepassing is op beursgenoteerde bedrijven, raakt dus niet het hart van de Belgische ondernemingen. Welke impact zal de Wet dan kunnen hebben? Ten tweede is de Belgische beurs er een met grote referentieaandeelhouders en een lage free float vergeleken met de Angelsaksische landen. Hierdoor liggen de machtsverhoudingen binnen ondernemingen in België anders dan in het Angelsaksische beurslandschap. Niet “de” aandeelhouders in een versnipperde aandeelhoudersstructuur hebben eventueel nood aan bescherming, wel de minderheidsaandeelhouder die tegenover de referentieaandeelhouder niet veel kan inbrengen. Maar is het alleen deze belanghebbende die moet beschermd worden? Zijn het ook andere stakeholders zoals de werknemers, leveranciers en consumenten die bescherming verdienen? En vormt dit een ‘algemeen belang’ dat voldoende reden is voor de wetgever om tussen te komen in een private rechtsverhouding? Door het variabel loon verplicht te linken aan prestatiecriteria beoogt de wetgever een voorafgaandelijke incentivering. Ook met een spreiding van variabele remuneratie wilt de wetgever executives de juiste lange termijn-incentives geven. Beide maatregelen zijn in het langetermijnbelang van de bedrijven, dus waarom acht de wetgever deze dan niet in staat om zelf de beste beslissingen te nemen over hun remuneratiebeleid? Ten derde bestaat er een weliswaar opkomende, maar onmiskenbare tendens om de beurs te verlaten wegens de overregulering van beursgenoteerde bedrijven. Wanneer de gekende voordelen zoals toegang tot kapitaalmarkten, kredietwaardigheid, naambekendheid en de bescherming van aandeelhouders/beleggers niet meer opwegen tegen de nadelen van verregaande, tijdrovende transparantie en andere regulering, kiezen bedrijven voor een delisting. Niet alleen de allerkleinste beursbedrijven, maar ook enkele

grote spelers verlaten hierdoor de beurs.⁵ Wederom is de vraag hier op zijn plaats welke impact de Wet in de toekomst dan nog zal hebben als zij haar eigen toepassingsgebied mogelijk doet inkrimpen? Ten slotte plaatst een rechtsvergelijkende noot de Wet nogmaals in perspectief. Vergeleken met het buitenland zijn er in België geen echte topsalarissen⁶: CEO's van Duitsland en het VK steken hun Belgische tegenhangers met veelvoudigen aan remuneratie voorbij. Het relatief lage aandeel aan variabele remuneratie dat in België wordt toegekend is hier de grootste oorzaak van. Waarover maakt de Belgische wetgever zich dan zorgen? De vier voorgaande vaststellingen doen volgende fundamentele vraag rijzen: waarom heeft de Belgische wetgever de transparantie en toekenning van (variabele) remuneratie door beursgenoteerde bedrijven dwingend willen reguleren? Het tussenkomen in een private rechtsverhouding kan enkel gebeuren indien er hier een (belangrijk) te beschermen maatschappelijk belang tegenover staat. De Raad van State haalt in een advies⁷, als antwoord hierop, het herstel van het beleggersvertrouwen aan als juridische grondslag van de maatschappij. Maar weegt dit "noodzakelijke" herstel op tegen de impact op private rechtsverhoudingen? Door het bestuderen van de regelgevende evolutie naar de Wet, van de wetsinhoud m.b.t. remuneratie en de Belgische praktijk, tracht deze paper een kritisch blik te werpen op deze afweging.

BEPERKINGEN - Deze paper heeft niet het onmogelijke opzet om alle voornoemde vragen exhaustief te beantwoorden. De onderwerpen waarover deze paper niet zal handelen zijn:

- (a) *ratione personae*: (i) niet-beursgenoteerde bedrijven, (ii) beursgenoteerde bedrijven met meer dan één listing⁸, (iii) non-executives, (iv) de financiële sector;
- (b) *ratione materiae*: (i) vertrek- en aanwervingsvergoedingen, (ii) pensioen-, verzekeringsbijdragen of (iii) andere voordelen toegekend als tegenprestatie voor geleverde diensten;
- (c) het procesmatige kader van de loonvorming voor executives zal enkel kort gesitueerd worden; en
- (d) de overige invalshoeken vanuit juridisch perspectief, zoals de fiscale impact of sociaalrechtelijke beperkingen zullen indien nuttig zijdelings ter sprake komen.

INHOUD - Het is wel met alle vorige vragen in het achterhoofd dat de groei aan regelgeving over variabele verloning zal bestudeerd worden. Het

⁵ Zoals Moortgat, Omega Pharma en anderen.

⁶ In een onderzoek van X. BAETEN worden de lonen van Europese CEO's (VK, Duitsland, Nederland en Frankrijk) met deze van Belgische CEO's van in totaal 372 verschillende grote Europese bedrijven vergeleken.

⁷ Advies RvS Doc 31 2336/001, 79 en Doc 52 2336/001, 62.

⁸ Zoals AB InBev, Dexia, Arseus, Delta Lloyd, Galapagos, Cardio3.

kernonderwerp is het economische belang van variabele verloning van executives in beursgenoteerde bedrijven in België, en de regelgeving die hierover in parallelle evolutie is uitgegroeid van soft naar hard law. Naast de definities en afbakening (hoofdstuk I), zullen het loonvormingsproces en de geschiedenis van de regelgeving (hoofdstuk II) een verder denkkader vormen om voorgaande vragen trachten te beantwoorden. De wettelijke verplichtingen over variabele remuneratie samen met de praktijkbevindingen (hoofdstuk III en IV) verscherpen de vragen en bijhorende antwoorden.

2. REMUNERATIE EN CORPORATIE

Afdeling I schetst beknopt de oorsprong van zowel het corporate governance-gegeven als het (daarmee verweven) agency-probleem. Vervolgens worden in afdeling II de belangrijkste begrippen voor deze paper kort gedefinieerd. In afdeling III wordt ten slotte gepoogd om op een andere manier naar de soorten variabele verloning te kijken en via een aantal parameters also deze verloning te categoriseren.

2.1. ACHTERGROND EN SITUERING

CORPORATE GOVERNANCE – Voor het begrip ‘*corporate governance*’, vertaald als deugdelijk bestuur, bestaat geen eenduidige definitie. In de literatuur worden verschillende definities gehanteerd: “*het beheersen van conflicten tussen personen en tussen organen, het afwegen van belangen op een geheel eigen wijze*”⁹; “*het systeem via hetwelk de vennootschappen worden geleid en gecontroleerd, (...) de werking en de interne controle van een bedrijf, maar ook het verband met de verschillende belanghebbende partijen binnen alle domeinen van de activiteit van de vennootschap*”¹⁰; “*een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd, (...) het juiste evenwicht vinden tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds*”¹¹; “*corporate governance refers to the organisation of the relationship between owners and managers of a corporation*”¹². De kerngedachte is steeds het zoeken naar het juiste evenwicht tussen de

⁹ K. GEENS, “Over corporate governance en dualistische bestuurssystemen” in X., *Liber Amicorum Roger Blanpain*, Brugge, Die Keure, 1998, 716.

¹⁰ Zie FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie op http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Maatschappelijk_verantwoord_ondernemen/Corporate_governance/#.Ugydp234sXo.

¹¹ Belgische Corporate Governance Code 2009, p.7.

¹² H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance in a European perspective” in K. GEENS en K. HOPT, *The European company law action plan revisited*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (79) 79.

verschillende belangen en de juiste balans tussen bestuur en controle waarbij verantwoording en transparantie een belangrijke rol moeten spelen.¹³ Deze paper kadert binnen het ruime *corporate governance*-debat maar belicht slechts één specifieke dimensie hiervan, namelijk de remuneratie van *executives*. Daarnaast bestaan er ook een aantal bepalingen m.b.t. remuneratie los van de discussie omtrent deugdelijk bestuur (denk o.m. aan fiscale regelgeving), die echter niet nader besproken worden.

OORSPRONG *CORPORATE GOVERNANCE* – De oorsprong van het concept *corporate governance* vloeit voort uit de scheiding van eigendom en controle van ondernemingen, beter bekend als het *agency*-probleem beschreven door BERLE en MEANS in 1932.¹⁴ Het *agency*-probleem tussen aandeelhouders en bestuurders (in de ruime zin van het woord) is het belangenconflict dat zich voordoet telkens wanneer bestuurders een ander belang (bijvoorbeeld hun persoonlijk belang) laten voorgaan op dat van de aandeelhouders.¹⁵ Dit mogelijk belangenconflict samen met een te grote vrijheid voor bestuurders laat (te veel) ruimte voor misbruik.¹⁶ Hieruit is aldus de vraag naar ‘deugdelijk bestuur’ gegroeid. Een variabele verloningspolitiek die een link legt met prestaties van de onderneming en zo de juiste *incentives* geeft aan bestuurders, kan een oplossing zijn om dit belangenconflict te kantonneren of de conflicterende belangen te aligneren en het bestuur te stimuleren om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren (aldus de *optimal contracting*-benadering¹⁷).¹⁸

VAN *CORPORATE GOVERNANCE* NAAR DEUGDELIJK BESTUUR - Deze problematiek, en bijhorende oplossingen, gaan terug tot de jaren '30 in de

¹³ Voor een bijkomende uiteenzetting over wat *corporate governance* inhoudt: G. KEUTGEN, C. DARVILLE-FINET, “Le ‘corporate governance’. Une perspective nouvelle pour les sociétés?”, *J.T.* 1998, 625 e.v.; H. LAGA, “Het Corporate Governance-model van de wetgever van 1873”, *Bank en Fin.* 1997, 459 – 460; K. LANNOO, “Corporate governance in Europees perspectief”, *Bank en Fin.* 1997, 474.

¹⁴ Zie Masterproef, Deel I, Inleiding; A. BERLE en G. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, MacMillan, 1932, 395 p.

¹⁵ De bevoegdheidsverdeling gekaderd binnen het *corporate governance*-debat, zie F. VINCKE, “La relation actionnariat et Conseil d’ Administration”, *Bank en Fin.* 1997, 435 – 444; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 17; L. VAN DEN BERGHE, “Het corporate governance-debat vanuit internationaal perspectief” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (13) 13.

¹⁶ K. GEENS, “Over corporate governance en dualistische bestuursystemen” in X., *Liber Amicorum Roger Blanpain*, Brugge, Die Keure, 1998, 717.

¹⁷ L. BEBCHUK en J. FRIED, “Executive Compensation as an Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 71 - 92.

¹⁸ De *managerial power*-benadering daarentegen, stelt dat (hoge) remuneratie net een gevolg is van het *agency*-probleem. Volgens deze benadering is het aanreiken van juiste stimulansen is niet altijd mogelijk en wordt remuneratiebepaling steevast beïnvloed door de managers zelf. Binnen Belgische vennootschappen en in het bijzonder de NV bevestigt de machtsverhouding tussen het uitvoerende management en de aandeelhouders de grote invloed van bestuurders en managers, zie *infra* Hoofdstuk II, Afdeling I. Loonvormingsproces en zie Masterproef, Deel I, Inleiding.

VSA, niet toevallig naar aanleiding van een crisissituatie. In het kielzog van een Amerikaanse heropflakking van de vraag naar betere *corporate governance* in de jaren '70¹⁹ en enkele Europese schandalen in de jaren '80 en '90 kreeg ook Europa belangstelling voor het idee “deugdelijk bestuur”. Als Angelsaksisch land bracht het VK, in de nasleep van haar eigen schandalen²⁰, de *Cadbury Code of Best Practice* uit als aanvulling op het Britse vennootschapsrecht.²¹ Het is dus vooral vanuit het buitenland en door de globalisering en de verbetering van de transparantie naar lokale en internationale aandeelhouders toe dat het *corporate governance*-concept samen met het ‘instrument’ variabele verloning haar intrede doet in België.²² De klassieke Angelsaksische scheiding tussen eigendom en controle doet zich niet voor in België, waar een geconcentreerd aandeelhouderschap veeleer de standaard is. Hierdoor heeft ook het *agency*-probleem een andere invulling: het belangenconflict speelt zich eerder af tussen de minderheids- en referentieaandeelhouder dan tussen de aandeelhouders en het management. Mede daarom kunnen de oplossingen binnen *corporate governance* vanuit de VSA en het VK niet zomaar getransponeerd worden naar de Belgische context ook al inspireren de auteurs van de eerste Belgische initiatieven zich op de Engelse *Cadbury Code* maar dan op een Belgische leest geschoeid.²³

2.2. BEGRIPPENKADER

EXECUTIVES²⁴ – Voor de verdere afbakening van deze paper is het belangrijk af te lijnen wat de term “*executive*” precies dekt, te meer daar de paper zich beperkt tot de bespreking van de regelgeving omtrent de (variabele) verloning van deze *executives*. De Wet heeft “*een zeer feitelijke en ruime nieuwe*

¹⁹ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 19 – 20; K. LANNOO, “Corporate governance in Europees perspectief”, *Bank en Fin.* 1997, 473 – 474.

²⁰ Schandalen van o.a. BCCI, Maxwell en Polly Peck; D. MEEUS, “Recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (33) 35.

²¹ Zie A. CADBURY, “The UK Code of Best Practice and Issues Common to other codes on Corporate Governance”, *Bank en Fin.* 1997, 479 - 484; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 20–21; E. WYMEERSCH, “De Belgische initiatieven inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (57) 57.

²² E. WYMEERSCH, “De Belgische initiatieven inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (57) 59.

²³ D. MEEUS, “Recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (33) 37.

²⁴ Doorheen deze paper worden volgende synoniemen gebruikt: het uitvoerend management, de uitvoerende managers. Per geval zal duidelijk moeten zijn of de CEO hierin begrepen is of niet. Telkens de CEO niet expliciet apart wordt vermeld, wordt deze verondersteld tot “de *executives*” te behoren.

*categorie van beslissingnemers geïntroduceerd*²⁵. Onder deze nieuwe notie vallen de uitvoerende bestuurders, de leden van het directiecomité, de personen belast met het dagelijks bestuur en “andere leiders” (deze laatste zijn in art. 96, §3, *in fine* W.Venn. gedefinieerd als “de leden van elk comité waar de algemene leiding van de vennootschap wordt besproken, en dat wordt georganiseerd buiten de regeling van art. 524bis W.Venn.”). Terecht merkt WYCKAERT op dat via deze open definitie het de bedoeling van de wetgever is geweest om alle “hybride beslissingnemers” onder het personele toepassingsgebied van de nieuwe regelgeving te laten vallen.²⁶ Vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief (en bij uitbreiding vanuit *corporate governance*-oogpunt) is het dus niet helemaal duidelijk noch vaststaand welke functies binnen een bedrijf vallen onder de noemer “andere leiders”.²⁷ Zulks heeft veel te maken met de diversiteit van organisatie- en beslissingsstructuren binnen Belgische vennootschappen.²⁸ Volledigheidshalve lijkt het ons nuttig hier te vermelden dat de Wet ook de term “hoofdvertegenwoordiger” van de *executives* introduceert doorgaans beter bekend, en zo ook in deze paper, onder de benaming CEO (*Chief Executive Officer*).²⁹

REMUNERATIEPAKKET - Het remuneratiepakket van *executives* is standaard opgebouwd uit een aantal componenten³⁰: (i) het vaste loon of basissalaris, (ii) de variabele remuneratie op korte en op lange termijn (inclusief aandelen gerelateerde verloning), (iii) “andere” remuneratie zoals pensioen- en verzekeringsbijdragen, een bedrijfswagen of nog andere voordelen in natura, en, (iv) aanwervings³¹- en vertrekvergoeding. Zoals in de inleiding vermeld, handelt deze tekst niet over de aanwervings- of vertrekvergoedingen, maar focust ze zich op de variabele remuneratie als onderdeel van het totale loon.

²⁵ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 33; Deze definitie is zeker niet gelijklopend met deze van ‘bedrijfsleider’ in fiscalibus (art. 32 WIB), noch van ‘leidinggevend personeel’ in de sociaalrechtelijke betekenis (art. 19 wet van 20 september 1948 op de ondernemingsraden).

²⁶ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 33.

²⁷ D. MEEUS en S. RUTTEN, “Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)”, *TRV* 2004, 269.

²⁸ Zie *infra* Hoofdstuk II, Afdeling I. Loonvormingsproces.

²⁹ Memorie van toelichting, p.12; Voor een zeer uitgebreide toelichting over de in de Wet gebruikte ‘personele’ begrippen en hun oorsprong in vroegere regelgeving, zie: H. DEWULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 15 – 20.

³⁰ X. BAETEN, “De vergoeding van managers” in L. VAN DEN BERGHE, en T. BAELDEN (eds.), *Vademecum van de bestuurder*, Mechelen, Kluwer, 2007, 229 – 231.

³¹ Met het betalen van een aanwervingsvergoeding wenst een bedrijf een topmanager te verwelkomen.

VARIABELE REMUNERATIE – Zoals hierboven vermeld bestaat het remuneratiepakket uit verschillende componenten. Maar wanneer maakt iets deel uit van de variabele remuneratie? Puur taalkundig is iets variabel wanneer het niet vast is. Zo zou alle verloning die niet behoort tot het vaste loon als variabele verloning kunnen aangemerkt worden. In de praktijk zien we echter een andere opdeling, waarbij vast en variabel loon nog worden onderscheiden van “andere” voordelen. Bij de bespreking van de Wet in hoofdstuk III, bespreekt de tweede afdeling uitgebreid de wettelijke invulling van het begrip ‘variabele remuneratie’. De Wet interpreteert dit begrip immers enger dan ‘dat wat geen vast loon en geen “ander” voordeel is’. In dit hoofdstuk wordt er echter van uitgegaan dat alles wat geen vast loon is en ook niet tot de “andere” voordelen in natura (zoals bijvoorbeeld pensioen- en verzekeringsbijdragen en een bedrijfswagen) behoort, variabele remuneratie is.³² De begrippen variabele remuneratie, variabele verloning of variabel loon worden in deze tekst als synoniemen gebruikt.

TANTIÈME - De oudste vorm van variabele remuneratie is de tantième. De tantième is de “toekenning van delen van de winst aan de bestuurders of zaakvoerders”, of m.a.w. een uitkering van een deel van de nettowinst van het afgelopen boekjaar.³³ Deze vorm van variabele verloning is dus volledig afhankelijk van het bereikte resultaat. De algemene vergadering heeft het beslissingsmonopolie over de toekenning van tantièmes bij de goedkeuring van de jaarrekening. Belangrijk is voor ogen te houden dat tantièmes enkel kunnen worden toegekend aan bestuurders, ongeacht of zij uitvoerende of niet-uitvoerende bestuurders zijn. *Executives* die geen bestuurders zijn komen aldus niet in aanmerking voor deze vorm van variabele verloning.³⁴

BONUS – De bonus, of klassiek ook wel *short-term incentive* genoemd, belooft de *executive* voor eerder korte termijn inspanningen zoals het bereiken van specifieke of eerder operationele doelstellingen.³⁵ Klassiek is de verwerving van de bonus gekoppeld aan en geconditioneerd door het behalen van doelstellingen (van kwantitatieve of kwalitatieve aard) binnen het lopende boekjaar. Deze soort variabele remuneratie wordt in de regel in cash aan de *executive* uitbetaald.

³² Ook winstbewijzen, die geen kapitaal vertegenwoordigen maar wel prestatieafhankelijk zijn, behoren tot de variabele remuneratie. Toch lijken zij in de praktijk minder aan de orde binnen het *corporate governance*-debat. Daarom worden winstbewijzen niet specifiek besproken. Zie voor een recente bespreking: D. ROELENS en S. STEEVENS, “Winstbewijzen praktisch bekeken”, *TRV* 2010, 283 – 303. En voor een arbeidsrechtelijke kijk op deze financiële participatie: J. DE WORTELAER, *Financiële participatie en loon*, Gent, Mys & Breesch, 1996, 132 - 177.

³³ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 595, 1102°.

³⁴ S. COOLS, “Variabele remuneratie: de rol van tantièmes uitgespeeld of onderschat?”, *TRV* 2012, 162.

³⁵ X. BAETEN, “De vergoeding van managers” in L. VAN DEN BERGHE EN T. BAELDEN, *Vademecum van de bestuurder*, Mechelen, Kluwer, 2007, (227) 230.

AANDELENGERELATEERDE VERLONING – In deze paper worden aandelen, aandelenopties en alle andere rechten om aandelen te verwerven geplaatst onder het begrip ‘aandelegerelateerde verloning’. In de praktijk worden aandelenopties en aandelen met restricties het meest gebruikt, maar ook *warrants* behoren tot deze categorie van variabele verloning. Het onderscheid tussen een aandelenoptie en een warrant ligt voornamelijk in de juridische aard van de toegekende rechten en de hieraan gekoppelde bescherming.³⁶ Terwijl een aandelenoptie een contractuele verbintenis uitmaakt om tegen vastgestelde prijs een (bestaand) aandeel te verkopen aan de optiehouder, betreft een warrant het recht om tegen de vastgestelde prijs in te schrijven op nieuw uit te geven aandelen. Uitgifte van aandelenopties vereist aan- of inkoop van aandelen door de optiegever. De uitgifte van warrants daarentegen vereist een kapitaalverhoging en de warranthouder is daarenboven vennootschapsrechtelijk beschermd.³⁷ De aandelegerelateerde verloning behoort tot de zogenaamde *long-term incentives*³⁸ en beoogt de belangen van de *executives* af te stemmen op die van de aandeelhouders.³⁹ In beursgenoteerde ondernemingen is deze verloning afhankelijk van de koers van het aandeel en spoort deze daarom de *executives* aan tot duurzame resultaten en waardecreatie.

2.3. PARAMETERS VAN VARIABELE VERLONING

De bedrijfspraktijk toont aan dat een ruime waaier van variabele vergoedingen of variabele remuneratie ingang heeft gevonden in België. In het algemeen wordt de keuze voor de een of andere toekenningsvorm bepaald door allerhande factoren, sommige eigen aan het bedrijf (aandeelhouderstructuur, beursgenoteerd of niet), sommige eigen aan het doelpubliek van de *incentive* (bijvoorbeeld tantièmes voor bestuurders, investeringsbereidheid voor aandelenopties of warrants), sommige aan regelgevende beperkingen of opportuniteiten (bijvoorbeeld loonmatiging voor cashbonussen, winst vereist voor tantièmes/ winstbewijzen / uitkeringen als winstparticipatie), of andere omgevingsfactoren (concurrentie binnen de sector, de internationale inbedding van het bedrijf en harmonisatie van bonusplannen).

In een poging om wat orde te scheppen of richting te geven aan de verscheidenheid van variabele verloning, zou men onderstaande parameters of

³⁶ F. 'T KINT en Y. DE CORDT, “La participation des travailleurs au capital: aspects de droit des sociétés”, in X., *La participation financière des travailleurs*, Département de droit économique UCL, Brussel, Bruylant, 1998, 149 - 187; P. MALHERBE, “Les plans d'options sur actions”, in X., *La participation financière des travailleurs*, Département de droit économique UCL, Brussel, Bruylant, 251 - 269.

³⁷ Zie artt. 496 – 502 W.Venn.

³⁸ Naast aandelen gerelateerde verloning behoort de lange termijn-cashbonus ook tot deze *long-term incentives*.

³⁹ X. BAETEN, “De vergoeding van managers” in L. VAN DEN BERGHE EN T. BAELDEN, *Vademecum van de bestuurder*, Mechelen, Kluwer, 2007, (227) 230.

criteria van onderscheid kunnen bedenken die toelaten om de meest gangbare vormen van variabele verloning te klasseren.

TIJDSHORIZON – De tijdshorizon kan een relevant onderscheidingscriterium zijn bij variabele verloning aangezien via de speling van tijd enkele pertinente doelstellingen van variabele (prestatiegebonden) verloning kunnen worden afgemeten.

Zo kan variabele verloning vrijwel onmiddellijk een prestatie belonen (zoals bijvoorbeeld de commissie of verkoopbonus bij verkoop van goederen of diensten), dan wel prestaties (individueel of collectief) afgemeten over één of meerdere boekjaren. Sommige vormen van variabele verloning dragen intrinsiek een tijds-element in zich, zoals aandelenopties of warrants aangezien de economische zin en waarde van dergelijke instrumenten ten dele bestaan uit de tijdsfactor⁴⁰. Ook regelgeving van juridisch-fiscale aard brengt de tijdsfactor in rekening bij de conceptie en behandeling van zekere vormen van variabele verloning⁴¹.

AARD VAN VERKREGEN RECHTEN - Vanuit juridisch oogpunt worden allerhande vormen van variabele verloning ingedeeld aan de hand van de rechten die de verkrijger verwerft bij zo'n toekenningen. Bij de bespreking van de verschillende vormen variabele verloning zou men volgende indeling m.b.t. de rechten die zij verlenen, kunnen maken⁴²: het recht op cash, het recht op winst, het recht op dividend (kapitaal), het recht op inspraak als aandeelhouder, met als *summa divisio* enkel vermogens- dan wel ook inspraakrechten.

Tot de variabele verloning die (louter) vermogensrechten genereert, behoort vooreerst uiteraard de cashbonus. Daarnaast geven ook de tantième en het winstbewijs recht op een deel van de winst en dus recht op 'vermogen'. Deze laatste vereisen bovendien een winstcreatie alvorens vermogensrechtelijk van enige waarde te zijn. Maar geen van deze verloning geeft enig inspraak- of beslissingsrecht binnen de onderneming, noch vertegenwoordigen zij een deel van het kapitaal.

De aandelengerelateerde verloning geeft de genietter ervan niet enkel vermogensrechten – in de vorm van dividenden en meerwaarde bij verkoop – maar ook stem- of inspraakrechten als aandeelhouder. De toekenning van deze vermogens- en inspraakrechten kan onmiddellijk gebeuren (de toekenning van

⁴⁰ Niet enkel de gangbare financiële formules ter waardebepaling van aandelenopties hanteren tijd als één van de relevante variabelen (Black & Scholes, Binomial-formula), ook de juridisch-fiscale wereld hanteert tijd als waardebepaler bij de fiscale waardering van opties (zie art. 42, Wet van 26 maart 1999).

⁴¹ P. DELAHAUT, "L'actionariat des salariés en Belgique", in X., *Het ondernemingsrecht*, 1988, 13 - 15.

⁴² A. HAELTERMAN, "Participatieschema's voor werknemer" in X., *Aandelen delen. De dividendkwestie*, Kalmthout Biblio, 1991, 31 - 42.

aandelen nu) dan wel op termijn en eventueel onder voorwaarden (bijvoorbeeld de toekenning van een aandelenoptie op termijn of de voorwaardelijke toekenning van aandelen).

BOEKHOUDKUNDIGE VERWERKING, KOST EN FISCALE BEHANDELING - Aansluitend bij het vorige punt maar eerder van economische aard, kan een ander mogelijk criterium van onderscheid van allerlei vormen van variabele verloning de kostdrager zijn. Wie de financiële, economische of boekhoudkundige kost draagt van het toegekende voordeel, speelt als keuzecriterium zeker een rol. Verbonden met deze vraag is deze naar de (para)fiscale behandeling van de betrokken verloningspost. Bij wijze van voorbeeld: een cashbonus toegekend aan executives komt als onderdeel van de personeelskost ten laste van de resultatenrekening en drukt de winst van de uitkerende onderneming; een tantième daarentegen uit of dividenden uit winstbewijzen of aandelen, zijn een vorm van winstaflectatie, komen niet ten laste van het resultaat maar worden gedragen door de aandeelhouders die een stuk van de winst aan de anderen zien toekomen.

LOONVORMINGSPROCES – Het loonvormingsproces is binnen de parameters vooral belangrijk wegens de machtsverhoudingen (zie *agency*-probleem) die zich voordoen binnen een vennootschap. Hier staat vooral het *selfdealing*-risico centraal: wordt een verloningscomponent zoals bijvoorbeeld de tantième enkel door de AV bepaald, dan is het risico op “zelfbedeling” *nihil*.⁴³ Het volgende hoofdstuk start met een afdeling over de machtsverhoudingen binnen de Belgische NV, en doorheen de verdere bespreking van de Wet wordt ook de machtsverschuiving tussen vennootschapsorganen als oplossing van het *agency*-conflict naar voren geschoven. De wetgever wilt dus via de parameter van het loonvormingsproces de verloningspolitiek in goede banen leiden.

3. REMUNERATIE IN HET VENNOOTSCHAPSRECHT

Afdeling I beschrijft het loonvormingsproces binnen de NV, en preciseert wie beslist over de toekenning van welke verloning aan welke *executive*. In afdeling II volgt de totstandkoming van de regelgeving m.b.t. remuneratie. Het idee van “deugdelijk bestuur” is slechts relatief recent in regelgeving gegoten op het Europese vasteland. Toch wordt een “oude” vorm van verloning ook al aan beperkende regels onderworpen, vóór er nog maar sprake was van *corporate governance*. De eerste regelgeving die zich wel toespitste op *corporate governance*, en dan voornamelijk op de bestuursstructuur van vennootschappen, kwam er in navolging van de regelgeving in de VSA en een aantal Europese schandalen eind jaren '90. Deze schandalen lagen ook aan de

⁴³ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning*, 2010/5, 324-325.

oorsprong van een aantal niet-dwingende Belgische initiatieven. Een tweede golf van regelgeving kwam vanuit de Europese Unie zelf als reactie op de *dotcom*-crisis begin van deze eeuw. Deze golf heeft een belangrijke impact gehad op de Belgische regelgeving m.b.t. (variabele) remuneratie. Uit de Europese aanbevelingen zijn immers de niet-dwingende Code(s) en later de Wet voortgekomen.

3.1. LOONVORMINGSPROCES BINNEN DE NV

ORGANEN: BEVOEGDHEIDSVERTDELING – Het kader van deze paper beperkt zich tot de Belgische naamloze vennootschap (“NV”). De raad van bestuur, het belangrijkste beleidsorgaan in de Belgische NV, heeft krachtens art. 522, §1 W.Venn. een residuaire bevoegdheid: alle bevoegdheden die niet uitdrukkelijk zijn toegewezen aan een ander orgaan behoren hem toe.⁴⁴ Daarnaast betekent de volheid van bevoegdheid van de raad van bestuur dat deze alle noodzakelijke handelingen kan stellen om het vennootschapsdoel te bereiken zolang deze binnen zijn residuaire bevoegdheid vallen. De algemene vergadering van aandeelhouders (“AV”) vormt het tegengewicht⁴⁵ met als voornaamste toegewezen bevoegdheden⁴⁶: de statutenwijziging, de benoeming en het ontslag van bestuurders, de kwijting, de goedkeuring van de jaarrekening (met desgevallend daarin begrepen de bezoldiging van de raad van bestuur) en de winstbestemming (waaronder mogelijks de uitkering van tantièmes). Bijkomend kan de AV beslissen de residuaire bevoegdheden van de raad van bestuur in te perken via de statuten. Ten slotte beschikt de AV over een ultiem sanctiemiddel – het aansprakelijk stellen of afzetten van bestuurders- indien zij het oneens is met een beslissing van de raad van bestuur.

MONISME VS DUALISME – In België gaat men traditioneel uit van een monistisch bestuursmodel waarbij *executives* en *non-executives* samen de belangrijkste beslissingen nemen binnen de raad van bestuur.⁴⁷ In een dualistisch model – de gangbare praktijk in Duitsland en Nederland – vormen de niet-uitvoerende bestuurders een afzonderlijk orgaan dat de *executives* (die instaan voor het dagelijks beleid) controleert in naam van de aandeelhouders en werknemers.⁴⁸ De Belgische *corporate governance*-wet 2002 bood

⁴⁴ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 289 e.v.

⁴⁵ M. ERNOTTE, “La répartition des pouvoirs entre le conseil d’administration et l’assemblée générale et les conflits d’interêts”, *J.D.S.C.* 2008, 141 – 144.

⁴⁶ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 289, 531°.

⁴⁷ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 125; K. GEENS, “Over corporate governance en dualistische bestuursystemen” in X., *Liber Amicorum Roger Blanpain*, Brugge, Die Keure, 1998, 726.

⁴⁸ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 125 en 126; K. BYTTEBIER, A.

vennootschappen voortaan de mogelijkheid om de structurering van het bestuur meer richting dualisme te organiseren zodat de bestuurs- en toezichtfunctie niet langer binnen één orgaan zouden samenvallen.⁴⁹ Binnen een monistische raad van bestuur kan men evenwel eenzelfde (degelijke) controle bewerkstelligen door een voldoende aantal onafhankelijke bestuurders te benoemen.⁵⁰ De Belgische vennootschappen hebben aldus de keuze tussen beide bestuursmodellen⁵¹, waarvan op het Europese vasteland tot op heden de voor- en nadelen nog steeds worden afgewogen binnen het *corporate governance*-debat.⁵²

REMUNERATIE BESTUURDER – Het is algemeen aanvaard dat het vastleggen van de bezoldiging van bestuurders tot de exclusieve bevoegdheid van de AV behoort⁵³, tenzij er een statutaire regeling is die hiervan afwijkt⁵⁴. Toch blijkt in de praktijk dat beslissingen over verloning steeds vaker door de raad van bestuur zelf worden aangestuurd⁵⁵: (1) de AV legt enkel het globale bedrag vast dat de raad van bestuur in zijn geheel zal ontvangen; de verdere verdeling gebeurt vervolgens door de raad van bestuur zelf⁵⁶; (2) de raad van bestuur kan autonoom beslissen over de verloning van een bestuurder met een bijzondere opdracht⁵⁷; (3) het remuneratiecomité adviseert over verloningsbeslissingen en (4) daarenboven kan het bestuursorgaan een verloning voorlopig toekennen,

FRANÇOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 43; K. GEENS, “Over corporate governance en dualistische bestuurssystemen” in X., *Liber Amicorum Roger Blanpain*, Brugge, Die Keure, 1998, 725.

⁴⁹ De formalisering van het directiecomité in de *Corporate Governance*-Wet 2002 vormt hier een startpunt van.

⁵⁰ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 127.

⁵¹ Zie over het relatief recente gebruik van het dualistische systeem in België: K. GEENS en M. WYCKAERT, “Het gebruik van het facultatief duaal systeem in Belgische beursgenoteerde vennootschappen: enkele facts en figures”, *TRV* 2010, 527 – 538.

⁵² K. BYTTEBIER, A. FRANÇOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 43; H. LAGA, “Bestuur: monistisch of duaal” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblio, 1999, 470.

⁵³ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 285, 522^o; B. TILLEMANS, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblio, 1996, 424; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk : de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen : waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 32; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning* 2010, 292.

⁵⁴ Om misbruiken te voorkomen wordt deze bezoldiging soms net statutair vastgelegd, zie B. TILLEMANS, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblio, 1996, 419.

⁵⁵ Een belangrijke uitzondering hierop vormt de verloning die per definitie door de AV wordt bepaald zoals de tantièmes die tot de winstbestemming horen. De toekenning van aandelengerelateerde verloning verloopt logischerwijs eveneens via de AV, hoewel de raad van bestuur ook binnen het toegestaan kapitaal deze verloning beperkt kan toestaan. Zie D. MEEUS en S. RUTTEN, “Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)”, *TRV* 2004, 288 – 290; S. COOLS, “Variabele remuneratie : de rol van tantièmes uitgespeeld of onderschat?”, *TRV* 2012, 164 – 165.

⁵⁶ B. TILLEMANS, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblio, 1996, 424.

⁵⁷ B. TILLEMANS, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblio, 1996, 426.

zolang de AV die maar naderhand ratificeert bij de goedkeuring van de jaarrekening.⁵⁸

REMUNERATIE *EXECUTIVES* – De verloning van *executives* kan door de AV via de statuten worden vastgelegd. In de praktijk is het evenwel gebruikelijker om deze verloning te laten bepalen door de raad van bestuur.⁵⁹ Het facultatief dualisme samen met de “*onduidelijke juridische afbakening tussen niet-uitvoerende bestuurders enerzijds en uitvoerende bestuurders en topkaderleden (samen de “executives”) anderzijds*”⁶⁰ zorgen voor een grote onzekerheid wat het juridisch statuut van *executives* betreft. Dit leidt er toe dat er geen duidelijke regels zijn over de bepaling van hun verloning. In combinatie met het agent-principaal belangenconflict is er een overwicht van en eventueel misbruik door de raad van bestuur mogelijk. Om hieraan tegemoet te komen, hebben de Europese en Belgische wetgever in specifieke regelgeving voorzien onder de noemer van deugdelijk bestuur m.b.t de verloning van *executives*. De totstandkoming van deze regelgeving wordt hierna besproken.

3.1. TOTSTANDKOMING REGELGEVING VERLONING

3.1.1. Corporate governance avant la lettre

INLEIDING - Vóór alle *corporate governance*-aanbevelingen of wetgeving vanuit Europa –m.a.w. voor 1995 – bestond er in België geen enkele beperking op variabele remuneratie in het kader van deugdelijk bestuur. De enige soort (variabele) verloning die toen reeds aan enige beperking was onderworpen, betrof tantièmes. De wettelijke bepalingen beperken zich op dat ogenblik tot enkel de regels binnen het W.Venn. inzake winstbestemming.

TANTIÈME: WAT – Zoals gedefinieerd is de tantième een winstuitkering aan een lid van de raad van bestuur van de NV. Deze winstuitkering impliceert een ‘verarming’ van het vennootschapsvermogen ten voordele van een bestuurder, maar zonder wijziging van het maatschappelijk kapitaal.⁶¹ De grondslag van deze vermogensverschuiving is gelegen in het recht op deelname in de winst in zijn hoedanigheid van bestuurder, zonder dat hiertegenover een vergoeding voor een specifieke prestatie staat. Wegens de bekommernis tot kapitaalbehoud is de ‘verarming’ van het vennootschapsvermogen aan

⁵⁸ S. COOLS, “Variabele remuneratie : de rol van tantièmes uitgespeeld of onderschat?”, *TRV* 2012, 164.

⁵⁹ B. TILLEMAN, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblio, 1996, 427.

⁶⁰ Uit M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van “leiders” van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning* 2010, 293; zie hierover ook M. WYCKAERT en K. GEENS, “200 jaar ervaring met het Belgische monistische model: wat te nemen, wat te laten?” in *Bestuur en toezicht*, Deventer, Kluwer, 2009, 65 – 91.

⁶¹ R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblio, 2003, 43, 33°.

bepaalde beperkingen onderworpen: uitkeringen mogen niet gebeuren ten laste van het kapitaal en/of de niet-uitkeerbare reserves.⁶²

WETTELIJKE BEPERKINGEN – Het toekennen van een tantième is onderworpen aan een aantal wettelijke beperkingen met het oog op het in stand houden van het kapitaal.⁶³ Alleen de “werkelijke winst” mag worden uitgekeerd, wanneer deze niet krachtens de wet of statuten moet worden gereserveerd.⁶⁴ Volgens art 617, eerste lid W.Venn.⁶⁵ mag geen uitkering gebeuren indien op de datum van de afsluiting van het laatste boekjaar het netto-actief⁶⁶, zoals dat blijkt uit de jaarrekening, is gedaald of ten gevolge van de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het gestorte of, indien dit hoger is, het opgevraagde kapitaal, vermeerderd met alle reserves die volgens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd.⁶⁷

TANTIÈME: HOE? – Hoewel nergens specifiek vermeld in de wet, wordt toch aangenomen dat de AV het bevoegde orgaan is voor de toekenning van tantièmes omdat dit een intrinsiek onderdeel is van de winstbestemming.⁶⁸ De facto wordt het – niet-bindend – voorstel tot winstverdeling door de raad van bestuur opgesteld en aan de AV voorgelegd ter goedkeuring. Keurt de AV het voorstel af, dan mag geen winstvaststelling noch –verdeling plaatsvinden en moet de winst worden overgedragen.

⁶² H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 600, 1110°.

⁶³ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 600, 1110°; B. TILLEMANS, *Bestuur van vennootschappen*, Kalmthout, Biblo, 1996, 420 e.v.

⁶⁴ R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 41, 30°.

⁶⁵ Pas in 1984 ingevoerd door de wetten van 5 december 1984, 15 juli 1985 en 13 april 1995. Inmiddels tantièmes naast beperkingen op winstuitkering ook vermeld in de onafhankelijkheidscriteria voor bestuurders (xxx art Sofie cools). Gebrek aan regulering gaf vroeger aanleiding tot misbruiken (Principes du droit commercial, I, Brussel, Bruylant, 1954, 389); V. COLAERT, “De letter versus de geest van de wet. Het toepassingsgebied van artikel 617 W.Venn.”, *TRV* 2007, (21) 22 – 29; R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 153, 209°.

⁶⁶ Het netto-actief is het totaalbedrag van de activa verminderd met de voorzieningen en de schulden (art. 617, tweede lid W.Venn.). Alleen de in de balans uitgedrukte rechten en verplichtingen tellen mee voor de berekening van het netto-actief: niet-uitgedrukte meerwaarden maken hier geen deel van uit; Zie voor uitgebreide uitleg: H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 601 - 602; R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 173 - 174.

⁶⁷ Over de vraag of ook uitgiftepremies, herwaarderingsmeerwaarden en kapitaalsubsidies in rekening moeten worden gebracht, zie R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 169-173.

⁶⁸ Art. 554 W.Venn.; H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 594, 1101°; R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003; M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 1995, 467, 686°.

SANCTIE BIJ ONRECHTMATIGE UITKERING⁶⁹ – Naast de gemeenrechtelijke bestuurdersaansprakelijkheid die bij overtreding van het Wetboek van vennootschappen en/of van de statuten kan gelden als sanctie, kan een onrechtmatige uitkering ook onder bepaalde voorwaarden met een specifieke sanctie worden bestraft, m.n. de terugbetaling van elke uitkering die in strijd met het uitkeringsverbod heeft plaatsgevonden (art. 619 W.Venn.⁷⁰), en mogelijk ook een strafrechtelijke sanctie bij overtreding van art. 617 W.Venn.⁷¹

3.2.2. *Corporate governance in soft law*

In deze paragraaf wordt de weg naar de Wet beschreven. De Europese schandalen en de geglobaliseerde markt lagen eind jaren '90 aan de oorsprong van een aantal initiatieven m.b.t. *corporate governance* en daaropvolgend een *corporate governance*-Wet in 2002. Een tweede golf van regelgeving kwam vanuit de Europese Unie vanaf 2003 en heeft een belangrijke impact gehad op de Belgische regelgeving m.b.t. (variabele) remuneratie. Hieruit zijn de Belgische niet-dwingende Code(s) en later de Wet voortgekomen.

a. Eerste golf van regelgeving (1998 – 2002)

Vooraleer remuneratie van *executives* echt het voorwerp wordt van regelgeving zijn er eerst een aantal Belgische initiatieven die zich buigen over de verschillende aspecten van deugdelijk bestuur, en volgt er al in 2002 een *corporate governance*-wet, die weliswaar geen enkele bepaling over remuneratie bevat.

DRIE NIET-DWINGENDE INITIATIEVEN – In 1998 ontstonden los van elkaar de drie eerste Belgische initiatieven m.b.t. deugdelijk bestuur, opgesteld door respectievelijk de (toenmalige) CBFA⁷², de (toenmalige) Brusselse Beurs⁷³ en het Verbond van Belgische Ondernemingen⁷⁴. Als eerste referentiekader i.v.m.

⁶⁹ Voor een uitgebreide bespreking zie R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 295-346.

⁷⁰ Deze regeling wijkt af van het gemene recht over de onverschuldigde betaling van art. 1235 BW waarbij geen veronderstelling van kwade trouw noodzakelijk is voor terugbetaling, zie R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 300, 415°.

⁷¹ Art. 648, 1° W.Venn.; zie voor uitgebreide informatie over de drie hypothesen waarin deze strafrechtelijke sanctie van toepassing is R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, 335, 459°.

⁷² Aanbevelingen van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen inzake de informatie die over *corporate governance* in het jaarverslag dient publiek te worden gemaakt, december 1998, hierna “Aanbevelingen CBFA”.

⁷³ Aanbevelingen van de marktautoriteit van de Beurs van Brussel, opgesteld door de Belgische Commissie voor Corporate Governance, december 1998, hierna “Aanbevelingen Beurscommissie”.

⁷⁴ Corporate Governance, Recommendations from the Federation of Belgian Companies (VBO/FEB), January 1998, hierna “Aanbevelingen VBO”.

*corporate governance*⁷⁵ volgden deze drie niet-dwingende initiatieven de destijds internationaal gangbare praktijk die vooral bestond uit transparantiemaatregelen.⁷⁶ De werking van de raad van bestuur en de door hem aangestelde organen, o.a. van dagelijks bestuur, staan centraal in deze drie initiatieven.⁷⁷ M.b.t. de remuneratie van *executives* blijven de aanbevelingen beperkt tot⁷⁸: (1) het leggen van een link tussen bedrijfsprestaties en vergoeding⁷⁹; (2) het remuneratiecomité, voor zover er een is, bestaat bij voorkeur voornamelijk uit niet-uitvoerende bestuurders en beslist over de vergoeding van *executives*⁸⁰; (3) transparantie over de berekening van de verloning en over de regels en procedures voor de vaststelling en toekenning ervan.⁸¹

CORPORATE GOVERNANCE-WET 2002 – De *corporate governance-wet 2002*⁸² beoogt de optimalisatie van de werking en organisatie van vennootschappen, en dit o.m. via de oprichting van een directiecomité (d.i. de formalisering van de dualistische structuur), een auditcomité, andere adviserende comités en via onafhankelijke bestuurders.⁸³ Een uitgebreide bespreking van deze wet zou het opzet van dit werk evenwel te buitengaan.⁸⁴

⁷⁵ C. NAESENS en F. SAELENS, “Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische corporate governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief: een stand van zaken”, *Oriëntatie* 2006, afl. 5, 121.

⁷⁶ D. MEEUS, “Recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 38.

⁷⁷ E. WYMEERSCH, “De Belgische initiatieven inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 63.

⁷⁸ D. MEEUS, “Recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 45; E. WYMEERSCH, “De Belgische initiatieven inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 77.

⁷⁹ Dit bijvoorbeeld via aandelenoptieplannen, zie 3.1 Aanbevelingen Beurscommissie.

⁸⁰ 3.2 Aanbevelingen Beurscommissie; 3.1 Aanbevelingen VBO.

⁸¹ 3.1 Aanbevelingen Beurscommissie; 2, 7^{de} Aanbevelingen CBFA; 1.7 Aanbevelingen VBO; E. WYMEERSCH, “De Belgische initiatieven inzake corporate governance” in HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate governance – het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 63 en 78.

⁸² Wet 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurse genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *BS 22 augustus 2002*, 36555, hierna “*corporate governance-wet 2002*”.

⁸³ C. VAN DER ELST, “Corporate governance: een wettelijke (r)evolutie. De gevolgen van de wet “corporate governance” op de organisatie van genoteerde vennootschappen”, *TRV 2004*, 69 – 86.

⁸⁴ Zie voor een uitgebreide bespreking: H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.), *Behoorlijk vennootschapsbestuur. Het nieuwe recht ingevolge de wet van 2 augustus 2002*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 1 – 223; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, “Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen”, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 1 – 307; K. BYTTEBIER, A. FRANÇOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 1 – 316; X. DIEUX en D. WILLERMAIN, *Corporate Governance: la loi du 2 août 2002*, Brussel, De Boeck & Larcier, 2004, 1 – 147; C. VAN DER ELST, “Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie. De gevolgen de wet “Corporate Governance” op de

b. Tweede golf van regelgeving (2003 – 2010)

Daar waar er in de jaren '80 en '90 relatief weinig aandacht werd besteed binnen *corporate governance* aan de remuneratie van *executives*, kwam hierin verandering in vanaf 2003. Drie Europese aanbevelingen en een richtlijn inspireren de Belgische Commissie *Corporate Governance* bij de totstandkoming van de codes van 2004 en 2009.

b.1. Initiatieven van de Europese Unie

ALGEMEEN – De regelgeving vanuit de Europese Unie heeft verschillende fases doorlopen tussen 2003 en 2009. Achtereenvolgens komen het Europees Actieplan, twee aanbevelingen uit 2004 en 2005, de richtlijn uit 2006 en een derde aanbeveling uit 2009 aan bod. Het verschil in rechtskracht tussen deze Europese initiatieven heeft interessante gevolgen voor de regelgeving in België.

b.1.1. Europees Actieplan van 2003

INLEIDING EN AANLEIDING – De verschillende bestuursstructuren binnen Europese vennootschappen hebben het opstellen van aanbevelingen en richtlijnen i.v.m. *corporate governance* altijd bemoeilijkt.⁸⁵ De *dotcom*-crisis aan het begin van deze eeuw, samen met het fenomeen van grensoverschrijdende vennootschappen en geïntegreerde kapitaalmarkten, maakten de roep naar meer harmonisatie voor de grote beursgenoteerde vennootschappen steeds luider. Als reactie op de versnipperde eerste golf aan regelgeving, nam de nood aan een gezamenlijke aanpak i.v.m. *corporate governance* toe. In 2001 werd de Europese vennootschap werkelijkheid, en in de twee daaropvolgende jaren vestigden het Winterrapport⁸⁶ en het Actieplan⁸⁷ van de Europese Commissie tot modernisering van het vennootschapsrecht de nodige aandacht op *corporate governance* als middel om het vertrouwen in de kapitaalmarkt te versterken. Het Actieplan diende (immers) een dubbel doel: (i) de algehele efficiëntie en het concurrentievermogen van EU-bedrijven verbeteren, en (ii) de rechten van aandeelhouders en de bescherming van derden te versterken.

INHOUD ACTIEPLAN – De belangrijkste nieuwigheden i.v.m. *corporate governance* in het Actieplan zijn (i) de voor beursgenoteerde bedrijven

organisatie van genoteerde vennootschappen.”, *TRV* 2004, 1 – 86; E. WYMEERSCH, “Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar.”, *TBH* 2002, 601 – 606.

⁸⁵ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, “Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen”, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 45.

⁸⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 november 2002.

⁸⁷ Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement – Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, COM (2003) 0284 definitief. Hierna “Actieplan” genoemd.

verplichte *corporate governance*-verklaring; (ii) een sterkere aandeelhouderbescherming door beter informatieverschaffing; (iii) de modernisering van het bestuur via de nadruk op de onafhankelijkheid van de commissaris en via het uitwerken van minimumnormen voor de oprichting, de samenstelling en de rol van benoemings-, belonings- en auditcomités; (iv) de tegemoetkoming aan de behoeften van grensoverschrijdende fusies en internationale zetelverplaatsing; (v) de oprichting van een Europees *corporate governance*-forum en – voor wat specifiek ons onderzoek betreft – (vi) een aantal basisregels over de beloning van “bestuurders” (zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders als *executives* die geen lid zijn van de raad van bestuur).⁸⁸ Meer bepaald dient volgens dit Actieplan een passende regelgeving over de beloning van deze “bestuurders” vier elementen te omvatten; namelijk (i) informatie in de jaarrekening over het beloningsbeleid, (ii) gedetailleerde informatie in de jaarrekening over de salarissen van de individuele bestuurders, (iii) voorafgaande goedkeuring door de algemene vergadering van aandelen- en aandelenoptieplannen waaraan bestuurders deelnemen en (iv) een passende verantwoording in de jaarrekening van de kosten van dergelijke plannen.⁸⁹

b.1.2. Aanbeveling 14 december 2004

INLEIDING – In het verlengde van het Actieplan heeft de Europese Commissie niet geopteerd voor een eengemaakte Europese *corporate governance code*⁹⁰, maar wel voor een aantal aanbevelingen waarvan aanbeveling 2004/913/EG⁹¹ ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van *executives* (en ook in bepaalde gevallen niet-uitvoerenden) van beursgenoteerde ondernemingen de eerste aanzet is. Een Europese aanbeveling is weliswaar niet-dwingend van aard maar vanwege haar politiek gezag wordt aangenomen dat lidstaten deze zullen volgen op vrijwillige basis. Om mogelijke belangenconflicten te vermijden, de aandeelhouders beter te beschermen en duurzaam vertrouwen bij de beleggers op te wekken, stelt de Commissie aldus meer controle en transparantie voor inzake beloningsbeleid.

⁸⁸ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance in a European perspective” in K. GEENS en K. HOPT, *The European company law action plan revisited*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (79) 83.

⁸⁹ Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement – Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, COM (2003) 0284 definitief, 19.

⁹⁰ De uitbreiding van de EU maakte het invoeren van één gemeenschappelijke Code praktisch onmogelijk; H. LAGA, “Europese initiatieven inzake corporate governance”, *TRV* 2006, afl. 8, (659) 659 – 672; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance in a European perspective” in K. GEENS en K. HOPT, *The European company law action plan revisited*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (79) 81 en 113.

⁹¹ Aanbeveling van de commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen. Hierna “Aanbeveling 2004/913/EG”.

INHOUD – De aanbeveling verplicht de vennootschappen een duidelijk en uitvoerig overzicht van hun beloningsbeleid te geven opdat de aandeelhouders hierover een gefundeerd oordeel zouden kunnen vellen.⁹² De vorm, structuur en hoogte van de vergoedingen zijn en blijven een zaak van de ondernemingen zelf⁹³, hierover dient de Commissie geen aanbeveling te geven, maar wel de mogelijkheid van controle en transparantie is cruciaal.⁹⁴ In de aanbeveling staan drie thema's centraal: transparantie, de bekendmaking van individuele salarissen van de *executives*, en de aandeelhoudersgoedkeuring van aandelengerelateerde verloning.

1. TRANSPARANTIE – Elke beursgenoteerde onderneming dient een beloningsverklaring op te nemen in een afzonderlijk remuneratieverslag en/of in de jaarrekening waarin haar remuneratiebeleid wordt toegelicht.⁹⁵ De beloningsverklaring bevat informatie over: (i) het relatieve gewicht van de variabele en niet-variabele component van de beloning van *executives*; (ii) de prestatiecriteria en parameters gelieerd aan variabele remuneratie; (iii) de relatie tussen beloning en prestatie, en (iv) het contractbeleid ten aanzien van de *executives* die met het dagelijks bestuur belast zijn.⁹⁶ De verplichte transparantie over parameters en prestatiecriteria waarvan bonussen en aandelen(opties) afhangen, vergroot de verantwoordingsplicht van 'bestuurders' (en *executives*) en zorgt volgens de Commissie samen met aandeelhoudersactivisme voor redelijkere vergoedingspakketten.⁹⁷

2. BEKENDMAKING INDIVIDUELE VERGOEDINGEN - Ook over de vergoedingen van de individuele *executives* beveelt de Commissie een zeer verregaande transparantie aan.⁹⁸ Alle financiële en niet-financiële voordelen zoals het totaal bedrag aan loon, het totaal bedrag aan bonussen en de bijhorende verklaring waarom deze werd verkregen, het aantal toegekende, uitgeoefende en/of 'openstaande' aandelen(opties) en de vertrekvergoeding moeten worden gepubliceerd.⁹⁹

⁹² (3) van de Overwegingen bij en 3.1 tot 3.5 van Aanbeveling 2004/913/EG; H. LAGA en F. PARREIN, "Corporate governance in a European perspective" in K. GEENS en K. HOPT, *The European company law action plan revisited*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (79) 90 - 92.

⁹³ (2) van de Overwegingen bij Aanbeveling 2004/913/EG.

⁹⁴ D. MEEUS en S. RUTTEN, "Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)", *TRV* 2004, (265) 270.

⁹⁵ 3.1 en 3.2 van Aanbeveling 2004/913/EG.

⁹⁶ 3.3 en 3.4 van Aanbeveling 2004/913/EG; H. LAGA, "Europese initiatieven inzake corporate governance", *TRV* 2006, afl. 8, (659) 666.

⁹⁷ (3) en (5) van de Overwegingen bij Aanbeveling 2004/913/EG; D. MEEUS en S. RUTTEN, "Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)", *TRV* 2004, (265) 275.

⁹⁸ H. LAGA, "Europese initiatieven inzake corporate governance", *TRV* 2006, afl. 8, (659) 667.

⁹⁹ Dit deel van de aanbeveling is redelijk verregaand, bij een vergelijking met de Code 2004 (die iets voor de aanbeveling in België verscheen) zullen we moeten opmerken dat zeker niet alles van deze aanbeveling reeds in de Code verwerkt is.

3. AANDEELHOUDERSINSPRAAK - Elke beloning in de vorm van aandelen of afhankelijk van de aandelenkoers moet volgens de aanbeveling door de algemene vergadering worden goedgekeurd. Deze goedkeuring betreft het plan zelf en niet de individuele verloning van *executives* onder dat plan.¹⁰⁰ De algemene vergadering moet zich wél uitspreken over het feit of ze dergelijk plan wil aanbieden, welke criteria hieraan gekoppeld moeten worden, over het maximaal aantal effecten en bijhorende uitoefenprijs en zal ook telkens betrokken worden bij eventuele wijzigingen aan het eerder goedgekeurde plan.¹⁰¹ De sterke nadruk op transparantie, zeker wat betreft aandelengerelateerde verloning, speelt in op de *accountability* van de *executives*.

b.1.3. Tweede aanbeveling 2005

AANBEVELING 15 FEBRUARI 2005 – Amper twee maanden later vaardigt de Europese Commissie een tweede aanbeveling uit in verband met de remuneratie binnen beursgenoteerde vennootschappen. Deze aanbeveling herhaalt in haar overwegingen de motieven op gebied van beloning: verantwoording volgt uit transparantie. Centraal in deze aanbeveling staan het oprichten van een audit- en remuneratiecomité en de aanbevolen aanwezigheid en taakomschrijving van *non-executives* en commissarissen. De belangrijkste taken van het remuneratiecomité die verband houden met verloning¹⁰² zijn: (i) het formuleren van voorstellen aan de raad van bestuur betreffende het beloningsbeleid en m.b.t. de individuele beloning van en het soort contract met de *executives*; (ii) de raad van bestuur bijstaan bij haar toezicht op de naleving van regels i.v.m. transparantie over beloning; (iii) de hoogte en de structuur van verloning van de *executives* aanbevelen en controleren, en (iv) voor de aandelengerelateerde verloning het algemeen beleid bespreken en voorstellen doen, hierover alle nodige informatie zoeken en controleren.¹⁰³

b.1.4. Richtlijn 14 juni 2006

INLEIDING EN INHOUD - Richtlijn 2006/46/EG¹⁰⁴ legt aan de vennootschappen de verplichting op om een verklaring inzake *corporate governance* op te

¹⁰⁰ D. MEEUS en S. RUTTEN, “Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)”, *TRV* 2004, (265) 287.

¹⁰¹ 6.1 tot 6.6 Aanbeveling 2004/913/EG.

¹⁰² Bijlage I.3 van de Aanbeveling 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 52/51, hierna “Aanbeveling 2005/162/EG”.

¹⁰³ De overige bepalingen van deze aanbeveling wijken te sterk af van het onderwerp van deze paper om meer in detail te bespreken.

¹⁰⁴ Hierna “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

nemen als een specifiek en duidelijk afgebakend onderdeel van het jaarverslag. “Deze verklaring dient de aandeelhouders op zijn minst belangrijke, gemakkelijk toegankelijke informatie te verstrekken over de feitelijk toegepaste corporate governance-praktijken”¹⁰⁵ en bevat minstens volgende informatie¹⁰⁶: (i) een verwijzing naar de *corporate governance*-code die de onderneming toepast, samen met de mededeling waar deze openbaar toegankelijk is; (ii) de vermelding of en in hoeverre de onderneming voldoet aan de voornoemde code; (iii) een beschrijving van de interne controle- en risicobeheerssystemen van de onderneming; (iv) de informatie waarvan bekendmaking wordt voorgeschreven in art. 10, lid 1 punten c, d, f, h en i van de Richtlijn 2004/25/EG¹⁰⁷ voor zover de onderneming hieronder valt; (v) de werking van de aandeelhoudersvergadering, haar voornaamste bevoegdheden samen met een beschrijving van de rechten van aandeelhouders en hoe deze kunnen worden uitgeoefend, en (vi) de samenstelling en de werking van de raad van bestuur en zijn comités. Uit voorgaande volgt dat Belgische beursgenoteerde bedrijven zullen moeten kiezen welke code zij toepassen. De meest voor de hand liggende keuze is de Code Lippens maar strikt genomen laat de richtlijn de keuze.¹⁰⁸ Belgische bedrijven zouden dus ook voor een buitenlandse code kunnen kiezen.

RECHTSKRACHT - In tegenstelling tot een aanbeveling, is een richtlijn bindend in zijn resultaat. Bijgevolg was de Belgische wetgever er toe gehouden om de bepalingen van deze richtlijn tijdig – dit is voor 5 september 2008 – om te zetten in ‘harde’ wetgeving (hetgeen uiteindelijk pas gebeurt in de Wet 6 april 2010).¹⁰⁹

b.1.5. Derde aanbeveling van 30 april 2009

ONDERLIGGENDE DOELSTELLINGEN – De overwegingen van de aanbeveling herhalen de doelstellingen van de eerste aanbevelingen uit 2004 en 2005: transparante beloningsmethoden en versterkt aandeelhouderstoezicht met een grotere verantwoordingsplicht tot gevolg.¹¹⁰ Toch stelt deze nieuwe aanbeveling meer voor dan louter een aanvulling op de vorige twee. De financiële crisis en de ervaring van de laatste jaren hebben de Commissie

en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen, *Pb. L 224/1*, 16 augustus 2006.

¹⁰⁵ (10) van de Overwegingen van Richtlijn 2006/46/EG.

¹⁰⁶ Art. 1, 7) van Richtlijn 2006/46/EG. Dit artikel vervangt art. 46*bis* van de Vierde Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 25 juli 1978 op grondslag van artikel 54, lid 3, sub g van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen.

¹⁰⁷ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb. L 142* van 30 april 2004, 12.

¹⁰⁸ H. LAGA, “Europese initiatieven inzake Corporate Governance”, *TRV* 2006, afl. 8, (659) 661.

¹⁰⁹ Artikel 5 van Richtlijn 2006/46/EG.

¹¹⁰ Overwegingen (1) en (5) uit Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, hierna “Aanbeveling 2009/385/EG”.

geleerd dat veel beloningen op kortetermijnresultaat gestoeld zijn¹¹¹, waardoor zij het noodzakelijk vond aanvullende beginselen t.a.v. de structuur van beloningen te formuleren.¹¹² Dit vormt een trendbreuk met de vorige aanbevelingen waarbij vorm, structuur en hoogte van vergoedingen steeds volledig de verantwoordelijkheid van de ondernemingen zelf bleven. Thans, opdat de structuur van de beloningen de levensvatbaarheid van de onderneming op lange termijn zou bevorderen, dienen variabele beloningscomponenten gelieerd te worden aan vooraf vastgestelde en meetbare prestatiecriteria, waaronder niet-financiële criteria. Sterker nog, “*er dienen grenzen te worden gesteld aan de variabele beloningscomponenten*”, waarmee de Commissie doelt op een minimale uitstelperiode voor het verkrijgen van deze componenten.¹¹³ Aandelengerelateerde verloning moet het nauwst verbonden worden met prestaties en ondernemingswaarde op lange termijn.¹¹⁴ Daarnaast voorziet de aanbeveling ook in de mogelijkheid tot terugvordering, mogen vertrekvergoedingen geen beloning voor falen zijn en moeten de aandeelhouders beter toe- en inzicht krijgen via o.a. meer doorgedreven informatie en consultatie.¹¹⁵

INHOUD EN DEFINITIES – De aanbeveling 2009 vormt in het licht van deze paper een belangrijke inspiratiebron voor de Wet i.v.m. variabele remuneratie. ‘Variabele beloningscomponenten’ worden (doelafhankelijk) gedefinieerd als “*bestanddelen van de bezoldiging van bestuurders die worden toegekend op basis van vooraf vastgestelde en meetbare prestatiecriteria, met inbegrip van bonussen*”.¹¹⁶ De prestatiecriteria moeten de levensvatbaarheid van de onderneming op lange termijn bevorderen en niet-financiële criteria omvatten.¹¹⁷ De centrale thema’s in deze aanbeveling zijn, in volgorde van belang voor deze paper: regels over de structuur van de verloningspakketten, in het bijzonder over de variabele en aandelengerelateerde verloning, verder doorgedreven transparantieverplichtingen, en aandeelhoudersinspraak.¹¹⁸

1. STRUCTUUR VAN DE VERLONING – De aanbeveling bevat expliciete bepalingen m.b.t. de samenstelling van het verloningspakket. Volgens de Commissie zouden *executives*¹¹⁹ voldoende niet-variabele componenten moeten ontvangen, en moet de toekenning van variabele

¹¹¹ P. LAMBRECHT en C. DARVILLE-FINET, “Nouvelles initiatives de l’Union européenne en matière de rémunération”, *JT* 2009, (481) 481 - 483.

¹¹² Overwegingen (2) en (3) van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹³ Overweging (6) van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹⁴ Overweging (8) van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹⁵ Overwegingen (6), (7), (9) en (10) van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹⁶ 2.1 van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹⁷ 3.2 van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹¹⁸ Verdere regels vanuit de Aanbeveling 2009/385/EG zullen als verwijzing bij de bespreking van de Wet aangehaald worden maar zijn in het kader van deze paper niet relevant binnen de bespreking van de Aanbeveling zelf.

¹¹⁹ De Europese Commissie gebruikt hiervoor de term ‘bestuurders’, zie de discussie hierover in Hoofdstuk I, Afdeling II. Begrippenkader.

beloningscomponenten aan prestatiecriteria gekoppeld zijn.¹²⁰ De meest verregaande aanbeveling is deze waar de variabele component voor een minimumperiode moet worden uitgesteld.¹²¹ Hoeveel van deze component en hoelang deze moet worden uitgesteld, hangt af van de relatieve grootte ervan. De aanbeveling opteert daarenboven voor een verplichte terugvorderingsmogelijkheid.¹²² Voor aandelengerelateerde verloning beveelt de Commissie een minimum uitstelperiode van 3 jaar aan en wordt de transparantieplichting van de prestatiecriteria extra benadrukt.¹²³ Ontslagvergoedingen mogen ten slotte niet hoger zijn dan een vast bedrag of een vast aantal jaarsalarissen.¹²⁴

2. TRANSPARANTIEVERPLICHTINGEN – De openbaarmaking van het beleid ten aanzien van bestuurdersbeloningen gaat nog een stap verder dan in Aanbeveling 2004/913/EG.¹²⁵ Beursgenoteerde vennootschappen dienen in hun remuneratieverslag voortaan uit te leggen hoe de gekozen prestatiecriteria bijdragen aan de langetermijnbelangen van de onderneming. Ze horen ook toe te lichten hoe of wanneer deze criteria voldaan zijn en moeten voldoende informeren over de wachtperiodes voor variabele en aandelengerelateerde vergoeding.

3. AANDEELHOUDERSINSPRAAK – Om de inspraak van de aandeelhouders te verbeteren, worden de ondernemingen zelf verplicht hun aandeelhouders aan te sporen om algemene vergaderingen bij te wonen en om “*weloverwogen gebruik te maken van hun stemrecht m.b.t. de beloning van bestuurders*”.¹²⁶

De verschillende opeenvolgende Europese initiatieven – al dan niet dwingend van aard – hebben ongetwijfeld de Belgische wetgever geïnspireerd bij het opstellen van eigen Codes en, *in fine*, de Wet.

b.2. Belgische antwoorden op Europese regelgeving

ALGEMEEN – De Europese Commissie heeft gekozen om geen eenvormige Code doorheen de EU op te leggen, maar de Belgische wetgever kiest wel de Code als instrument om de Europese aanbevelingen in de Belgische bedrijfswereld te laten binnensijpelen. Vooraleer over te gaan tot een analyse

¹²⁰ 3.1 en 3.2 van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹²¹ 3.3 van Aanbeveling 2009/385/EG; P. LAMBRECHT en C. DARVILLE-FINET, “Nouvelles initiatives de l’Union européenne en matière de rémunération”, *JT* 2009, (481) 481.

¹²² 3.4 van Aanbeveling 2009/385/EG; in een volgend hoofdstuk zien we dat de Wet de *claw back*-mogelijkheid echter vrij laat.

¹²³ 4.1 tot 4.3 van Aanbeveling 2009/385/EG; P. LAMBRECHT en C. DARVILLE-FINET, “Nouvelles initiatives de l’Union européenne en matière de rémunération”, *JT* 2009, (481) 482.

¹²⁴ 3.5 van Aanbeveling 2009/385/EG.

¹²⁵ 5.1 en 5.2 van Aanbeveling 2009/385/EG; P. LAMBRECHT en C. DARVILLE-FINET, “Nouvelles initiatives de l’Union européenne en matière de rémunération”, *JT* 2009, (481) 482. Zie verder art. 520*bis* W.Venn. in hoofdstuk III.

¹²⁶ 6 van Aanbeveling 2009/385/EG.

ten gronde van de Code 2004 en de meer recente versie van 2009 lijkt het aangewezen kort de rechtskracht van zo'n code te plaatsen.

b.2.1. Belgische corporate governance codes zien het licht

SOFT LAW – Het is van bij de aanvang een bewuste keuze geweest om geen ‘harde’ regels op te leggen en binnen de *soft law* te blijven. *Hard law*, of wetten en reglementen, inzake *corporate governance* boden in de ogen van de auteurs van deze codes immers onvoldoende flexibiliteit voor de “*heterogene groep van beursgenoteerde bedrijven met elk hun specifieke uitdagingen en risico's*”.¹²⁷ Mede om dezelfde flexibiliteitsredenen werd er ook geopteerd voor het *comply or explain*-principe.

De eerder vermelde drie instellingen van de niet-dwingende Belgische initiatieven (de CBFA, de Beurs van Brussel en de VBO) hebben zich naderhand verenigd in de Commissie Lippens met het oog op het opstellen van een uniforme code voor beursgenoteerde bedrijven.¹²⁸ De aanbevelingen van de codes hebben niet de rechtskracht van een wet in materiële zin.¹²⁹ Een code is dus niet afdwingbaar, wil rechtens ook geen afdwingbare regels opleggen, en wordt daarom gekwalificeerd als *soft law*.¹³⁰ Aldus vormt een code een aanvulling op de Belgische wetgeving en mag deze nooit in strijd daarmee geïnterpreteerd worden.

COMPLY OR EXPLAIN – Onder het *comply or explain*-principe worden ondernemingen ertoe aangezet om de aanbevelingen van de code toe te passen en om bij niet naleving ervan uit te leggen waarom van de aanbevelingen wordt afgeweken.¹³¹ Een onderneming kan de code dus ook respecteren zonder elke aanbeveling toe te passen, zolang er voldoende uitleg wordt gegeven bij elke afwijking.

NIET AFDWINGBAAR MAAR OOK NIET VOLLEDIG VRIJBLIJVEND¹³² – Aangezien *soft law* juridisch niet afdwingbaar is, zou men kunnen denken dat de sanctionering door de markt de enige rem is op volledige vrijblijvendheid t.a.v. de aanbevelingen in de code.¹³³ De markt kan zich echter enkel baseren op wat de onderneming zelf wil verklaren, hetgeen daadwerkelijke controle door de

¹²⁷ Code 2004, p.8; D. MEEUS en S. RUTTEN, “Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)”, *TRV* 2004, (265) 268.

¹²⁸ D. MEEUS en S. RUTTEN, “Europese Corporate Governance aanbevelingen inzake bestuurdersvergoedingen (over fat cats en rewards for failure)”, *TRV* 2004, (265) 266.

¹²⁹ Deze aanbevelingen komen immers niet voort uit wetten, besluiten, reglementen of gewoonte.

¹³⁰ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance in a European perspective” in K. GEENS en K. HOPT, *The European company law action plan revisited*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (79) 111; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, (513) 513.

¹³¹ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, (513) 513.

¹³² Voor een uitgebreidere uiteenzetting over de afdwingbaarheid van de Code Lippens, zie E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 513 – 529.

¹³³ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, (513) 514.

markt niet (altijd) doeltreffend maakt. Deze ongenuanceerde redenering zou de naleving van de code tot een loutere vrijblijvende formaliteit reduceren of ook tot “*spel van vorm boven inhoud*”.¹³⁴

Men mag echter niet uit het oog verliezen dat de enkele verklaring om de code te volgen nog andere gevolgen met zich meebrengt. Vooreerst heeft deze verklaring door een onderneming een bindende kracht t.a.v. haar aandeelhouders (en de markt) waardoor de naleving van de code niet langer geheel vrijblijvend is.¹³⁵ Een schending van de Code zou tot bestuurdersaansprakelijkheid kunnen leiden. Daarnaast houdt FSMA (voordien CBFA) toezicht op de naleving van de informatieplichten uit de code.¹³⁶ Het toezicht strekt zich weliswaar enkel uit tot de naleving van de *comply or explain*-regel, niet tot de waarheidsgetrouwheid van de bekendgemaakte feiten. Ook al betreft het een niet-bindende code, door toezicht van de FSMA ontstaat minstens een morele druk¹³⁷ om de code na te leven.¹³⁸ Ten slotte kunnen open normen zoals de goede trouw (art. 1134 BW), de standaard van de goede besturende professional (art. 527 W.Venn.) en de algemene zorgvuldigheidsplicht (art. 1382 BW) de *corporate governance*-aanbevelingen binnensmokkelen in het positief recht.¹³⁹ Deze drie mogelijk sanctionerende gevolgen maken duidelijk dat het voor een onderneming belangrijk is om goed aan te geven waarom ze van sommige aanbevelingen van de code afwijkt.¹⁴⁰ Alle andere aanbevelingen worden immers geacht nageleefd te zijn. In zijn artikel verzacht LEROUX deze mogelijke gevolgen met een dubbele nuancering¹⁴¹: (i) voor bestuurdersaansprakelijkheid geldt slechts een marginale toetsing waardoor dit zich niet vaak zal voordoen, en (ii) de naleving van een uniforme code is niet noodzakelijk doeltreffend voor elke onderneming vanwege grote onderlinge verschillen tussen de ondernemingen. De soepelheid van *soft law* heeft dus voor- en nadelen, en het gepercipieerde

¹³⁴ C. NAESENS en F. SAELENS, “Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische corporate governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief: een stand van zaken”, *Oriëntatie* 2006, afl. 5, (120) 122.

¹³⁵ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 515.

¹³⁶ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 526 e.v.

¹³⁷ Volgens bepaalde auteurs maakt deze louter morele dwang dat de code strikt gezien vrijblijvend is, zie C. NAESENS en F. SAELENS, “Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische corporate governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief: een stand van zaken”, *Oriëntatie* 2006, afl. 5, (120) 122.

¹³⁸ E. JANSSENS, “Code Lippens reeds conform nieuwe Europese Aanbeveling”, *Balans* nr. 519, 2005, 1.

¹³⁹ A. AUTENNE en R. AYDOGDU, “La transparence dans la loi du 6 avril visant à renforcer le gouvernement d’entreprise”, *Droit bancaire et financier*, 2010, 179-180; K. GEENS en V. WITHOFS, “What if you don’t explain why you don’t comply? Een rechtsvergelijkende stand van zaken na de Belgische Wet van 6 april 2010” in X (ed.), *Tendensen in het bedrijfsrecht. Corporate governance: keurslijf of sleutel tot succes?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 34; H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van CG-aanbevelingen”, in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus. Vriendenboek Raf Verstege*, Brugge, Die keure, 2004, 158-161; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 520.

¹⁴⁰ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 517.

¹⁴¹ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 525.

nadeel van de zogenaamde volledige vrijblijvendheid dient o.i. dan ook genuanceerd te worden.

INSTRUMENTEN - De Code maakt gebruik van drie instrumenten; met name principes, bepalingen en richtlijnen.¹⁴² Principes zijn de algemene pijlers van *corporate governance* die zonder uitzondering moeten worden nageleefd. De naleving hiervan wordt vergemakkelijkt wegens de ruime formulering zodat iedere onderneming er met een minimale inspanning makkelijk aan kan voldoen. Bepalingen daarentegen zijn specifiek(er) en leggen uit hoe principes dienen worden toegepast. Van deze specifiekere bepalingen kunnen ondernemingen eventueel afwijken mits voldoende uitleg wordt gegeven. Het derde instrument, de richtlijn, is eerder kwalitatief en vormt een leidraad voor de manier waarop ondernemingen bepalingen moeten interpreteren of toepassen. Richtlijnen zijn dus geen regels *an sich* maar wel interpretatie-instrumenten, waarvan ondernemingen derhalve kunnen afwijken zonder enige verantwoording.¹⁴³

b.2.2. Code 2004

ALGEMEEN - Met de Europese initiatieven in het achterhoofd heeft de Code Lippens¹⁴⁴ als voornaamste doel de waardecreatie op lange termijn voor alle *stakeholders* van beursgenoteerde ondernemingen.¹⁴⁵ Openbaarmaking en de hieruit volgende transparantie leiden tot verantwoording bij de beleidsverantwoordelijken van vennootschappen. Daarom beveelt de Code een dubbele openbaarmaking aan: een *corporate governance*-charter op de website en een *corporate governance*-rapport in het jaarverslag.¹⁴⁶

INHOUD – De Code 2004 is opgebouwd rond negen principes.¹⁴⁷ Het zevende principe stelt dat “*de vennootschap de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze vergoedt.*” De vergoeding moet voldoende zijn om bestuurders en leden van het uitvoerend management die beantwoorden aan het profiel bepaald door de raad van bestuur aan te trekken, te behouden en te motiveren.¹⁴⁸ Bovendien mag niemand over zijn eigen remuneratie beslissen en zal voor het uitvoerend management de raad van bestuur alle beslissingen nemen i.v.m.

¹⁴² Code 2004, p. 8 en 9.

¹⁴³ C. NAESENS en F. SAELENS, “Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische corporate governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief: een stand van zaken”, *Oriëntatie* 2006, afl. 5, 122.

¹⁴⁴ Belgische Corporate Governance Code 9 december 2004, hierna “Code 2004”. Zie http://www.ecgi.org/codes/documents/bel_code_dec2004_nl.pdf.

¹⁴⁵ Code 2004, p. 7 en 8.

¹⁴⁶ Het *corporate governance*-charter bevat regelmatig geactualiseerde informatie terwijl het rapport een overzicht geeft van het *corporate governance*-beleid van het afgelopen jaar met alle relevante gebeurtenissen.

¹⁴⁷ Zie de Code 2004.

¹⁴⁸ Zie 7.1 Code 2004.

remuneratieprocedures en –beleid.¹⁴⁹ Een aantal bepalingen van het zevende principe behandelen het aspect van variabele remuneratie. Een gepast deel van het remuneratiepakket van *executives* dient gekoppeld te worden aan bedrijfsprestaties en individuele prestaties opdat de belangen tussen aandeelhouders en *executives* verenigd worden.¹⁵⁰ Bonussen kunnen slechts verkregen worden indien ze gekoppeld zijn aan relevante en objectieve prestatiecriteria die de waarde van de onderneming positief beïnvloeden.¹⁵¹ Het systeem dat aandelengerelateerde verloning regelt moet voorafgaand goedgekeurd worden door de aandeelhouders op de jaarlijkse algemene vergadering.¹⁵² Ten slotte bevat het principe ook extra bepalingen over de openbaarmaking van verloning die een concretere aanbeveling vormen dan de (meer) algemene bepaling waarin de publicatie van het remuneratiebeleid gevraagd wordt.¹⁵³ Voor de CEO individueel en voor de andere leden van het uitvoerend management globaal, wordt publicatie van de structuur van het vergoedingspakket aanbevolen.¹⁵⁴ Voor alle leden van het uitvoerend management dient bovendien op individuele basis het aantal, de voorwaarden en toekenning van alle aandelengerelateerde verloning gepubliceerd te worden.¹⁵⁵ De onderneming dient ook de voornaamste contractuele bepalingen over aanwervings- en vertrekvergoedingen bekend te maken in haar *corporate governance*-charter en –verslag.

VERHOUDING EU-REGELGEVING – Op 9 december 2004, het moment dat de Code 2004 werd uitgebracht, was de Aanbeveling 2004/913/EG nog in ontwerpfasen. Toch zijn de voornaamste bepalingen van de aanbeveling i.v.m. remuneratie al nageleefd in de Code 2004 omdat er (onvermijdelijk) een kruisbestuiving was tussen de respectieve ontwerpteksten.¹⁵⁶

b.2.3. Code 2009: “een evolutie, niet een revolutie”¹⁵⁷

ALGEMEEN – Vijf jaar na het opstellen van de eerste code en een financiële crisis later, dringt een update zich op. De vernieuwde code is ook de resultante

¹⁴⁹ Zie 7.7 en 7.8 Code 2004.

¹⁵⁰ Zie 7.11 Code 2004.

¹⁵¹ Zie 7.12 Code 2004.

¹⁵² Zie 7.13 Code 2004. Let wel: deze goedkeuring slaat niet op de individuele toekenning van aandelengerelateerde verloning, enkel op het algemene systeem zelf. Dit was reeds in overeenstemming met art. 6 Aanbeveling 2004/913/EG.

¹⁵³ Zie 7.2 Code 2004.

¹⁵⁴ Zie 7.15 en 7.16 Code 2004 splitsen het te publiceren remuneratiepakket op in (i) het basissalaris, (ii) de variabele remuneratie en (iii) de overige componenten zoals pensioenbijdragen, verzekeringen en andere voordelen in natura.

¹⁵⁵ Zie 7.17 Code 2004.

¹⁵⁶ E. JANSSENS, “Code Lippens reeds conform nieuwe Europese Aanbeveling”, *Balans* nr. 519, 2005, 1 - 3.

¹⁵⁷ C. DARVILLE-FINET, D. SZAFRAN en N. HOUYOUX, “De nieuwe Belgische *Corporate Governance* Code: flexibiliteit, transparantie en modernisering”, *Tax Audit & Accountancy* 2009, 12.

van twee publieke consultatierondes¹⁵⁸ die plaatsvonden vóór het uitbreken van de financiële crisis in Europa.¹⁵⁹ De Code 2009¹⁶⁰ blijft *soft law* omdat de *corporate governance* Commissie op moment van publicatie nog steeds geloofde in zelfregulering omdat dit de noodzakelijk geachte flexibiliteit bood. Pas nadien toen de nefaste gevolgen van de financiële crisis volledig duidelijk werden, werd de vraag naar wetgevend (en dus dwingend) ingrijpen onontkoombaar.

UITBREIDING T.O.V. CODE 2004 – De structuur en de principes van de eerste Code werden behouden¹⁶¹ en ook de zelfregulering via het *comply or explain*-principe geldt nog steeds. De Code 2009 vernieuwt wel door te expliciteren en te verbreden. De belangrijkste uitbreidingen zijn¹⁶²: (i) een meer gedetailleerdere beschrijving van de toezichhoudende functie van de raad van bestuur¹⁶³; (ii) het verbod om het CEO- en voorzitterschap van de raad van bestuur in een persoon te verenigen omdat deze gesplitste verantwoordelijkheid zal leiden tot een betere *accountability*¹⁶⁴, en (iii) een aantal regels i.v.m. *executive remuneration*. In dit verband is er thans de verplichting om een remuneratieverslag op te stellen dat onderdeel uitmaakt van de *corporate governance*-rapport.¹⁶⁵ Er wordt bovendien een specifieke bepaling 7.5 opgenomen waarin expliciet staat dat “*niemand beslist over zijn eigen remuneratie*”. Bij de uitgebreide rapportering van de verschillende onderdelen van de remuneratie van *executives* moet nu ook een aparte categorie gemaakt worden voor alle pensioenregelingen.¹⁶⁶ De laatste en belangrijkste nieuwigheid is de beperking van de vertrekvergoedingen in een nieuwe bepaling 7.18 van de Code: een vertrekvergoeding bij vervroegde beëindiging mag niet meer bedragen dan 12 maanden basis- en variabele

¹⁵⁸ De eerste in oktober 2007, de tweede in juli 2008. Zie C. DARVILLE-FINET, D. SZAFRAN en N. HOUYOUX, “De nieuwe Belgische *Corporate Governance* Code: flexibiliteit, transparantie en modernisering”, *Tax Audit & Accountancy* 2009, 12.

¹⁵⁹ E. JANSSENS, “Corporate Governance Commissie gelooft nog steeds in zelfregulatie”, *Balans* 609, mei 2009, 5.

¹⁶⁰ Belgische Corporate Governance Code 2009, <http://www.corporategovernancecommittee.be>, hierna “de Code” of “de Code 2009” genoemd.

¹⁶¹ Alleen het achtste principe is veranderd van “respect voor de aandeelhouders” naar “een dialoog met de aandeelhouders”.

¹⁶² Andere veranderingen door de vernieuwde code zijn: (i) een bijstelling van de criteria van onafhankelijkheid van bestuurders naar de criteria van artikel 526ter W.Venn., (ii) een verdere toelichting van de rol van *company secretary*, (iii) een uitbreiding van de evaluatieverplichting tot alle comités, en niet alleen de raad van bestuur, (iv) concretere regels voor de bijeenkomst van het audit- en remuneratiecomité. Zie voor een korte bespreking C. DARVILLE-FINET, D. SZAFRAN en N. HOUYOUX, “De nieuwe Belgische *Corporate Governance* Code: flexibiliteit, transparantie en modernisering”, *Tax Audit & Accountancy* 2009, 12 – 17.

¹⁶³ Zie 1.1 t.e.m. 1.3 Code 2009.

¹⁶⁴ Zie 1.5 Code 2009.

¹⁶⁵ Zie 7.2 t.e.m. 7.4 Code 2009 voor verduidelijking wat er allemaal moet beschreven worden in het remuneratieverslag.

¹⁶⁶ Zie 7.14 en 7.15 Code 2009.

remuneratie of desgevallend 18 maanden mits goedkeuring van de algemene vergadering.¹⁶⁷

VERHOUDING EU-REGELGEVING – Hoewel de Aanbeveling 2009/385/EG na de Code 2009 is afgekondigd, zijn (net zoals het geval was in 2004) enkele bepalingen van de Code reeds in overeenstemming met de aanbeveling zoals bijvoorbeeld de belangrijke bepaling m.b.t. de vertrekvergoeding. Gelet op de sterke concordantie tussen de Code 2004 en de Aanbeveling 2004/913/EG, en het feit dat de Code 2009 hiervan een uitbreiding is, kunnen we algemeen concluderen dat de recentste code sterk aanleunt bij de Europese aanbevelingen.

3.2.3. Overgang van *soft* naar *hard law*

DE CODE NAAST DE WET – De wet van 6 april 2010 zet slechts een deel van de *corporate governance*-aanbevelingen uit de Code om in afdwingbare wetgeving, waaronder de weliswaar belangrijkste aanbevelingen over remuneratie. Daarnaast blijven de Code en haar *comply or explain*-regel onverkort van toepassing.¹⁶⁸ Hoewel de bestaande *soft law*-code inhoudelijk niet is veranderd, heeft de Wet haar rechtskracht versterkt¹⁶⁹ zonder dat ze *hard law* is geworden. De Wet heeft immers de Koning gemachtigd om “*een code voor deugdelijk bestuur aan te duiden die verplicht van toepassing zal zijn op de in het eerste lid van art. 96, §2 bedoelde wijze*”.¹⁷⁰ Op 6 juni 2010 heeft de Koning de Code 2009 aangeduid als de enige code in de zin van art. 96 §2 W.Venn.¹⁷¹ Hierdoor zullen de aanbevelingen in de Code nog meer naar voren worden geschoven voor het opvullen van open normen. Door de aanwijzing van één enkele referentiecode verliezen de ondernemingen wel aan flexibiliteit die tot dan toe steeds met het zelfreguleringsaspect van *corporate governance* gepaard is gegaan.¹⁷² Door de wettelijke verankering van de *comply or explain*-regel zal een onaangekondigde afwijking van een norm uit de referentiecode een schending van het Wetboek Vennootschappen uitmaken.

¹⁶⁷ Deze regel zien we later ook terugkomen in de Wet.

¹⁶⁸ Memorie van toelichting, p. 9.

¹⁶⁹ Voor een uitgebreidere uitleg over de ‘vernieuwde’ rechtskracht van de Code door haar wettelijke verankering in 2010: K. GEENS en V. WITHOFS, “What if you don’t explain why you don’t comply? Een rechtsvergelijkende stand van zaken na de Belgische Wet van 6 april 2010” in X (ed.), *Tendensen in het bedrijfsrecht. Corporate governance: keurslijf of sleutel tot succes?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 1 - 43.

¹⁷⁰ Deze verankering gebeurde in Nederland en Duitsland al vroeger, zie E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 514.

¹⁷¹ K.B. van 6 juni 2010 houdende aanduiding van de na te leven code inzake deugdelijk bestuur door genoteerde vennootschappen, *B.S.* 28 juni 2010, 39622.

¹⁷² K. GEENS en V. WITHOFS, “What if you don’t explain why you don’t comply? Een rechtsvergelijkende stand van zaken na de Belgische Wet van 6 april 2010” in X (ed.), *Tendensen in het bedrijfsrecht. Corporate governance: keurslijf of sleutel tot succes?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 32.

Dit maakt de *corporate governance*-regels zelf geen wettelijke verplichting, maar doen ze wel meer opschuiven richting *hard law*.¹⁷³

BESLUIT - Het historisch overzicht toont aan hoe recent de regelgeving m.b.t. elke vorm van inperking op (variabele) remuneratie is. Aanvankelijk waren er amper regels over verloning: enkel tantièmes werden – en om andere drijfveren – aan beperkingen onderworpen, waar nauwlettend op werd toegezien door de AV. Naar aanleiding van enkele wereldwijde schandalen en misbruiken groeide er de vraag naar (meer) regels voor deugdelijk bestuur. Beperkingen op excessieve remuneratie zijn slechts één van de instrumenten in de waaier van de *corporate governance*-aanpak en is in de eerste golf van regelgeving duidelijk ondergeschikt aan andere aspecten: een duidelijke beheersstructuur, onafhankelijke bestuurders en controle door de commissaris.

Vanaf de jaren 2000 begint echter ook remuneratie op de radar van regelgevers te komen omdat er ook hier misbruiken zijn. Toegenomen transparantie zou moeten leiden tot een grotere verantwoordingsplicht bij *executives*. Via het *comply or explain*-principe beveelt de regelgever duidelijkheid en openbaarmaking aan. Mede onder druk van de omstandigheden lijkt ook dit onvoldoende en de transparantieregeling wordt omgezet in *hard law* die bovendien een aantal echte beperkingen op de uitkering van variabele verloning bevat. Of deze toevloed aan regelgeving over de afgelopen 20 jaar thans haar eindpunt heeft bereikt, zal de toekomst uitwijzen: slingert het wetgevend *pendulum* nog even verder of keert de wetgever terug op zijn stappen in zijn zoektocht naar een juist(er) evenwicht tussen de verschillende belangen?

4. DE WET EN VARIABELE REMUNERATIE

Het wetgevend initiatief voor passende openbaarmaking van remuneratie van *executives* stond al langer in de steigers maar botste steeds op de bescherming van de privacy.¹⁷⁴ De wet van 2010 behelst echter meer dan transparantieverplichtingen (ter omzetting van de Richtlijn 2006/46/EG inzake

¹⁷³ H.LAGA, "De risico's van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van CG-aanbevelingen", in X(ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus. Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, Die Keure, 2004, 158-161; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2003, 30; K. GEENS en V. WITHOFS, "What if you don't explain why you don't comply? Een rechtsvergelijkende stand van zaken na de Belgische Wet van 6 april 2010" in X(ed.), *Tendensen in het bedrijfsrecht. Corporate governance: keurslijf of sleutel tot succes?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 43.

¹⁷⁴ Voor 2010 waren er al een aantal wetsvoorstellen van Vincent Van Quickenborne, Muriel Gerkens, Patrick Vankrunkelsven ("Picanolwet"), Van Campenhout, Lenssen en Mayeur. Zie voor uitgebreide bespreking: C. NAESENS en F. SAELENS, "Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische corporate governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief: een stand van zaken", *Oriëntatie* 2006, afl. 5, 129 – 133.

de verplichte vermeldingen in de jaarrekening) en voorziet voor zowel vertrekvergoedingen¹⁷⁵ als voor variabele remuneratie van *executives* in een uitgebreide en gedetailleerde regelgeving. Dit hoofdstuk beschrijft hoofdzakelijk de regelgeving voor variabele remuneratie. Volgens de *corporate governance*-beginselen zal transparantie tot grotere verantwoording leiden. Daarom dat er, naast de algemene transparantieplichtingen van het remuneratieverslag, voor de prestatiecriteria gelinkt aan variabele remuneratie een verhoogde transparantie geldt. Bovendien wenst de Wet ook via een verplichte *time deferral* een sterkere link te creëren tussen verloning en prestatie op lange termijn. Een eerste afdeling bakent het toepassingsgebied van de Wet af en bespreekt beknopt de andere bepalingen van de Wet die niet enkel voor variabele verloning gelden. De tweede afdeling belicht de onduidelijkheden over het begrip ‘variabele verloning’. Vervolgens worden in twee aparte afdelingen de nieuwe artikelen 520*bis* en 520*ter* W. Venn. besproken en de sanctie bij niet-naleving ervan. De zesde en zevende afdeling vervolledigen de bespreking van de Wet m.b.t. variabele remuneratie en een laatste afdeling besluit.

4.1. TOEPASSINGSGEBIED EN BEKNOPTE WETSBESPREKING

TOEPASSINGSGEBIED - De nieuwe wetgeving is van toepassing op vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een in artikel 4 W.Venn. bedoelde markt¹⁷⁶. Vennootschappen waarvan uitsluitend andere effecten dan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, of vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op de Vrije markt of Alternext vallen niet onder deze regels. De Aanbeveling 2004/913/EG¹⁷⁷ verklaart zich immers van toepassing op een beursgenoteerde onderneming met statutaire zetel of hoofdnotering op een gereguleerde markt, waarnaar letterlijk wordt verwezen in de aanvullende Aanbeveling 2009/385/EG¹⁷⁸. “In die zin is het toepassingsgebied van de Code ruimer dan dat van de nieuwe Wet, nu zij van toepassing is op alle vennootschappen waarvan de *effecten* verhandeld worden op een gereguleerde markt.”¹⁷⁹ Aangezien de Wet vooral de bescherming van aandeelhouders beoogt, achtte de wetgever het niet nodig de houders van andere effecten onder het toepassingsgebied van de Wet te laten vallen.

¹⁷⁵ Zoals in de inleiding toegelicht, worden vertrekvergoedingen verder buiten beschouwing gelaten.

¹⁷⁶ Art. 96, §2 en §3, art. 520*bis* en art. 520*ter* W.Venn.

¹⁷⁷ Zie 1.1 en 1.2 in Aanbeveling 2004/913/EG.

¹⁷⁸ Zie 1.1 en 1.2 in Aanbeveling 2009/385/EG.

¹⁷⁹ H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking, Mechelen, Kluwer, 2011, 141 - 179.

ALGEMENE INHOUD WET - Naast de specifieke verplichtingen inzake variabele remuneratie die in het volgende hoofdstuk uitgebreid aan bod komen, legt de Wet nog andere verplichtingen op i.v.m. *corporate governance* en remuneratie. Als verplicht onderdeel van het jaarverslag bevat de verklaring inzake deugdelijk bestuur¹⁸⁰ de belangrijkste kenmerken van de controle- en risicobeheerssystemen, de samenstelling en werking van bestuursorganen en comités, alle afwijkingen van de referentiecodelijst¹⁸¹ die de nodige transparantie moet bieden over de vergoedingen¹⁸². De Wet verplicht de oprichting van een remuneratiecomité¹⁸³ en stelt een hogere vertrekvergoeding¹⁸⁴ dan 12 maanden loon voorwaardelijk aan de goedkeuring van de algemene vergadering. De “*say on pay*” van aandeelhouders uit zich ook door een afzonderlijke stemming over het remuneratieverslag op de algemene vergadering.¹⁸⁵ Wegens het belang van de transparantie over remuneratie, o.a. variabele remuneratie, wordt kort op het remuneratieverslag ingegaan.

REMUNERATIEVERSLAG – Het remuneratieverslag bevat informatie over het gehanteerde remuneratiebeleid, over de evaluatiecriteria van prestaties waaraan vergoeding is gekoppeld voor de *executives*, en beschrijft de uitsplitsing van de vergoeding (individueel voor de CEO en op globale basis voor de andere *executives*), de voorwaarden voor de aandelen gerelateerde verloning en vermeldt of er voorzien is in een terugvorderingsmogelijkheid

¹⁸⁰ Art. 3, §2, 1° t.e.m. 5° van de Wet voegt art. 96, §2 W.Venn. in.

¹⁸¹ Art. 3, §3, 1° t.e.m. 11° van de Wet voegt art. 96, §3 W.Venn. in; zie ook S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 684 - 693.

¹⁸² Memorie van toelichting, p. 10.

¹⁸³ Art. 7 van de Wet voegt art. 526*quater* W.Venn. in; zie voor uitgebreide bespreking H. DEWULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 43 – 51; H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 151 - 157.

¹⁸⁴ Art. 9 van de Wet voegt art. 554 W. Venn. in; zie ook 3.5 Aanbeveling 2009/385/EG; voor uitgebreide bespreking zie O. DEBRAY en D. LEMBERGER, “La nouvelle loi “Corporate Governance” et les limites à la rémunération et aux indemnités des dirigeants d’entreprise”, *Bank Fin.R.* 2010/IV, 196 - 203; H. DEWULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 51 - 67; H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 157 – 166; J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 229 - 235; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 44 e.v..

¹⁸⁵ Art. 9 van de Wet.

van variabele remuneratie.¹⁸⁶ De Wet put haar inspiratie zowel uit de Code¹⁸⁷ als uit de Europese aanbevelingen¹⁸⁸. De transparantieplichtingen zijn in de Wet opgenomen om de aandeelhouders voldoende inzicht te verschaffen in het remuneratiebeleid van de onderneming. Op basis hiervan kunnen zij via hun “say on pay” kiezen om het verslag al dan niet goed te keuren. Door goedkeuring van het remuneratieverslag, bevestigen de aandeelhouders het algemene kader waarbinnen de raad van bestuur zijn bevoegdheden op het vlak van remuneratie uitoefent (waarbij wordt voorbijgegaan aan de basisbevoegdheid van de algemene vergadering¹⁸⁹).¹⁹⁰ In tegenstelling tot vorige wetgevende initiatieven zijn bezwaren vanuit privacy-oogpunt ondergeschikt aan het beschermen van de aandeelhouders en het maatschappelijk belang dat transparante verloningssystemen vereist om misbruiken te vermijden. Ook de Europese instanties stellen dat deze transparantie een informerend en uiteindelijk beschermend doel heeft dat voorrang krijgt op de privacy-issues.¹⁹¹

4.2. BEGRIJP VARIABELE VERLONING

WET - Hoewel de Wet veel aandacht besteedt aan variabele verloning, geeft ze zelf geen definitie van het begrip. De memorie van toelichting definieert ‘variabele verloning’ als “*de bestanddelen van de bezoldiging van bestuurders die worden toegekend op basis van prestatiecriteria, zoals beschreven onder het nieuwe art. 96, §3, 5° W.Venn., met inbegrip van bonussen*”.¹⁹² Een vergoeding is bijgevolg variabel wanneer deze gebaseerd is op prestaties van de vennootschap of een vennootschap die tot de consolidatiekring behoort, een bedrijfseenheid of de betrokkene.¹⁹³ Voor de aandelengerelateerde vergoeding maakt de memorie van toelichting duidelijk een onderscheid tussen de vergoeding die gekoppeld is aan prestatiecriteria en deze die er niet aan gekoppeld is: enkel de eerste is variabel, de laatste dient volgens de memorie

¹⁸⁶ Voor de exacte informatieverplichtingen zie art. 3, §3, 1° t.e.m. 11° van de Wet of art. 96, §3 W.Venn. en zie de uitgebreide bespreking in H. DEWULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 35 – 43; H. LAGA en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in BRAECKMANS, H., COIPEL, M. en DE CORDT, Y. (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 146 – 150.

¹⁸⁷ Zie 7.3 en 7.4 (remuneratieverslag), 7.12 (prestatiecriteria voor bonus), 7.13 en 7.16 (aandelen gerelateerde verloning), 7.14 (loon CEO), 7.15 (loon andere executives) van de Code.

¹⁸⁸ Zie 3.3 (remuneratieverslag) Aanbeveling 2004/913/EG, met 5.1 en 5.2 Aanbeveling 2009/385/EG als aanvulling op de inhoud van het remuneratieverslag en 3.4 (clawback-mogelijkheid) Aanbeveling 2009/385/EG.

¹⁸⁹ Zie Hoofdstuk II, Afdeling I, en zie M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning*, 2010/5, 293.

¹⁹⁰ Memorie van toelichting, p. 18.

¹⁹¹ Memorie van toelichting, p. 14.

¹⁹² Memorie van toelichting, p. 24.

¹⁹³ Art. 96, §3, 5° W.Venn.

van toelichting als vaste vergoeding beschouwd te worden.¹⁹⁴ Over de betekenis van ‘prestatiecriteria’ spreekt de Wet zich niet uit. Dat zowel financiële als niet-financiële criteria mogelijk zijn, lijkt algemeen aangenomen. Niet de al dan niet financiële aard van de criteria maar wel de link met waardecreatie voor de vennootschap zou van belang moeten zijn.¹⁹⁵ Voor een aantal soorten remuneratie heerst er onduidelijkheid of zij (altijd, nooit, soms) als variabel moeten geklasseerd worden.

BONUSSEN - Bonussen zijn volgens de memorie van toelichting altijd prestatiegerelateerd: zowel de bonus die op korte als op lange termijn wordt toegekend, hoort bij de variabele beloning.¹⁹⁶ Nochtans bestaan er in de bedrijfspraktijk nog steeds discretionaire bonussen: dit zijn premies die worden toegekend naar goeddunken, en niet op grond van objectief en meetbare al dan niet kwantificeerbare (prestatie)criteria. Toch heeft de Belgische wetgever gemeend alle mogelijke bonussen als variabele remuneratie te moeten kwalificeren, ongeacht of deze in realiteit onderhevig is aan prestatiecriteria of niet.

AANDELENOPTIES EN WARRANTS - In de rechtsleer zijn er twee strekkingen over de vraag of opties en warrants variabele verloning uitmaken.¹⁹⁷ Een eerste strekking neemt aan, vaak met een verwijzing naar de memorie van toelichting, dat opties en warrants slechts variabele verloning kunnen zijn indien gekoppeld aan prestatiecriteria. Verschillende auteurs bevestigen deze visie: “Aandelenopties behoren tot de variabele vergoeding wanneer hun uitoefening afhankelijk is van vooraf gedefinieerde prestaties. Kunnen de aandelenopties worden uitgeoefend (...) zonder dat enig prestatie criterium moet worden vervuld, dan vallen zij niet onder de variabele vergoeding”¹⁹⁸; “Dat de vergoeding schommelt of onzeker is, maakt haar nog niet variabel”¹⁹⁹; “*couplée à un critère de prestations*”²⁰⁰; “Wanneer een

¹⁹⁴ Memorie van toelichting, p. 25.

¹⁹⁵ H. LAGA en B. TILLEMANS, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 145; S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 671.

¹⁹⁶ Memorie van toelichting, p. 12.

¹⁹⁷ Deze paragraaf is gebaseerd op T. BOEDTS en M. TRUYEN, “Variabele remuneratie, variabele interpretaties? Over de toepassing van de regels in verband met variabele remuneratie op aandelenopties en warrants”, *TRV* 2010, 244. Zie ook S. DE GEYTER, “Over remuneratie van bestuurders en topmanagers”, *TRV* 2013/1, 18; P. WATY en A. GUDIENS, “Executive compensation. HR & Corporate Governance – Time to re-Calibrate?” in X.(ed.), *Tendensen in het bedrijfsrecht. Corporate Governance: keurslijf of sleutel tot succes?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 163.

¹⁹⁸ E. JANSSENS, “Remuneratiecomité verplicht voor genoteerde vennootschappen”, *TRV* 2010, 28.

¹⁹⁹ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 67.

²⁰⁰ O. DEBRAY en D. LEMBERGER, “La nouvelle loi ‘Corporate Governance’ et les limites à la rémunération et aux indemnités des dirigeants d’entreprise”, *Bank Fin.R.* 2010/IV, 206.

vergoeding niet gekoppeld is aan prestatiecriteria wordt dit beschouwd als een component van de vaste vergoeding”²⁰¹.

De auteurs die tot de tweede strekking in de rechtsleer behoren, betwisten deze redenering en stellen dat opties en warrants ‘uit hun aard’ of intrinsiek variabel zijn.²⁰² De waarde van de aandelenkoers bepaalt immers de waarde van een optie of een warrant: deze zijn dus steeds gelinkt aan de prestaties van de onderneming. Deze strekking auteurs argumenteert als volgt: “*Our view is that a stock option is intrinsically a variable element of compensation since employee stock options have certain unique features: (...) potential gain for beneficiary is possibility for capital gain which will depend to a very large extent on the company performance*”²⁰³ en “*En effet, une remuneration sous forme d’options par exemple, est variable par nature car sa valeur depend de l’évolution du cours de l’action sous-jacente (...), cette remuneration est donc toujours liée aux prestations de la société (...) et donc toujours variable*”²⁰⁴.

De letter van de Wet sluit de tweede interpretatie uit, zo redeneren de auteurs T. BOEDTS en M. TRUYEN.²⁰⁵ Hoewel intuïtief opties en warrants altijd tot de variabele verloning behoren omdat ze incentiverend werken en gekoppeld zijn aan de aandelenkoers, wijken de auteurs toch af van de tweede strekking. Het samenlezen van de memorie van toelichting en de Europese Aanbevelingen²⁰⁶ gebieden deze auteurs om de uitdrukkelijke koppeling aan prestatiecriteria als doorslaggevend te beschouwen om te oordelen of verloning variabel is of niet. Deze intuïtieve tegenstrijdigheid vormt een belangrijk pijnpunt van de Wet. Of verloning als variabel wordt geklasseerd of niet heeft invloed op een aantal verplichtingen die de Wet oplegt en is dus zeker niet onbelangrijk. Ook de auteurs CARLIER, LEROUX en MAGNIN van de tweede strekking nuanceren

²⁰¹ H. LAGA en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de wet van 6 april 2010” in *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking – Hedendaagse problemen*, Mechelen, Kluwer, 2011, 167.

²⁰² P. WATY en A. GUDIENS, “Executive compensation, HR & Corporate Governance – Time to recalibrate ?” in X., *Tendensen in het bedrijfsrecht (21) – Corporate Governance – keurslijf of sleutel to success ?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 164; T. CARLIER, E. LEROUX en C. MAGNIN, “Rémunération variable et en actions des dirigeants exécutifs de sociétés belges cotées: analyse critique de la loi du 6 avril 2010 et conséquences au niveau comptable et audit”, *Taks Audit & Accountancy*, juli 2011, 14.

²⁰³ P. WATY en A. GUDIENS, “Executive compensation, HR & Corporate Governance – Time to recalibrate ?” in X., *Tendensen in het bedrijfsrecht (21) – Corporate Governance – keurslijf of sleutel to success ?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, (139) 164.

²⁰⁴ T. CARLIER, E. LEROUX en C. MAGNIN, “Rémunération variable et en actions des dirigeants exécutifs de sociétés belges cotées: analyse critique de la loi du 6 avril 2010 et conséquences au niveau comptable et audit”, *Taks Audit & Accountancy*, juli 2011, 14.

²⁰⁵ T. BOEDTS en M. TRUYEN, “Variabele remuneratie, variabele interpretaties? Over de toepassing van de regels in verband met variabele remuneratie op aandelenopties en warrants”, *TRV* 2010, 246.

²⁰⁶ Aanbeveling 2009/385/EG definieert in 2.1 variabele beloningscomponenten als bestanddelen van de bezoldiging van bestuurders die worden toegekend op basis van prestatiecriteria, met inbegrip van bonussen.

meteen hun visie: “*Répondre par l’affirmative à ces questions en appelle bien d’autres*”²⁰⁷

ZITPENNINGEN²⁰⁸ - Hiernaast bestaat er ook over zitpenningen twijfel of ze - al dan niet per definitie - tot variabele verloning behoren.²⁰⁹ De zitpenning zelf is vaak een vast bedrag maar hoeveel een bestuurder uiteindelijk krijgt, hangt af van zijn of haar aanwezigheden. De totale vergoeding aan zitpenningen is aldus gebaseerd op de ‘prestatie’ dat de bestuurder opdaagt. Toch kan men zich afvragen of die prestatie wel wordt bedoeld in art 96, §3, 5° W.Venn. De Wet zelf doet hier geen uitspraak over. Het meest logische is dat de Wet met prestaties diegene bedoelt die waarde creëren voor de vennootschap. Toch laat de wetgever in het midden of andere prestaties ook als basis kunnen dienen voor variabele remuneratie. De onduidelijkheid over de kwalificatie van zitpenningen als variabele remuneratie vormt echter geen groot probleem in de praktijk. De regels over variabele verloning zijn immers voornamelijk van toepassing op *executives* en dus is de zitpenningkwestie slechts relevant voor de gedelegeerde bestuurder en andere uitvoerende bestuurders geïsoleerd door de Wet.

TANTIÈMES – De tantièmes zijn bij het opstellen van de wet niet sterk op de voorgrond getreden, waardoor ook hierover geen eensgezindheid heerst.²¹⁰ Enerzijds beschouwt VERMEESCH tantièmes altijd als variabele verloning omdat deze inherent afhankelijk zijn van de winst van een bedrijf en dus gekoppeld aan minstens één prestatiecriteria. Het is in die zin variabele verloning die enkel kan verkregen worden onder bijkomende voorwaarde van de uitdrukkelijke beslissing van de algemene vergadering.²¹¹ Anderzijds gaan er ook stemmen op om deze niet (automatisch) bij variabele verloning te voegen. Volgens WYCKAERT en BOEDTS worden tantièmes immers in principe niet gekoppeld aan bepaalde prestatiecriteria, maar slechts *ex post* toegekend door de algemene vergadering.²¹² COOLS nuanceert deze stelling en brengt beide visies samen door de tantièmes die *ex ante* in de statuten zijn toegekend,

²⁰⁷ T. CARLIER, E. LEROUX en C. MAGNIN, “Rémunération variable et en actions des dirigeants exécutifs de sociétés belges cotées: analyse critique de la loi du 6 avril 2010 et conséquences au niveau comptable et audit”, *Taks Audit & Accountancy*, juli 2011, 14.

²⁰⁸ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP 2010-14*, 67; S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIEEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 671 – 672.

²⁰⁹ S. DE GEYTER, “Over remuneratie van bestuurders en topmanagers”, *TRV 2013/1*, 18.

²¹⁰ Memorie van toelichting, p. 12.

²¹¹ S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIEEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 673.

²¹² M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning*, 2010/5, 324 - 325.

wél onder variabele verloning te laten vallen.²¹³ Hiermee leest de auteur het begrip variabele remuneratie als de remuneratie die vooraf gelinkt is aan prestatiecriteria, net zodat deze in staat is om *executives* te ‘incentiveren’.²¹⁴ COOLS vindt het praktisch onhaalbaar om tantièmes die pas *ex post* worden toegekend nog onder het toepassingsgebied van de Wet te doen vallen. Een aantal verplichtingen uit de Wet zijn immers onmogelijk ‘achteraf te voldoen’. Zo lijkt bijvoorbeeld de voorafgaande bekendmaking van prestatiecriteria onmogelijk als pas na het leveren van de prestaties wordt beslist door de algemene vergadering of er een tantième wordt toegekend of niet. Artikel 3.2 van Aanbeveling 2009/385/EG legt vooraf vastgestelde prestatiecriteria op. Achteraf toegekende tantièmes kunnen onmogelijk onder de variabele remuneratie van de Wet vallen, waardoor de redenering van COOLS de enige volledig juiste lijkt.

KRITISCHE BEDENKINGEN – Wat volgens de Wet allemaal tot variabele remuneratie behoort, is dus niet altijd even duidelijk. Dat een vergoeding schommelt of onzeker is, maakt haar nog niet variabel. Deze contra-intuïtieve insteek zorgt voor veel discussie in de rechtsleer. Is het de bedoeling geweest van de wetgever om alleen de verloning die vooraf ‘incentiveert’ onder haar toepassingsgebied te laten vallen zoals we zouden kunnen afleiding uit artikel 3.2 van Aanbeveling 2009/385/EG dat “vooraf vastgestelde prestatiecriteria” oplegt? Verloning die niet aan de hand van prestatiecriteria wordt toegekend dient niet te voldoen aan de wettelijke verplichtingen die gelden voor variabele remuneratie. Zo ‘ontsnappen’ alle aandelen gerelateerde verloningscomponenten die zonder prestatiecriteria worden toegekend aan deze verplichtingen. Het lijkt erop dat wegens de ongelukkige aflijning van de notie ‘variabele verloning’ enerzijds verloningscomponenten worden geïsoleerd die niet onder deze regelgeving zouden moeten vallen (discretionaire bonussen, zitpenningen, tantièmes), terwijl anderzijds incentiveerende verloningscomponenten waarvan intuïtief wordt aangenomen dat ze variabele verloning zijn, dit voor de Wet niet blijken te zijn (aandelen gerelateerde verloning zonder prestatiecriteria).

Naast de onduidelijke afbakening van wat de wetgever met de term ‘variabel’ bedoelt, is het woord ‘variabel’ misschien ongelukkig gekozen. Afhankelijk van de bedoeling van de wetgever had deze hier beter voor het woord ‘incentiverend’ gekozen (daar ‘prikkelend’ iets te zintuiglijk zou zijn). Het woord ‘variabel’ creëert immers de verwachting het strikt tegengestelde van het woord ‘vast’ te betekenen. Daar dit niet strookt met de bedoeling van de wetgever, zaait deze term veel onenigheid binnen de rechtsleer. In de mate dat de Europese en de Belgische wetgever ondernemingsbeleid heeft willen sturen

²¹³ S. COOLS, “Variabele remuneratie : de rol van tantièmes uitgespeeld of onderschat?”, *TRV* 2012, 168 - 169.

²¹⁴ Dit wordt bevestigd in S. DE GEYTER, “Over remuneratie van bestuurders en topmanagers”, *TRV* 2013/1, 18.

naar duurzaam lange termijn verloningsbeleid, geeft de indicatie ‘incentiverend’ m.i. beter deze doelstellingen weer omdat daarbij semantisch de band wordt gelegd met prestatiecriteria en het tijdspectief beter aan de orde komt.

4.3. VERHOOGDE TRANSPARANTIE TOEKENNINGSCRITEIA 520BIS W.VENN.

Naast de algemene transparantieplichtingen in de *corporate governance*-verklaring voor alle soorten remuneratie en het remuneratiebeleid, voert de Wet voor de variabele remuneratie toegekend aan *executives* een verhoogde transparantie in.²¹⁵

EERSTE LID - Een nieuw artikel 520bis W.Venn. bepaalt dat de prestatiecriteria op basis waarvan de variabele vergoeding wordt toegekend aan een *executive*, uitdrukkelijk worden opgenomen in de contractuele of andere bepalingen die de betrokken rechtsverhouding beheersen.²¹⁶

DOEL EN DEFINITIE PRESTATIECRITERIA - De Wet beoogt hiermee een grotere transparantie te bereiken zonder flexibiliteit af te nemen van de vennootschappen.²¹⁷ Deze blijven immers vrij om de specifieke prestatiecriteria zelf te bepalen. Artikel 3.2 van Aanbeveling 2009/385/EG legt echter wel enkele basisregels op voor deze prestatiecriteria die vooraf vastgesteld en meetbaar horen te zijn.²¹⁸ Ze dienen bovendien op lange termijn de levensvatbaarheid van de onderneming te bevorderen en ondernemingswaarde te creëren.²¹⁹ Net zoals DE WULF, VAN DER ELST en VERMEESCH argumenteren, betekent ‘objectief en meetbaar’ niet dat de

²¹⁵ De regels over variabele remuneratie van de Wet gelden niet alleen voor de beursgenoteerde Belgische bedrijven maar ook voor een aantal autonome overheidsbedrijven zoals de NMBS, NMBS Holding, Infrabel, De Post en Belgocontrol; H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 69; H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 167 e.v.; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 55.

²¹⁶ Memorie van toelichting, p. 23.

²¹⁷ H. LAGA en B. TILLEMANN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 146.

²¹⁸ M.a.w. deze prestatiecriteria mogen “niet willekeurig zijn”, zie H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 167.

²¹⁹ Aanbeveling 2009/385/EG, overwegingen (6) en bepaling 3.2.

parameters duidelijk beïnvloed moeten worden door de begunstigde.²²⁰ Zij geven het voorbeeld van de aandelenkoers als prestatie criterium. Deze wordt door allerlei factoren beïnvloed en zeker niet alleen door de *executives*. Dit verhindert nochtans niet dat het perfect rechtsgeldig blijft om een bonus afhankelijk te maken van die aandelenkoers.

TWEEDE LID - Volgens het tweede lid van art. 520bis W.Venn. kan uitbetaling van deze variabele verloning alleen dan gebeuren wanneer de prestatiecriteria van de periode worden bereikt. Opvallend is dat men van deze specifieke transparantieverplichting niet kan afwijken door een voorafgaande statutaire regeling of goedkeuring van de algemene vergadering.²²¹ Het is dus de absolute bedoeling van de wetgever om de variabele verloning te linken aan prestatiecriteria die transparant moeten zijn naar de buitenwereld toe.²²²

4.4. SPREIDING IN DE TIJD ‘VARIABELE’ REMUNERATIE ART. 520TER W.VENN.

Naast de specifieke transparantieverplichtingen voegt de Wet voor variabele remuneratie ook een nieuw art. 520ter W.Venn. toe om deze remuneratie sterker te koppelen aan langetermijndoelstellingen. In haar overwegingen stelt Aanbeveling 2009/386/EG dat de structuur van de beloningen de levensvatbaarheid van de onderneming op lange termijn dient te bevorderen. Daarom wordt de betaling of toekenning van significante variabele beloningscomponenten uitgesteld of gespreid gedurende een bepaalde periode. Het artikel maakt een onderscheid tussen enerzijds aandelen gerelateerde verloning en anderzijds variabele verloning. De volledigheid gebiedt ons te vermelden dat er een onderscheid van toepassingsgebied is tussen de twee leden: het eerste lid is ook van toepassing op niet-uitvoerende bestuurders, terwijl het tweede lid alleen van toepassing is op *executives*.²²³

4.4.1. Aandelen gerelateerde verloning

EERSTE LID - Het eerste lid van dit nieuwe artikel legt een verplichte wachttijd op voor alle aandelen gerelateerde verloning ongeacht of deze als variabele

²²⁰ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 72.

²²¹ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 69.

²²² Hiermee wordt de Amerikaanse praktijk van *reloading* van opties onmogelijk gemaakt, zie H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 69 en H. LAGA en B. TILLEMAN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 147.

²²³ S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 676.

verloning worden beschouwd.²²⁴ Aandelen kunnen pas definitief verworven worden en aandelenopties of alle andere rechten om aandelen te verwerven pas definitief uitgeoefend²²⁵ door een *executive* na een periode van minstens drie jaar.²²⁶ De richtlijn, en dus slechts een interpretatie van bijhorende bepaling, bij 7.13 van de Code en de artikelen 4.1 en 4.2 van Aanbeveling 2009/385/EG vormen de bron van deze rechtsregel die “*waardecreatie beoogt op lange termijn*”.²²⁷ Aandelen kunnen reeds vroeger dan drie jaar toegekend of zelfs in eigendom ter beschikking gesteld worden aan de *executive* zonder dat deze hierover definitief beschikt. De eerste drie jaar na de toekenning van de aandelen kan de *executive* nog van zijn rechten op de aandelen vervallen verklaard worden. Aandelenopties of andere rechten om aandelen te verwerven kunnen niet eerder dan drie jaar na de toekenning uitgeoefend worden, maar zijn wel al definitief verworven. Aandelen die via deze opties of andere rechten zijn verkregen na de wachtperiode van drie jaar, zijn wel meteen verworven.

Aangezien in dit lid het begrip ‘variabele remuneratie’ niet wordt gebruikt, moet er worden aangenomen dat deze regel van toepassing is op alle aandelen gerelateerde verloning, ongeacht of deze onder het begrip variabele remuneratie valt of niet.²²⁸ De onvoorwaardelijk (lees: zonder prestatiecriteria) toegekende aandelen(opties) vallen dus toch onder de spreidingsverplichting van de Wet hoewel ze niet aan de definitie van variabele remuneratie voldoen. Deze zijsprong naar aandelen gerelateerde verloning apart, maakt de Wet niet makkelijker om lezen. Vraag is waarom de wetgever net hier alle aandelen gerelateerde verloning viseert en niet elders in de Wet waar hij alleen over variabele remuneratie spreekt.

²²⁴ Art. 520ter, eerste lid W.Venn. spreekt enkel over “bestuurder” maar de toepassing ervan wordt *mutatis mutandis* ook voorzien voor de leden van het directiecomité, de opdrachthouders van dagelijks bestuur en de “andere leiders” zie art. 15 en 16 van de Wet, ingevoegd bij art. 524bis en 525 W.Venn.

²²⁵ De termen ‘definitief verworven’ en ‘uitoefenen’ zijn wegens hun onduidelijkheid i.v.m. ‘vesting’ onderworpen aan commentaar in H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP 2010-14*, 70 – 71.

²²⁶ De termijn van drie jaar sluit aan bij de fiscale regeling voor de behandeling van opties zoals in de wet van 26 maart 1999, zie M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 57.

²²⁷ Memorie van toelichting, p. 24.

²²⁸ H. LAGA en B. TILLEMANN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 150; S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 676.

4.4.2. Alle variabele remuneratie

TWEEDE LID - Het tweede lid van art. 520ter W.Venn. beoogt een bijkomende spreiding van alle variabele remuneratie van *executives*.²²⁹ Ten minste een vierde van de variabele remuneratie voor een *executive* dient gebaseerd te zijn op prestaties over een periode van minstens twee jaar, en een ander vierde op criteria over een periode van minstens drie jaar. Dit betekent dat slechts de helft van de jaarlijkse variabele verloning gebaseerd mag zijn op prestaties van het betrokken jaar. De andere helft dient gespreid te worden over de tijd of toch ten minste over twee of drie jaar.²³⁰ Wordt bijvoorbeeld een bonus van een *executive* gekoppeld aan een minimale koersstijging, dan zal deze stijging drie jaar lang moeten bestaan opdat de *executive* zijn volledige bonus krijgt uitgekeerd. Hoewel dit ongelukkig geformuleerd is door de wetgever, is dit de gangbare interpretatie van de Wet.²³¹

VERSCHIL EERSTE TWEE LEDEN - Het schijnbaar kleine verschil tussen de eerste twee leden van art. 520ter W.Venn. brengt een belangrijk gevolg met zich mee. De definitieve toekenning/verwerving van de aandelen gerelateerde verloning is alleen aan een uitstel of wachtperiode van drie jaar gebonden. De variabele remuneratie daarentegen – waar de aandelen gerelateerde verloning enkel onder valt indien ze aan de definitie voldoet kan volgens art. 520ter W.Venn. enkel worden verkregen niet alleen door het verloop van de tijd maar slechts wanneer de hieraan vast gekoppelde prestatiecriteria gedurende een bepaalde periode van twee of drie jaar worden vervuld.²³²

CUMULATIE EERSTE TWEE LEDEN – Wanneer aandelen gerelateerde verloning ook gelinkt is aan prestatiecriteria, valt deze verloning zowel onder het eerste

²²⁹ Art. 524bis en 525 W.Venn. stellen dat art. 520ter W.Venn. op hen van toepassing is.

²³⁰ Zie voor een concreet voorbeeld Memorie, p.25; J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 227; P. WATY en A. GUDIENS, “Executive compensation, HR & Corporate Governance – Time to re-Calibrate ?” in X., *Tendensen in het bedrijfsrecht (21) – Corporate Governance – keurslijf of sleutel to success?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 166 e.v.; H. LAGA en B. TILLEMEN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 150; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 58.

²³¹ S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 677.

²³² S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 677.

als onder het tweede lid van art. 520ter W.Venn.²³³ Ze zal dan ook cumulatief aan de vereisten van beide leden moeten voldoen. De variabele (en aandelen gerelateerde) verloning zal ten eerste gespreid moeten worden toegekend volgens de “50-25-25-regel”. Ten tweede zal deze verloning pas na drie daaropvolgende jaren verworven zijn of kunnen worden uitgeoefend. Bij wijze van voorbeeld: de laatste 25% van aandelenopties verdiend in jaar 1, worden pas definitief toegekend eind jaar 3 en uitoefenbaar eind jaar 6. Hierdoor legt de wetgever in abstracte termen een schema van verwerving en uitoefening van aandelenopties op, dat al dan niet in overeenstemming kan zijn met bedrijfseconomische doelstellingen en legitieme verwachtingen en dat particuliere (para)fiscale gevolgen met zich meebrengt.

RATIO LEGIS - Duidelijk is dat ook hier de langetermijnbelangen van de onderneming centraal staan voor de wetgever. De regel vloeit voort uit 3.3 van Aanbeveling 2009/385/EG waarin “een groot deel van de variabele component gedurende een minimumperiode dient te worden uitgesteld”. Deze bepaling is evenwel concreter in vergelijking met 7.11 van de Code waarin, teneinde de belangen van het uitvoerend management af te stemmen op die van de vennootschap, een gepast deel van het remuneratiepakket gekoppeld wordt aan de prestaties van het bedrijf en de individuele prestaties zonder een spreiding in de tijd te verplichten of aan te bevelen. De wetgever achtte het toch noodzakelijk om een standaard spreidingsplan op te leggen, met als enige flexibiliteit de mogelijke afwijkingen besproken in de volgende paragraaf.

4.4.3. Uitzonderlingen op artikel 520ter W.Venn.

a. Minder dan 25% variabele remuneratie

VIERDE LID - De variabele remuneratie hoeft niet aan voorgaande regel te voldoen wanneer ze slechts een vierde of minder van de jaarlijkse remuneratie vormt. Het vierde lid van art. 520ter W.Venn. definieert jaarlijkse remuneratie als alle elementen waarvan de publicatie vereist is krachtens art. 96, §3, 6^o en 7^o W.Venn., en dit zijn: het basissalaris, de variabele remuneratie²³⁴, pensioen en andere componenten. De bepaling van de jaarlijkse remuneratie van een *executive* is niet eenvoudig wanneer bepaalde vergoedingen over een periode van meerdere jaren zijn toegekend.²³⁵ De Memorie²³⁶ probeert dit te

²³³ T. CARLIER, E. LEROUX en C. MAGNIN, “Rémunération variable et en actions des dirigeants exécutifs de sociétés belges cotées: analyse critique de la loi du 6 avril 2010 et conséquences au niveau comptable et audit”, *Taks Audit & Accountancy*, juli 2011, 14.

²³⁴ Waaronder aandelen gerelateerde verloning indien deze gekoppeld is aan prestatiecriteria. De waardering van aandelen of aandelenopties moet gebeuren volgens IFRS standaard van *share-based payment* zie memorie, p.25.

²³⁵ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP 2010-14*, 73; Ook het begroten van andere voordelen in natura en aandelen(opties) is niet altijd even eenvoudig, zie J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen

verduidelijken: de variabele component van de totale remuneratie is de inzet of de maximaal haalbare vergoeding, niet het uiteindelijk bereikte resultaat conform de prestatiecriteria. De 50% van de variabele vergoeding die meteen mag uitgekeerd worden moet worden beoordeeld voor het boekjaar waarin de bonus wordt toegekend en de prestatiecriteria worden vastgesteld.²³⁷ Alleen al om deze berekeningen te vermijden, en mogelijke sancties te voorkomen bij foute berekeningen, wordt gebruik gemaakt van de volgende uitzondering.

b. Toestemming algemene vergadering

UITSCHAKELEN VIA AV - Artikel 520ter W.Venn. kan uitgeschakeld worden als de algemene vergadering met een andere regeling uitdrukkelijk instemt, of wanneer dit artikel statutair wordt uitgesloten. Deze goedkeuring zal veiligheidshalve via een aparte stemming worden georganiseerd, hoewel dit niet uitdrukkelijk in de Wet staat.²³⁸ De globale goedkeuring van het remuneratieverslag lijkt echter niet voldoende aangezien de goedkeuring van de afwijking op de regel in art. 520ter W.Venn. apart wordt behandeld in de Wet. In essentie houdt deze bepaling een bevoegdheidsverdeling in tussen de organen van de vennootschap.²³⁹ Wanneer de vennootschap wenst af te wijken van het wettelijk voorziene spreidingsplan, dient ze goedkeuring te krijgen van de algemene vergadering. Er is niet meer sprake van “*comply or explain*” maar wel van “*comply or convince*”.²⁴⁰ De wettelijke verharding zorgt dus voornamelijk voor een machtsverdeling binnen de vennootschap. Volgens WYCKAERT en BOEDTS “zou het niet verbazen dat deze uitzondering snel regel zal worden in vennootschappen met een geconcentreerd

in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 227.

²³⁶ Memorie van Toelichting, p. 25 met een aantal praktische voorbeelden.

²³⁷ Zie voor een goed voorbeeld: H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 73. Zie ook H. LAGA en B. TILLEMANN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 151; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 59; M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Remuneratie van ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010”, *Tijdschrift Estate Planning* 2010, 324 - 325.

²³⁸ H. LAGA en B. TILLEMANN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 151; H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 74.

²³⁹ Memorie van toelichting, p. 19.

²⁴⁰ J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 229.

aandeelhouderschap”.²⁴¹ We zien in volgend hoofdstuk hoe de praktijk hier mee omgaat.

4.5. SANCTIE BIJ NIET NALEVING

ART. 520BIS, DERDE LID W.VENN. – Indien de bepalingen van het nieuwe art. 520bis W.Venn. niet worden nageleefd, zal de variabele vergoeding niet meetellen als berekeningsbasis van de vertrekvergoeding, zo stelt het derde lid.²⁴² Dit zowel als er helemaal geen criteria worden opgesteld of als deze niet worden bereikt en er toch verloning wordt uitbetaald. Alleen voor niet-naleving van art. 520bis en niet 520ter W.Venn. heeft de wetgever deze sanctie voorzien.

ART. 520BIS EN 520TER W.VENN. - Hiernaast blijft voor beide nieuwe artikelen de gemeenrechtelijke sanctie van bestuurdersaansprakelijkheid van toepassing. Het niet naleven van art. 520bis of 520ter W.Venn. is een overtreding van het Wetboek van Vennootschappen waarvoor de bestuurders via art. 528 W.Venn. mogelijk aansprakelijk zijn.

NIETIGHEIDSGROND? – Onverminderd de eventuele bestuurdersaansprakelijkheid, lijkt de enige overige sanctie de nietigheidssanctie te zijn. Een nietigheidssanctie lijkt uitgesloten wegens het ontbreken van een uitdrukkelijke wettekst, zo stellen WYCKAERT en BOEDTS.²⁴³ LAGA en TILLEMEN daarentegen menen dat een uitdrukkelijke wettekst niet noodzakelijk is, en dat de rechter ook zonder een voorziene nietigheidssanctie de nietigheid kan opleggen.²⁴⁴ DE WULF, VAN DER ELST en VERMEESCH sluiten zich bij de tweede redenering aan en beschouwen artikelen 520bis en 520ter W.Venn. “*ongetwijfeld van dwingend recht*” zodat een overeenkomst die hiermee niet in overeenstemming is, nietig kan verklaard

²⁴¹ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 59.

²⁴² Memorie van toelichting, p. 24; zie voor de vraag naar verenigbaarheid met het arbeidsrecht J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 225 – 226.

²⁴³ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, “Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor ‘leiders’ van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010” in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 60.

²⁴⁴ H. LAGA en B. TILLEMEN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 147. Zie bevestiging bij J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 225.

worden.²⁴⁵ Via analoge toepassing van art. 64, 3° W. Venn. valt de schending van een van beide artikelen te beschouwen als een bevoegdheidsoverschrijding.²⁴⁶ Het verschil tussen beide artikelen is dat voor art. 520ter W.Venn. de goedkeuring van een uitzondering op de regel expliciet tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoort. Dat in dit geval sprake kan zijn van een overschrijding van de wettelijke bevoegdheidsverdeling is logischer dan in het geval van 520bis W.Venn.²⁴⁷

4.6. CLAW BACK

Wanneer een *claw back*-clausule gestipuleerd is in een contract met een *executive*, heeft de vennootschap het recht om alle of een deel van diens variabele vergoeding die verkregen is op basis van gegevens die achteraf kennelijk onjuist blijken, terug te vorderen. Een dergelijke clausule is niet verplicht door de Wet maar als er een is, dient ze wel bekend gemaakt.²⁴⁸ Dit neemt niet weg dat een dergelijke ten onrechte verkregen vergoeding kan worden teruggevorderd op grond van het gemeen recht zoals dwaling of bedrog.²⁴⁹ In de praktijk stelt de helft van de bedrijven expliciet dat deze clausule onmogelijk is, 7% heeft een *claw back*-clausule mogelijk gemaakt en de resterende 41% van de bedrijven zegt er niets over in haar

²⁴⁵ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, "Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010", *WP* 2010-14, 69; J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, "De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen", *Oriëntatie* 2011/8, 225 : hierin stellen de auteurs dat de wetgever een ruim belang voor ogen had en dat het daarom dus om een absolute nietigheid moet gaan.

²⁴⁶ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, "Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010", *WP* 2010-14, 69. Passen deze redenering enkel toe op art. 520ter W.Venn. omdat afwijking ervan via de algemene vergadering mogelijk is: H. LAGA en B. TILLEMANS, "Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 148.

²⁴⁷ H. LAGA en B. TILLEMANS, "Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010" in Jan Ronse Instituut (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 147; H. LAGA, en D. VANDENABEELE, "Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010" in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 170-171.

²⁴⁸ O. DEBRAY en D. LEMBERGER, "La nouvelle loi "Corporate Governance" et les limites à la rémunération et aux indemnités des dirigeants d'entreprise", *Bank Fin.R.* 2010/IV, 206; H. LAGA en B. TILLEMANS, "Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 148; P. WATY en A. GUDIENS, "Executive compensation, HR & Corporate Governance – Time to re-Calibrate ?" in X., *Tendensen in het bedrijfsrecht (21) – Corporate Governance – keurslijf of sleutel to success ?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 166.

²⁴⁹ M. WYCKAERT en T. BOEDTS, "Loon naar werk: de wettelijke contouren van een gepast verloningsbeleid voor 'leiders' van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010" in C. GRENSON (ed.), *Tien jaar na het Wetboek van Vennootschappen: waar staan we?*, Gent, Larcier, 2010, 56.

remuneratieverslag van 2011.²⁵⁰ Uit bovenstaande gegevens blijkt dat *claw back*-clausules weinig gangbaar zijn in België. Ook op juridisch vlak is hierover nog niet het laatste woord gezegd. Zowel vanuit verbintenissenrecht als vanuit arbeidsovereenkomstenrecht (voor die *executives* die actief zijn als werknemer) lijken aanzienlijke obstakels te bestaan naar Belgisch recht voor de rechtsgeldigheid en afdwingbaarheid van *claw back*-clausules.

4.7. INWERKINGTREDING

ALGEMEEN - Artikel 20 van de Wet bepaalt dat de artikelen 13 en 14 van de Wet, die respectievelijk art. 520*bis* en 520*ter* W.Venn. invoegen, van toepassing zijn vanaf het boekjaar dat aanvangt na 31 december 2010. Een inwerkingtreding in het boekjaar van 2011 betekent voor de meeste vennootschappen een start op 1 januari 2011, voor andere die hun boekhouding afsluiten eind juni, gelden de regels pas op hun boekjaar 2011-2012.²⁵¹

LOPENDE OVEREENKOMSTEN – Aangezien er geen overgangsregeling voorzien is in de Wet moeten we de gemeenrechtelijke regels i.v.m. de werking van de wet in de tijd volgen.²⁵² De basisregel voor lopende overeenkomsten is de eerbiedigende werking van de wet. Een wet van dwingend recht vormt hierop echter een uitzondering. Algemeen wordt aangenomen dat de meeste bepalingen van de wet van openbare orde zijn daar ze de belangen van de aandeelhouders en de openbare orde beschermen.²⁵³

²⁵⁰ Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 25.

²⁵¹ H. DE WULF, C. VAN DER ELST en S. VERMEESCH, “Radicalisering van corporate governance-regelgeving: remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010”, *WP* 2010-14, 74; H. LAGA en B. TILLEMEN, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-2011*, Brussel, Bruylant, 2010, 148.

²⁵² H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), *10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 172.

²⁵³ Doc 31 2336/001, 79; Advies Raad van State: “Die verwijzing naar de “gebruiken” en de “praktijken” lijkt overbodig doordat het ontworpen artikel 520*bis* een bepaling van openbare orde is in verband waarmee in de memorie van toelichting wordt aangegeven dat ze te maken heeft met de “juridische grondslagen waarop de economische maatschappelijke orde rust”. (De Raad van State verwijst echter naar een eerste Memorie die niet werd opgenomen in de stukken van de Kamer); Doc 52 2336/001, 62, Raad van State: “Daarmee wenst de Regering, in het belang van het beleggersvertrouwen in de financiële markten, de bestaande bekommernis weg te nemen omtrent overdreven hoge beëindigingsvergoedingen waarop sommige vennootschapsmandatarissen aanspraak kunnen maken naar aanleiding van de beëindiging van hun functie binnen een genoteerde vennootschap. Aldus beoogt zij bij te dragen tot het herstel van het vertrouwen in de financiële markten. De reglementering van deze markten maakt deel uit van de juridische grondslagen waarop de economische maatschappelijke orde rust.” (de Raad van State verwijst hier nogmaals naar een eerste Memorie die niet werd opgenomen in de stukken van de Kamer); Doc 52 2336/001, 14: “Enige bezwaren vanuit privacy-oogpunt kunnen dan ook niet worden weerhouden, aangezien het beschermen van de aandeelhouders en het maatschappelijk belang vereisen dat verloningsystemen transparant zijn om misbruiken en excessen te vermijden,

AANPASSING BESTAANDE OVEREENKOMSTEN – Lopende overeenkomsten die van kracht zijn na de inwerkingtreding van de Wet zullen moeten worden aangepast. Zo niet lopen bedrijven het risico (1) dat de variabele remuneratie niet wordt meegeteld voor de vertrekvergoeding (art. 520bis W.Venn.) of (2) van nietigheid bij niet-naleving van art. 520ter W.Venn.²⁵⁴ ²⁵⁵ Zo zullen de gebruikte prestatiecriteria in het remuneratieverslag moeten worden ingeschreven, moet de spreiding van variabele remuneratie binnen de wettelijke contouren passen en moet de aandelen gerelateerde verloning de opgelegde wachtperiode respecteren. Praktisch gezien zullen veel vennootschappen deze verplichte aanpassing willen vermijden waar mogelijk via een goedkeuring van de algemene vergadering of een statutaire regeling.

4.8. BESLUIT

EVOLUTIE – Uit hoofdstuk II zouden we kunnen besluiten dat de Wet een logisch gevolg is van de geschiedenis van de regelgeving. Zowel de Europese aanbevelingen als de Belgische codes wijzen op een groeiende interesse in en een groeiend belang van transparantie omtrent remuneratie. Van het momentum, gecreëerd door de financieel-economische crisis, werd door de wetgever gebruik gemaakt om harder op te treden tegen te hoge variabele verloning en vertrekvergoedingen, de twee remuneratiecomponenten die het hardst gevisieerd worden door de Wet.

KWALITEIT VAN DE WET – Een aantal onduidelijkheden doen vragen rijzen over de kwaliteit van het wetgevend werk. De begrippen gebruikt doorheen de Wet maken het de lezer niet makkelijk. In tegenstelling tot de VSA maakt de Wet geen expliciet onderscheid tussen *restricted* en *non-restricted remuneration*²⁵⁶. het begrip ‘variabele verloning’ wordt ongelukkig en transversaal gedefinieerd. Enerzijds dient variabele verloning telkens aan prestatiecriteria gekoppeld te zijn, anderzijds vallen bonussen per definitie onder dit begrip terwijl de praktijk ook discretionaire bonussen kent. Wanneer art. 520ter W.Venn. dan over ‘aandelen, aandelenopties of andere rechten om aandelen te verwerven’ handelt en zo een nieuwe categorie ‘aandelen gerelateerde verloning’ creëert die kan overlappen met variabele verloning,

en om inzicht te krijgen in welke mate strategische beslissingen door verloningsaspecten gemotiveerd zouden kunnen worden”. Zie ook H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking, Mechelen, Kluwer, 2011, 172 - 173.

²⁵⁴ Zie *supra* over sanctie bij niet-naleving van 520ter en 520bis W.Venn. in Afdeling V.

²⁵⁵ H. LAGA, en D. VANDENABEELE, “Deugdelijk bestuur en remuneratie in beursgenoteerde vennootschappen. Een bespreking van de Wet van 6 april 2010” in H. BRAECKMANS, M. COIPEL en Y. DE CORDT (eds.), 10 jaar Wetboek Vennootschappen in werking, Mechelen, Kluwer, 2011, 173.

²⁵⁶ *Restricted compensation* verwijst naar de toekenning van voordelen (aandelen, geld, opties) onder de voorwaarde van het bereiken van bedrijfseconomische prestatiecriteria.

wordt de Wet helemaal moeilijk leesbaar. Daarnaast bezorgen de wettelijke spreidingsplannen de geviseerde ondernemingen moeilijke berekeningsopdrachten. Dit heeft natuurlijk ook implicaties voor de boekhoudkundige verwerking.²⁵⁷ De mogelijkheid om via de goedkeuring van de algemene vergadering aan deze berekeningen te ontsnappen, zal voor menig onderneming een aantrekkelijk alternatief lijken. Bovendien kan de vraag gesteld worden wie de berekeningen van het percentage variabele verloning van bedrijven zal (kunnen) controleren, indien deze tóch verkiezen om niet naar de algemene vergadering te stappen.

INHOUD VAN DE WET (1) – Ter invulling van het *corporate governance*-beginsel “transparantie leidt tot verantwoording”, heeft de wetgever een verhoogde transparantie opgelegd voor de prestatiecriteria in art. 520bis W.Venn. Deze regel laat de ondernemingen de flexibiliteit om de criteria zelf in te vullen maar maakt wel het verkrijgen van de hieraan gekoppelde verloning voorwaardelijk. De transparantie leidt zowel voor aandeelhouders als voor de *executives* in kwestie tot duidelijkheid én tot een betere link tussen prestaties en verloning.²⁵⁸ Vraag is waarom in tegenstelling tot vroegere wetsvoorstellen²⁵⁹ de *privacy-issue* hier blijkbaar niet meer speelt. De Raad van State acht in haar adviezen omtrent de Wet het maatschappelijk belang om de financiële markten te herstellen nu wel belangrijker dan de *privacy* van *executives* en bestuurders. Hebben veeleer de economische (crisis)omstandigheden de *privacy-commissie* hier toe aangezet dan wel de meer aangepaste wetsvoorstellen?

INHOUD VAN DE WET (2) - Daarnaast legt de Wet modaliteiten op voor de toekenning van variabele verloning, hetgeen ongetwijfeld de grootste impact heeft op het verloningsbeleid van ondernemingen. De wetgever doet dit ter bescherming van de aandeelhouders maar legt met haar wettelijke spreidingsplannen een “standaardplan” op voor de heterogene groep bedrijven. Het is verbazend dat de wetgever de ondernemingen niet meer speelruimte geeft en een standaard spreidingsplan oplegt. Ten eerste is het misschien niet voor elk bedrijf mogelijk om over een lange termijn van drie jaar criteria op te stellen²⁶⁰, en ten tweede zal de nood van elk bedrijf verschillend zijn, zoals

²⁵⁷ T. CARLIER, E. LEROUX en C. MAGNIN, “Rémunération variable et en actions des dirigeants exécutifs de sociétés belges cotées: analyse critique de la loi du 6 avril 2010 et conséquences au niveau comptable et audit”, *Taks Audit & Accountancy*, juli 2011, 12 - 17.

²⁵⁸ P. WATY en A. GUDIENS, “Executive compensation, HR & Corporate Governance – Time to re-Calibrate ?” in X., *Tendensen in het bedrijfsrecht (21) – Corporate Governance – keurslijf of sleutel to success ?*, Antwerpen, Kluwer, 2010, 173.

²⁵⁹ Zie *supra* Hoofdstuk II, Afdeling II, §3 en Doc 52 2336/001, 14: “Enige bezwaren vanuit *privacy-oogpunt* kunnen dan ook niet worden weerhouden, aangezien het beschermen van de aandeelhouders en het maatschappelijk belang vereisen dat verloningsystemen transparant zijn om misbruiken en excessen te vermijden, en om inzicht te krijgen in welke mate strategische beslissingen door verloningsaspecten gemotiveerd zouden kunnen worden”.

²⁶⁰ J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De Corporate Governance Wet: eerste indicaties van de gevolgen in de praktijk van de bepalingen inzake variabele verloning en vertrekvergoedingen”, *Oriëntatie* 2011/8, 228.

vroeger steeds aangehaald als reden voor de bewuste keuze van *soft law* en bijhorende flexibiliteit. Toch achtte de wetgever het noodzakelijk om over te stappen op harde wetgeving. Of deze inmenging in het verloningsbeleid van bedrijven voor alle aandeelhouders op lange termijn een verbetering betekent, is een vraag die enkel door verloop van tijd haar antwoord zal kennen. Een verschuiving van variabel naar vast loon²⁶¹ of pensioenbijdragen zal, naast de mogelijke afwijking via de algemene vergadering zelf, de verplichte spreiding van variabele verloning kunnen “omzeilen”.

INHOUD VAN DE WET (3) - De machtsverschuiving naar de algemene vergadering verandert de *comply or explain*-regel uit de Code naar een *comply or convince*-regel. Door de complexe berekeningen en het vaste spreidingsschema wordt verwacht dat bedrijven de afwijkingmogelijkheid van art. 520ter W.Venn. graag zullen kiezen. Ook al is dat zo, dan wijst dit niet per se op een overbodigheid van de Wet maar net op haar flexibiliteit. De benodigde flexibiliteit door de heterogene groep aan bedrijven die steeds de reden was voor de keuze voor *soft law*, vindt op deze manier haar ingang binnen de wetgeving. Wanneer echter een referentieaandeelhouder aan de touwtjes trekt in de algemene vergadering, kan men zich afvragen hoeveel bescherming deze regel dan biedt aan de minderheidsaandeelhouders, die volgens het Belgische *agency*-probleem²⁶² net bescherming verdienen?

AARD VAN REGELGEVING – Een rechtstreeks gevolg van de omschakeling van *soft* naar *hard law* is het verlies van de geprezen (en zeer noodzakelijk geachte) flexibiliteit die de Code met zich meebracht.²⁶³ De Memorie van toelichting van de Wet geeft geen concrete reden waarom de wetgever het nodig achtte om de stap naar *hard law* te zetten (al zal dit ten dele volgen uit de noodzakelijke omzetting van de Richtlijn 2006/46/EG inzake verplichte vermeldingen in de jaarrekening). Of het de slechte naleving van de Code was, dan wel de maatschappelijke druk in crisistandigheden die de wetgever hiertoe heeft aangezet, zal pas na het onderzoek van de praktijk duidelijk kunnen worden.²⁶⁴ Het volgende praktijkhoofdstuk geeft de theoretische bedenkingen verdere diepgang en plaatst er soms extra vraagtekens bij.

²⁶¹ “*Het is in de praktijk waarschijnlijk dat de vaste vergoeding zal verhogen, in die optiek mist de wetgeving haar doel*” uit H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 286, 525°.

²⁶² Zie *supra*, Hoofdstuk I, Afdeling I.

²⁶³ Het zelfreguleringsprincipe wordt sterk verdedigd door Herman Daems, voorzitter van de Commissie Corporate Governance: “de Code heeft alles in huis om het vertrouwen van de investeerders in de Belgische beursgenoteerde bedrijven te versterken” zie Persbericht van 12 maart 2009, <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/attachments/press/dd9b925b-a376-478f-ac61-5b5b96503817/nl/PBCODE2009NL.pdf>.

²⁶⁴ S. VERMEESCH, “De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 667 - 668.

5. AFTOETSING VAN DE REGELGEVING AAN DE PRAKTIJK

In dit hoofdstuk wordt de praktijk van (variabele) verloning in België kort geschetst aan de hand van enkele onderzoeken en bekeken vanuit twee invalshoeken, enerzijds naleving van transparantieplichtingen, anderzijds het gebruik van variabele verloning in verhouding tot vaste verloning. Aangezien deze studie is opgebouwd rond recente regelgeving is het tijdsvenster beperkt tot de periode tussen 2009 en 2011 die de overschakeling van *soft* naar *hard law* omvat.²⁶⁵ Wanneer we verwijzen naar de bedrijfspraktijk dient dit als volgt te worden genuanceerd: ter herinnering, we bekijken enkel beursgenoteerde bedrijven buiten de financiële sector, deze dubbele nuance is van belang en relateert meteen het onderzoek, aangezien (1) het Belgisch economisch weefsel nog steeds heel KMO-gericht is, (2) de macro-relevantie van beursgenoteerde bedrijven in dit land kleiner is dan bijvoorbeeld in de Angelsaksische wereld (zie beurskapitalisatie), (3) vooral de financiële sector gekend is om zijn gesofisticeerd remuneratiebeleid rond variabele verloningen.

5.1. ONDERZOEKEN (VARIABELE) VERLONING IN BELGIË

Voor de gegevens over de variabele verloning in België worden enkele onderzoeken samengelegd. Allereerst is het belangrijk op te merken dat de informatie die hierover gevonden kan worden, sterk afhangt van de dan geldende regelgeving die bedrijven moeten naleven. De vijf gebruikte onderzoeken treffen niet steeds dezelfde periode en bijgevolg niet dezelfde regelgeving. Daarenboven wordt in de verschillende onderzoeken niet gepeild naar dezelfde elementen en daarom ook niet altijd dezelfde steekproef gebruikt. Vervolgens schetsen deze onderzoeken de evolutie van de rapportering in de jaarverslagen van 2009-2011, en verschaffen zij ons verder inzicht in de overschakeling van *soft* naar *hard law*. GUBERNA²⁶⁶ onderzoekt enkel voor de BEL 20-bedrijven de toepassing van de Code in de jaarverslagen van 2010. BAETEN en VAN DER ELST²⁶⁷ daarentegen hebben voor 2010 niet

²⁶⁵ Zie eventueel enkele oudere onderzoeken die de naleving van de Code bestuderen: W. VERMEERSCH en K. VAN DE POEL, "Corporate governance en de implementatie van de code Lippens: een empirische studie", *Accountancy & Bedrijfskunde* 2008, 12 – 30; C. VAN DER ELST, "Corporate governance, jaarverslag en transparantie: een moeilijke driehoeksverhouding", *Accountancy & Bedrijfskunde* 2007, 3 – 12; C. VAN DER ELST, "Corporate governance op het snijvlak tussen wetgeving en aanbeveling: een praktijkstudie", *Accountancy & Bedrijfskunde* 2006, 11 – 24.

²⁶⁶ GUBERNA en VBO, *Onderzoek naar de naleving van de Belgische corporate governance code 2009 bij de BEL 20-ondernemingen. Jaarverslagen 2011 (boekjaar 2010)*, http://www.guberna.be/sites/default/files/pubs/NL%20Monitoring%202011_DEF.pdf, 39 p, hierna "Onderzoek Guberna en VBO".

²⁶⁷ C. VAN DER ELST en X. BAETEN, "Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 707 – 737.

alleen de naleving van de Code in BEL 20-bedrijven maar ook in andere BEL Mid- en BEL Small-bedrijven doorgelicht én ook de hoogte van de toegekende bedragen bestudeerd. De FSMA²⁶⁸ onderzoekt zowel in 2010 als in 2011 de jaarverslagen en gaat hierbij de transparantieplichtingen na. Ten slotte bestudeert een eigen onderzoek²⁶⁹ de jaarverslagen van het boekjaar 2011 van 59 beursgenoteerde bedrijven, en richt zich vooral op de toegekende bedragen aan remuneratie.

5.2. TRANSPARANTIE

Deze afdeling schetst de evolutie van de transparantie over remuneratie tussen 2009 en 2011 bij de beursgenoteerde bedrijven. Achtereenvolgens wordt de transparantie over het remuneratieverslag, de verloning van de CEO en andere leden van het uitvoerend management, over de prestatiecriteria van de variabele remuneratie en over de aandelen(opties) besproken.

ALGEMEEN REMUNERATIEVERSLAG – De jaarverslagen van 2010 tonen al een grote vooruitgang t.o.v. deze van 2009 over de bekendmaking van informatie betreffende remuneratie. Kleinere vennootschappen blijken wel minder vrijgevig met hun informatie dan grotere vennootschappen.²⁷⁰ Het onderzoek van GUBERNA²⁷¹ stelt vast dat slechts 1 van de BEL 20-bedrijven het remuneratieverslag niet publiceert. Wel is opvallend dat het format en de inhoud van de verschillende remuneratieverslagen grondig verschillen.²⁷² Voor 16 van de 19 ondernemingen maakt dit verslag deel uit van de *corporate governance*-verklaring, zoals de Code voorschrijft. Volgens het onderzoek van de FSMA²⁷³ hebben 98% van de 117 onderzochte vennootschappen een remuneratieverslag (al dan niet met andere titel) gepubliceerd in 2010. In 2011 steeg dit naar 100% wegens de wettelijke verplichting tot publicatie van een remuneratieverslag.²⁷⁴

REMUNERATIEBELEID – Van de BEL 20-bedrijven passen 17 de bepaling toe die verplicht het interne remuneratiebeleid te beschrijven.²⁷⁵ Volgens de

²⁶⁸ FSMA, *De eerste verklaring inzake deugdelijk bestuur: opvolgingsstudie van Studie nr. 38*, <http://www.fsma.be/~media/Files/fsmfiles/studies/nl/study40.ashx>, september 2011, hierna “Onderzoek FSMA boekjaar 2010” en FSMA, *De eerste wettelijke remuneratieverslagen: tweede opvolgingsstudie van Studie nr. 38*, <http://www.fsma.be/~media/Files/fsmfiles/studies/nl/study42.ashx>, december 2012, hierna “Onderzoek FSMA boekjaar 2011”.

²⁶⁹ Masterproef, Deel I.

²⁷⁰ C. VAN DER ELST en X. BAETEN, “Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 714.

²⁷¹ Onderzoek Guberna en VBO, p. 26.

²⁷² Onderzoek Guberna en VBO, p. 26; Dezelfde ervaring werd opgedaan bij het schrijven van Masterproef, Deel I.

²⁷³ Onderzoek FSMA boekjaar 2010, p. 16.

²⁷⁴ Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 14.

²⁷⁵ Onderzoek Guberna en VBO, p. 27.

FSMA²⁷⁶ licht 70% van de 117 onderzochte bedrijven haar procedure en ontwikkeling van remuneratiebeleid toe in 2010. Dit is een significante verbetering t.o.v. 2009 waar dit slechts voor 55% van de bedrijven het geval was. In 2011 stelde de FSMA²⁷⁷ een vooruitgang vast tot nagenoeg 85% van de bedrijven, wat anderzijds tevens impliceert dat 15% van de bedrijven de Wet (nog steeds) niet naleven.

VERLONING CEO EN ANDERE LEIDERS – Een groot aantal BEL 20-ondernemingen maakt de individuele CEO-vergoeding bekend in 2010.²⁷⁸ Slechts 1 bedrijf wijkt af “uit respect voor de privélevenssfeer van de leden van de Directiegroep” en maakt daarom alleen de totale remuneratie van alle leden samen bekend. De remuneratie van het totale uitvoerende management daarentegen wordt door elk BEL 20-bedrijf bekendgemaakt. Ook voor het verplichte onderscheid tussen vast en variabel loon is er een betere toepassing bij het totale uitvoerend management dan bij de CEO op individuele basis vermits slechts 2, respectievelijk 4 bedrijven van de BEL 20 dergelijk onderscheid niet weergeven. Van de 108 onderzochte bedrijven is er 70% die de opsplitsing tussen vast en variabel loon maakt zowel voor haar CEO als haar uitvoerend management.²⁷⁹ Dit is een stijging van 9% t.o.v. 2009. De 30% die de Code niet hebben nageleefd in 2010, zijn vooral bedrijven die (i) geen opsplitsing maken tussen vast en variabel loon, of (ii) tussen de remuneratie van de CEO of van de andere leiders, of (iii) de cijfers anders voorstellen. Slechts 5% van de bedrijven geeft geen enkele informatie m.b.t. deze remuneratie. In 2011 ondervindt de FSMA²⁸⁰ een stijging tot 88% van de bedrijven die voor hun CEO en andere leiders de remuneratie bekend maken zoals de Wet het voorschrijft. Van de 12% die de Wet in 2011 niet toepassen, is er slechts 1% die werkelijk geen enkele vorm van informatie geeft.

PRESTATIECRITERIA – De bekendmaking van de evaluatiecriteria waaraan variabele remuneratie wordt gekoppeld, kent eenzelfde positieve evolutie. In 2010 maken 78% van de bedrijven deze informatie bekend: een verbetering van 7% t.o.v. 2009.²⁸¹ Gemiddeld genomen bestaan deze prestatiecriteria meer uit inhoudelijke dan uit cijfermatige elementen, al zijn er zeer sterke verschillen in omvang en inhoud terug te vinden bij de onderzochte bedrijven. Het FSMA heeft de bedrijven in 2010 aanbevolen om meer aandacht te besteden in hun remuneratieverslagen aan het relatieve gewicht van de respectieve prestatiecriteria en aan de minimale prestatievereisten opdat een

²⁷⁶ Onderzoek FSMA boekjaar 2010, p. 17.

²⁷⁷ Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 15.

²⁷⁸ Onderzoek Guberna en VBO, p. 29.

²⁷⁹ Onderzoek FSMA boekjaar 2010, p. 24 e.v.: Een aantal van de door haar onderzochte bedrijven valt uit de steekproef wegens geen verloning, geen management of geen informatie hierover. Het onderzoek peilt naar de verloning bij de 108 overgebleven bedrijven.

²⁸⁰ Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 19 e.v.: slechts 106 vennootschappen werden hier onderzocht: t.o.v. 113 vielen er 7 weg: 3 betalen hun management niet, en 4 hebben geen management volgens het remuneratieverslag.

²⁸¹ Onderzoek FSMA boekjaar 2010, p. 26 e.v.

bonus mag worden uitgekeerd, hetgeen in art. 520bis W.Venn. wordt vertaald door de Wet. Niet toevallig stelt het vervolgonderzoek²⁸² in 2011 dan ook een vooruitgang vast naar 90% van de bedrijven die deze informatie in hun remuneratieverslag opnemen. Onderling blijven er evenwel nog altijd verschillen tussen de remuneratieverslagen naar de volledigheid toe waarmee zij hun evaluatiecriteria beschrijven. Daarnaast geeft 79% van de bedrijven duidelijk aan of een bonus op korte of lange termijn wordt verdiend, hetgeen sinds de toepassing van de Wet verplicht is voor het berekenen van het aandeel variabele verloning.

AANDELEN(OPTIES) – De transparantie over aandelen gerelateerde verloning kent de sterkste evolutie aangezien de bedrijven hierover oorspronkelijk het minst informatie bekend maakten. De studie van GUBERNA²⁸³ stelt vast dat slechts 14 van de BEL 20-bedrijven de transparantieverplichtingen over aandelen(opties) uit de Code²⁸⁴ toepassen in 2010. Daarenboven geven slechts 11 ondernemingen informatie op individuele basis in tabelvorm. Deze trend wordt bevestigd in het algemenere onderzoek van de FSMA²⁸⁵ voor het toekennen van aandelen: 49% van de bedrijven maakten het toekennen hiervan bekend in 2010. Hoewel dit een stijging van 10% t.o.v. 2009 betekent, blijft dit een laag percentage. De BEL Small- en BEL Mid-bedrijven informeren het minst over deze soort verloning: ook de FSMA vindt een hoger bekendmakingspercentage terug bij de BEL 20-bedrijven (83%). In 2011 steeg dit percentage tot bijna 60%. Dit blijkt nog steeds onvoldoende niet in het minst omdat de overige 40% van de bedrijven geen enkele informatie geeft over de eventuele toekenning van aandelen in het remuneratiepakket van *executives*. Voor aandelenopties liggen de kaarten beter: gemiddeld scoren de bekendmakingspercentages beter dan die van aandelen en constateert men ook een grotere vooruitgang t.o.v. de vorige boekjaren. Het aantal bedrijven die hun aandelenoptieplannen bekendmaken evolueert van 60% in 2009 naar bijna 90% in 2011. De BEL 20-bedrijven lopen op kop met een bekendmakingspercentage van 94%. Meer dan de helft hiervan meldt echter enkel dat er geen aandelenopties werden toegekend in 2011. De bekendmaking van de aandelen gerelateerde verloning heeft dus een zekere vooruitgang geboekt, maar specifiek voor de toekenning van aandelen is er nog ruimte voor verbetering.

CONCLUSIE – Reeds voor de inwerkingtreding van de Wet volgde de meerderheid van de beursgenoteerde bedrijven de Code na inzake transparantieverplichtingen over het gevoerde remuneratiebeleid. Al 95% van de bedrijven gaf informatie over de verloning van *executives*, hoewel 25% hiervan dit niet op de voorgeschreven manier deed. Ook 80% van de bedrijven

²⁸² Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 22 e.v.

²⁸³ Onderzoek Guberna en VBO, p. 29.

²⁸⁴ Bepaling 7.16 van de Code.

²⁸⁵ Onderzoek FSMA boekjaar 2010, p. 30 e.v.

maakte hun verloningsbeleid en evaluatiecriteria bekend in 2010, nog voor de wettelijke verplichting. Alleen de bekendmaking van de toegekende aandelen aan executives verloopt in 2010 minder transparant: slechts 60% van de bedrijven volgt hiervoor de Code²⁸⁶. Of de nakende inwerkingtreding van de Wet heeft aangezet tot de betere naleving van de Code in 2010 dan in 2009 dan wel louter de aanpassing van de bedrijven door verloop van tijd, valt moeilijk uit te maken.

Mede door de evolutie van *soft* naar *hard law* is de transparantie van bedrijven over hun remuneratie toegekend aan *executives* sterk toegenomen. In 2011 blijken alle transparantieverplichtingen beter nageleefd dan in 2010. Toch zijn er een aantal bedrijven die hun remuneratieverslag niet volgens de verplichtingen van de Wet opstellen. Van de beursgenoteerde bedrijven duidt 15% nog altijd onvoldoende haar gevolgde remuneratiebeleid. Slechts 1% geeft geen informatie m.b.t. de hoogte van uitbetaalde remuneratie en 10% maakt geen prestatiecriteria noch bijhorende doelstellingen bekend. Het grootste probleem is bij de aandelen te vinden: 40% van de bedrijven maakt toekenning of bezit van aandelen niet bekend. Dit is omgekeerd evenredig met de gestrengheid van de regels inzake aandelen gerelateerde verloning. Misschien kan er een andere verklaring zijn voor het gebrek aan bekendmaking inzake toekenningen van aandelen: zou het kunnen dat er in België gewoon heel weinig aandelen worden toegekend aan *executives*, of althans heel weinig *restricted stock*²⁸⁷?

5.3. RELATIEVE EN ABSOLUTE BEDRAGEN VARIABELE VERLONING

Naarmate de remuneratie van *executives* in meer bedrijven en vollediger in het remuneratieverslag moest worden opgenomen, groeide ook de mogelijkheid om hierover statistisch onderzoek te doen. De samenstelling en grootte van het remuneratiepakket van *executives* worden hieronder beschreven. Een eigen economisch onderzoek over de remuneratie in 2011 op basis van 59 beursgenoteerde bedrijven²⁸⁸ vormt hiervoor de leidraad. In dit onderzoek werd de aandelen gerelateerde verloning bij de variabele remuneratie gerekend via de Black & Scholes-formule. Een eerder onderzoek uit 2010²⁸⁹ vult deze eigen gegevens aan door een onderscheid te maken tussen de BEL 20-, BEL

²⁸⁶ 7.16 Code 2009.

²⁸⁷ Zie Hoofdstuk III, Afdeling VI, Besluit.

²⁸⁸ De andere beursgenoteerde bedrijven werden weggelaten wegens vertekening door holding-, bank- of andere financiële activiteiten of simpelweg door te weinig informatie. Zowel enkele van de grootste (in termen van omzet) als kleinste bedrijven vallen daarom weg uit de steekproef. Zie Masterproef, Deel I, steekproefbeschrijving.

²⁸⁹ Zoals eerder aangestipt, hoger vermelde bedragen zijn exclusief aandelen gerelateerde verloning: C. VAN DER ELST en X. BAETEN, "Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 707 – 737. Hierin worden 78 beursgenoteerde bedrijven onderzocht die bestaan uit BEL 20-, BEL MID- en BEL SMALL-bedrijven. Op de onderzochte jaarverslagen van 2010 is de Code en nog niet de Wet van toepassing.

MID- en BEL SMALL-bedrijven. In dit verband is het te noteren dat aandelen gerelateerde verloning hier apart wordt vermeld en nooit tot de ‘variabele remuneratie’ wordt gerekend, ook niet als deze gelinkt is aan prestatiecriteria. Bovendien wordt er van uitgegaan dat er over de verschillende jaren geen al te grote verschuivingen in verloning hebben plaatsgevonden zodat deze te vergelijken zijn.

TOTALE REMUNERATIE – De verhouding tussen de verschillende verloningscomponenten van een CEO is gemiddeld 52% vast loon, 40% variabele remuneratie en 8% ‘andere’ zoals pensioen- en verzekeringsbijdragen.²⁹⁰ Onderliggend onderzoek geeft wel aan dat de gemiddeldes een sterk vertekend beeld kunnen geven aangezien er een groot verschil is tussen de hoogste en laagste verloning en bijhorende componenten. De CEO van een BEL SMALL-bedrijf verdient met gemiddeld € 356.000 de helft van wat een BEL MID-CEO verdient (€ 700.000).²⁹¹ Deze laatste verdient op zijn beurt iets meer dan de helft van het gemiddeld loon van een BEL 20-CEO, nl. € 1.250.000. De grootte van een bedrijf heeft aldus een aanzienlijke impact op de totale remuneratie.²⁹² Het gemiddelde remuneratiepakket van de overige *executives* bestaat gemiddeld voor 53% uit vast loon, voor 34% uit variabele remuneratie en voor 13% uit ‘andere’ zoals pensioen- en verzekeringsbijdragen.²⁹³ De relatieve samenstelling verschilt sterk bij de BEL SMALL-bedrijven waar het vaste loon vaak bijna 70% van het totale loon vormt.²⁹⁴ Gemiddeld is het aandeel variabele remuneratie dus kleiner bij de rest van het uitvoerend management team dan bij de CEO.²⁹⁵

²⁹⁰ Masterproef, Deel I.

²⁹¹ Zoals eerder aangestipt, hoger vermelde bedragen zijn exclusief aandelen gerelateerde verloning: C. VAN DER ELST en X. BAETEN, “Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 716.

²⁹² Masterproef, Deel I, Resultaten.

²⁹³ Masterproef, Deel I.

²⁹⁴ Zoals eerder aangestipt, hoger vermelde bedragen zijn exclusief aandelen gerelateerde verloning: C. VAN DER ELST en X. BAETEN, “Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 719.

²⁹⁵ Ter vervollediging citeren we uit C. VAN DER ELST en X. BAETEN, “Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 728 – 732: In totaal verdient de gemiddelde BEL MID-executive € 100.000 meer dan een BEL SMALL-executive. De BEL 20-executive verdient proportioneel nog meer met in totaal gemiddeld € 800.000 (waarvan € 390.000 vast loon en een bonus die meer dan twee keer zo groot is als deze van de BEL MID-executive). Opvallend is dat bij de BEL SMALL-bedrijven zekere looncomponenten (bonus en pensioenrechten) van de CEO lager ligt dan dat van de andere executives, terwijl dit bij de BEL 20-bedrijven het tegenovergestelde is. Toch verdient een CEO van een BEL MID-vennootschap gemiddeld al 1,6 tot 2,2 keer meer dan een andere leidinggevende. Naarmate een vennootschap in grootte toeneemt is er een groeiend verschil tussen het loon van de CEO en de andere executives. Bij de grotere BEL 20-vennootschappen is de totale remuneratie van de CEO tussen de 4 tot 6 keer groter dan die van een andere leidinggevende.

VARIABLE REMUNERATIE - Ook de toegekende variabele remuneratie (d.i. zowel de bonus als de aandelen gerelateerde verloning indien gelinkt aan prestatiecriteria) kent grote verschillen. Zeven van de 59 bedrijven (een kleine 12%) keerden helemaal geen variabele verloning uit, noch aan de CEO, noch aan de andere *executives*. Zes van de 59 bedrijven²⁹⁶ (iets meer dan 10%) keerden de CEO een variabel loon uit hoger dan € 1.000.000.²⁹⁷ Daarnaast kregen de CEO's van tien andere bedrijven²⁹⁸ (bijna 17%) een variabel loon van meer dan € 500.000. Voor de andere *executives* ligt de variabele verloning ook in absolute termen lager dan die van de CEO. Slechts vijf bedrijven²⁹⁹ (bijna 8,5% van de bedrijven) betalen elk van hun *executives* meer dan € 500.000 aan variabele verloning.

OPBOUW VARIABLE REMUNERATIE³⁰⁰ - De variabele verloning zelf is gemiddeld samengesteld uit twee derde bonus en slechts een derde aandelen gerelateerde verloning. Dat aandelenrelateerde verloning maar half zoveel gebruikt wordt als een cashbonus, kan verklaard worden door de Belgische invulling van het *agency*-probleem waarbij het belangenconflict zich vooral afspeelt tussen de referentie- en minderheidsaandeelhouder. Van de 52 bedrijven die variabele verloning uitkerden zijn er 50 die een bonusvergoeding uitkeren - al dan niet samen met aandelenverloning. Slechts 20 van de 59 bedrijven (33%) vergoeden hun *executives* met aandelen of aandelenopties.³⁰¹ Bij 4 van de 17 bedrijven³⁰² die aan hun CEO's aandelen(opties) toekennen ligt deze aandelen gerelateerde verloning tussen € 877.000 en € 1.226.000. Kortom, aandelen en aandelenopties worden in minder bedrijven toegekend dan bonussen, maar wanneer ze worden toegekend maken ze vaak het grootste deel uit van de variabele remuneratie. De BEL 20-bedrijven maken veel meer gebruik van zowel bonussen als aandelen gerelateerde verloning.

Van de 50 bedrijven die een bonus uitkeren, overschrijden 10 bedrijven³⁰³ de grens van € 500.000 voor de cashbonus aan hun CEO.³⁰⁴ De bonusbedragen verschillen sterk naargelang de grootte van het bedrijf: (i) de BEL SMALL-vennootschap betaalt gemiddeld een bonus van € 26.000, (ii) de BEL MID-

²⁹⁶ Belgacom, D'leteren, Delhaize, Solvay, Thrombogenics en Umicore.

²⁹⁷ Solvay spant in deze steekproef de kroon met € 2.157.116,5.

²⁹⁸ Barco, Colruyt, Galapagos, IBA, Kinopolis Group, Mobistar, Bekaert, Nyrstar, Telenet en Tessenderlo Chemie.

²⁹⁹ Belgacom, D'leteren, Kinopolis Group, Solvay en Umicore.

³⁰⁰ Masterproef, Deel I.

³⁰¹ Het gebruik van aandelenrelateerde verloning is veel meer bekend bij BEL 20-bedrijven dan bij andere.

³⁰² Galapagos, Solvay, Thrombogenics en Umicore.

³⁰³ Belgacom, D'leteren, Delhaize, Colruyt, Kinopolis Group, Mobistar, Bekaert, Nyrstar, Solvay en Telenet.

³⁰⁴ Met Delhaize en Solvay op kop die een cashbonus van € 1.000.000 aan hun CEO hebben toegekend.

bedrijven betalen gemiddeld € 250.000 en (iii) de BEL 20-vennootschap kent gemiddeld een bonus van € 540.000 toe aan haar CEO.

VERHOUDING VAST - VARIABEL – De proportie variabele op vaste verloning overstijgt bij de 59 CEO's van de steekproef veertien keer 100%. M.a.w. slechts in 23% van de bedrijven is het vaste deel van de verloning kleiner dan het variabele deel (pensioen- en andere voordelen niet meegerekend). Dat de steekproef de grootste Belgische beursgenoteerde bedrijven waaronder holdings zoals AB Inbev niet bevat, heeft ongetwijfeld een afzwakkend effect gehad op dit percentage. Het zijn immers deze grote bedrijven die vaak een vertekend beeld in de hand werken dat op zijn beurt verontwaardiging uitlokt.³⁰⁵

25%-REGEL PRAKTIJK - Bij bijna de helft van de bedrijven vormt de variabele verloning van de CEO's meer dan 25% van de totale remuneratie, waarvan 7% heel erg dicht bij de grenswaarde van 25% ligt.³⁰⁶ Het valt m.a.w. te verwachten dat deze 7% bedrijven de variabele verloning lichtjes zullen verlagen opdat ze deze meteen kunnen toekennen om de verloning niet te moeten spreiden, of dat een goedkeuring van de algemene vergadering wordt gezocht. Voor de andere *executives* springt slechts in een derde van de vergoedingspakketten de variabele verloning boven de 25%, hetgeen de impact van de verplichte spreiding van variabele verloning nog meer reduceert. Uit onderzoek van de FSMA³⁰⁷ blijkt dat in het eerste toepassingsjaar reeds 24% van de vennootschappen mét variabele remuneratie (boven 25% van het totale loon) expliciet heeft aangegeven dat ze van de wettelijke afwijkingmogelijkheid gebruik maakt. Het is niet verwonderlijk dat bedrijven van deze regel wensen af te wijken, al was het maar wegens de technische complexiteit voor een correcte berekening voor de toepassing ervan.³⁰⁸

DRIVERS VAN VARIABELE VERLONING – Er is reeds enorm veel onderzoek verschenen in het buitenland over de impact die bedrijfsprestaties zouden moeten hebben op de hoogte van de variabele verloning toegekend aan *executives*.³⁰⁹ Opdat de leidinggevenden de juiste *incentives* krijgen, zou de band tussen bedrijfsprestaties en variabele verloning positief moeten zijn.

³⁰⁵ S. VERMEESCH, "De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 670. Het hierin aangehaalde voorbeeld van AB Inbev die gemiddeld 1,68 keer zoveel variabel loon als vast loon uitkeert aan haar executives mag niet veralgemeend worden naar alle beursgenoteerde vennootschappen.

³⁰⁶ Zie Masterproef, Deel I die het kleinschaliger BEL 20-onderzoek bevestigt uit J. VAN GYSEGEM, "Variabele vergoedingen en vertrekvergoedingen: Corporate Governance Wet in de praktijk – update", *Oriëntatie*, 257 – 260.

³⁰⁷ Onderzoek FSMA boekjaar 2011, p. 25.

³⁰⁸ Zie *infra* Hoofdstuk III, Afdeling IV; S. VERMEESCH, "De remuneratiewet van 6 april 2010: een overzicht van de pijnpunten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 678.

³⁰⁹ Masterproef, Deel I, literatuurstudie.

Betere bedrijfscijfers zouden tot een hogere verloning moeten leiden en omgekeerd. Eigen economisch onderzoek³¹⁰ stelt echter geen of een onvoldoende significante relatie vast tussen beide variabelen. Inderdaad, in de betrokken bedrijven werd de relatie onderzocht tussen langs de ene kant totale verloning of variabele verloning en langs de andere kant de bedrijfsprestaties, gemeten door drie variabelen: ROE, ROA en EBITDAA.³¹¹ De (controle)variabele die altijd een significante invloed heeft op zowel totale als variabele verloning is de grootte van het bedrijf (gemeten aan de hand van de omzet). Dit blijkt ook duidelijk uit de verschillen tussen de BEL 20-, BEL Mid- en BEL Small-vennootschappen.³¹²

CONCLUSIE – De verschillende praktijkonderzoeken bezorgen ons volgende vaststellingen: (1) Het vaste loon blijft zowel bij de CEO als bij andere *executives* gemiddeld meer dan de helft van de totale verloning; (2) het aandeel van variabele verloning schommelt gemiddeld rond 34% en 40 % (voor respectievelijk de *executives* en de CEO); (3) 12% van de onderzochte bedrijven kent helemaal géén variabele verloning toe; (4) de absolute bedragen van variabele verloning zijn sterk grootteafhankelijk (en daarenboven ook niet zo groot vergeleken met buitenlandse bedragen); (5) Als er variabele verloning wordt toegekend dan is dit in twee op drie gevallen een bonus en geen aandelen gerelateerde verloning; (6) slechts een kleine 50% van de bedrijven valt met een variabele verloning van meer dan 25%, onder de spreidingsregel van 520ter W.Venn. en in het eerste toepassingsjaar gaf al bijna één vierde van deze bedrijven aan om het afwijkingsmechanisme via de AV te gebruiken; (7) *last but not least* blijkt uit eigen economisch onderzoek dat variabele verloning geen significant (positief verwacht) verband heeft met de bedrijfsprestaties.³¹³ Het idee dat variabele verloning, en in het bijzonder aandelengerelateerde verloning, de belangen tussen managers en aandeelhouders zal laten samenvallen en bedrijven daardoor winstgeverder worden, strookt niet met de realiteit. Het belang van variabele verloning moet dus ook in deze discussie allicht geminimaliseerd worden.

³¹⁰ Zie Masterproef, Deel I, 3.2 Regressieanalyse; En zie V. VALKIERS en H. VERBOVEN, *Het verband tussen CEO-remuneratie en bedrijfsperformance bij BEL20-genoteerde ondernemingen*, te vinden op www.ua.ac.be/tew (research > working papers) & www.repec.org/ (Research papers in economics - REPEC), p. 15 en 16.

³¹¹ Dit zijn de Return on Equity, de Return on Assets en de Earnings before interest, tax, depreciation and amortization on Assets.

³¹² C. VAN DER ELST en X. BAETEN, “Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering. IFR-dagen 2011*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 716 en 727.

³¹³ Zie Masterproef, Deel I, 3.2 Regressieanalyse.

6. BESLUIT

In deze paper stond de wet van 6 april 2010 centraal. De Wet fungeert tot op vandaag als een katalysator voor de regelgeving van onder meer variabele verloning van *executives* in Belgische beursgenoteerde bedrijven (waarbij de financiële sector buiten beschouwing wordt gelaten). Binnen de door de Angelsaksische wereld sterk beïnvloede bedrijfspraktijk inzake variabele verloning hebben we in eerste instantie vanuit geschiedkundig perspectief de evolutie van de regelgeving vanuit voluntaristische codes naar dwingende regelgeving besproken. Een meer diepgaande analyse van de bepalingen van de Wet m.b.t. variabele verloning legt vrij snel een aantal pijnpunten en lacunes bloot, gaande van vage of manke definities, complexe toepassingsmodaliteiten tot een eendimensionale benadering van heterogene bedrijfssituaties. Ten slotte hebben we de regelgeving dan afgetoetst aan een veldonderzoek voor de periode 2009 - 2011 bij een representatief aantal Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Bij wijze van besluit brengen we dit alles nu terug naar de vragen die we ons in de inleiding stelden.

(1) NOODZAAK STAP VAN CODE NAAR WET, EN (2) NALEVING EN BEOORDELING VAN REGELGEVING - De wetgever heeft gemeend concretere regels te moeten voorschrijven dan de Code. Een aantal vage richtlijnen of beginselen, zoals 7.11 en 7.13 van de Code, zijn door de Wet concreter gemaakt en omgezet in afdwingbare regels. Onder de Code waren deze beginselen niet te rapporteren en dus ook niet verifieerbaar qua naleving. In die zin legt de Wet inhoudelijk meer verplichtingen op aan bedrijven dan de Code, en is een vergelijking tussen beide op dit vlak niet mogelijk.

Daarentegen bevatten zowel de Code als de Wet gelijklopende transparantieverplichtingen, die wel te vergelijken zijn. De vaststelling daarbij is dat inzake transparantie de Code progressief beter en beter werd nageleefd (onder meer op grond van *peer pressure* als zelfregulerend mechanisme). Deze vaststelling geldt zeker voor de BEL 20-vennootschappen, de meest geveiseerde actoren op het terrein van (variabele) verloning. De invoering van de Wet heeft geen substantieel merkbaar verschil bewerkstelligd qua naleving van transparantieverplichtingen. Meer specifiek inzake toekenning van aandelen is de naleving relatief niet goed onder de Code, maar dit verbetert niet meer onder de Wet dan de naleving van andere verplichtingen. In die zin lijkt de toegevoegde waarde van de Wet eerder gering voor wat betreft de naleving van transparantieverplichtingen. De Wet scherpt wel andere verplichtingen aan in vergelijking met de Code op het vlak van spreiding van variabele verloning in de tijd en de link met prestatiecriteria.

Voor het overige vertoont de Wet een aantal mankementen waarop de rechtsleer botst, zoals onduidelijke definities en technisch complexe berekeningen alleen al maar om de Wet te kunnen toepassen. Daarenboven legt ze een eenvormig spreidingsplan op (de “50-25-25”-regel) voor de variabele verloning van *executives* over een periode van minstens drie jaar. Of net deze “lange” termijn voor elk Belgisch beursgenoteerd bedrijf passend, mogelijk en optimaal is, valt sterk te betwijfelen. Vandaar ook de mogelijkheid tot afwijken.

(3) AFWIJKINGSMECHANISME VIA DE AV - Parallel met de omschakeling van *soft* naar *hard law*, vindt er een bevoegdheidsverschuiving plaats inzake loonvormingsproces van de raad van bestuur naar de aandeelhouders (van *comply or explain* naar *comply or convince*). Gelet op de onduidelijkheid in vigerend vennootschapsrecht rond het loonvormingsproces van bestuurders en *executives*, rijst de vraag of met de invoering van deze regel (weliswaar als afwijkingsmechanisme) de wetgever niet expliciteert wat impliciet als algemene regel zou moeten gelden. Aangezien blijkt dat na een eerste toepassingsjaar al 1 op 8 in absolute termen en 1 op 4 van de bedrijven waarvan de variabele verloning meer dan 25% uitmaakt, gebruik maakt van de afwijkingsmogelijkheid, heeft de wetgever ingespeeld op de realiteit van de bedrijfspraktijk. O.i. betreft het hier geen uitholling van de Wet maar laat dit afwijkingsmechanisme bedrijven toe om onder controle van de algemene vergadering toch flexibel in te spelen op de bedrijfsbehoeften inzake verloning. Vraag is of deze controle meer voorstelt dan een *nihil obstat* vanwege de referentieaandeelhouder. Daarbij aansluitend rijst dan onmiddellijk de vraag of men dezelfde doelstelling dan niet via de Code had kunnen bereiken. Dit betekent evenzeer dat deze regel de belangen van diegene die de wetgever wilde beschermen (de belegger of minderheidsaandeelhouder) niet noodzakelijkerwijs beschermt.

(4) DRAAGVLAK VAN DE WET: OPLOSSING MAATSCHAPPELIJK PROBLEEM? - Volgens de Raad van State en de Regering was de Wet absoluut noodzakelijk ter herstel van het vertrouwen in de financiële markten en op grond daarvan zelfs belangrijker dan de eerbiediging van de privacy-regels. De wetgever heeft hiermee dus naar eigen zeggen een fundamenteel maatschappelijk probleem aangepakt.

In de context van deze paper durven wij hier kritisch tegen aan te kijken om verschillende redenen. Ten eerste is de impact van de Belgische beurs op onze economie beperkt, dit mede door de lage free float van deze bedrijven. Ten tweede relativeren een aantal vaststellingen m.b.t. variabele verloning haar belang in België: gemiddeld bestaat het loon van een executive uit meer dan 50% vaste verloning (een gemiddelde dat sterk genuanceerd moet worden wegens opgedreven door een aantal uitschieters), het aandeel van variabele verloning schommelt gemiddeld tussen de 35% en 40%, en in absolute bedragen is de (variabele) verloning helemaal niet hoog vergeleken met het

relevante buitenland. Daarenboven zijn er op vlak van variabele verloning grote verschillen tussen de toegekende bedragen in de BEL 20-bedrijven (waar de naleving van transparantieregelgeving altijd al beter was) en de BEL Small-bedrijven, hetgeen de eenvormige aanpak van de Wet sterk in vraag stelt.

Gelet op dit alles versmalt het draagvlak voor de wetgeving, en komt de maatschappelijke legitimatie van een wetgevend ingrijpen ten aanzien van zo'n beperkt aantal bedrijven en aantal mensen mager over. Deze som van vaststellingen wordt des te scherper en significanter gelet op het feit dat bepaalde wettelijke regels onmiddellijk dwingend ingrijpen op private rechtsverhoudingen zoals arbeids- en aannemingsovereenkomsten.

De enige verklaring voor een dergelijke sterke aanpak van een in onze ogen minder prangend maatschappelijk probleem na het bestuderen van de Belgische praktijk, is de kracht van emotie. De economische crisissomstandigheden waarin de beslissing tot invoeren van de Wet werd genomen, hebben ongetwijfeld een enorme impact gehad op de genese en inhoud van de Wet.

Ten slotte is er uiteraard *the elephant in the room*: de financiële sector, waar de crisis haar oorsprong kent, heeft alle beursgenoteerde bedrijven meegetrokken in een zee van verontwaardiging en een explosie van regulering. Althans voor wat variabele verloning van *executives* betreft, lijkt het erop dat de Wet niet een fundamenteel maatschappelijk probleem aanpakt maar eerder het emotionele resultaat is van een samenloop van omstandigheden (tendens naar *governance*, crisis, financiële sector).