



Proef ingediend met het oog op het behalen van de graad van
Master of Laws in de rechten

Nieuw kapitalisme: Juridische middelen om kapitaal te sturen naar ESG bedrijven

Sara FAES

0501826

Academiejaar 2024-2025

Promotor: Kristina LOGUINOVA

Jury: Dita TOSKA

Recht & Criminologie

Samenvatting

Deze masterproef onderzoekt in welke mate ESG-criteria (Environment, Social & Governance) reeds zijn geïntegreerd in de Belgische Corporate Governance Code 2020 (de Belgische Code) en hoe deze Belgische Code kan worden aangepast zodat ESG niet louter een beoordelingsinstrument blijft, maar daadwerkelijk verankerd wordt als nieuwe bedrijfsfilosofie. In het licht van de toenemende druk vanuit Europese regelgeving, investeerders en de samenleving, wordt de vraag gesteld of het Belgische governancekader klaar is voor deze paradigmaverschuiving. Het onderzoek is opgebouwd in twee delen. In het eerste deel wordt het ESG-concept juridisch gekaderd en wordt aan de hand van het ESRS-referentiekader geanalyseerd welke ESG-elementen reeds in de Belgische Code aanwezig zijn. De analyse toont aan dat vooral de governance-component sterk vertegenwoordigd is, terwijl de sociale en ecologische dimensies nog slechts gedeeltelijk en vaak vaag zijn uitgewerkt. Het tweede deel brengt de ontbrekende elementen in kaart en verkent de rol van een maatschappelijke doelstelling van een vennootschap als hefboom voor duurzame waardecreatie. Op basis daarvan worden aanbevelingen geformuleerd om ESG structureel te integreren in de Belgische Code, onder meer via een verruimd begrippenkader, expliciete ESG-doelstelling, versterking van reeds geïntegreerde criteria, integratie van ontbrekende criteria en de oprichting van een ESG-comité.

Dit verkennend juridisch onderzoek toont aan dat ESG reeds voet aan wal heeft in het Belgische ondernemingsrecht, maar verdere verankering vereist is. De inzichten kunnen bijdragen aan het lopende herzieningsproces van de Belgische Code. Duurzaamheid is geen trend, maar een noodzaak — en het juridische kader speelt hierin een cruciale rol.

Sleutelwoorden: Corporate Governance Code – ESG - Duurzaamheid

Abstract

This master's thesis investigates the extent to which ESG (Environment, Social & Governance) criteria have already been integrated into the 2020 Belgian Corporate Governance Code (the Belgian Code) and how the Belgian Code can be improved so that ESG becomes embedded not merely as a reporting tool but as a guiding corporate philosophy. In light of increasing pressure from European regulation, investors, and civil society, the question arises whether the Belgian governance framework is sufficiently equipped for this paradigm shift. The research is structured in two parts. The first part provides a legal analysis of the ESG-concept and, using the ESRS reference framework, examines which ESG-elements are currently reflected in the Belgian Code. The analysis reveals that the governance dimension is well developed, while the social and environmental aspects are still only partially and often vaguely addressed. The second part identifies the missing elements and explores the concept of corporate purpose as a lever for long-term sustainable value creation. Based on these insights, the thesis formulates recommendations to structurally embed ESG into the Belgian Code, including an expanded conceptual framework, explicit ESG corporate purpose, strengthening of already integrated criteria, integration of missing criteria and the establishment of an ESG committee within the governance structure.

This exploratory legal study demonstrates that ESG is already present within Belgian corporate law, but that further anchoring is needed. The findings may contribute to the ongoing revision of the Belgian Code. Sustainability is not a trend but a necessity — and the legal framework must play a leading role in driving this transformation.

Keywords: Corporate Governance Code – ESG - Sustainability

Inhoudstafel

Voorwoord	1
Samenvatting	2
Abstract	3
Inhoudstafel	4
Inleiding	6
Deel 1: Overzicht van de huidige situatie	12
1 Het concept ESG ontleed	12
1.1 Oorsprong van de concepten 'Environment, Social & Governance'	12
1.2 Inhoud van de concepten	16
1.3 Weerslag van ESG op Belgische wetgeving	20
1.4 Conclusie	26
2 De Belgische Corporate Governance Code	27
2.1 Het ontstaan van de Belgische Code	28
2.2 De huidige Belgische Code 2020	32
2.3 Beleidsvisie achter de Belgische Code: tussen flexibiliteit en maatschappelijke legitimiteit	34
2.4 Naleving van de Belgische Code en haar effectiviteit	37
2.5 Conclusie	39
3 ESG in de Belgische Code	40
3.1 Van toepassing zijnde passages	41
3.2 De criteria ontleed	48
3.2.1 Duurzame waardecreatie	49
3.2.2 Ethisch handelen en leiderschap	50
3.2.3 Stakeholdersbelangen en evenwicht tussen aandeelhouders	51
3.2.4 Professionele ontwikkeling van bestuurders	52
3.2.5 Diversiteit	53
3.2.6 Interne Controle	54
3.2.7 Transparantie	55
3.2.8 Onafhankelijkheid	56
3.2.9 Melding van onregelmatigheden (whistleblowing)	56
3.2.10 Beloning	57
3.3 Conclusie	58
Deel 2: De transitie naar een nieuwe bedrijfsfilosofie	59
4 ESG-criteria en hun impact op kapitaal	59
4.1 ESG-criteria die niet zijn opgenomen in de Belgische Code	60
4.1.1 Klimaatstrategie	61
4.1.2 Social Due Diligence	62
4.1.3 Corruptiepreventie	65
4.1.4 Lobbytransparantie	66
4.1.5 Data ethiek	66
4.2 ESG-integratie als hefboom voor kapitaal	67

4.2.1	Investeerders en de waarde van ESG-informatie	68
4.2.2	ESG-prestaties en financiële performantie: een genuanceerd beeld	69
4.2.3	Het belang van stakeholdergerichte strategieën	69
4.2.4	ESG als kapitaal aantrekkende hefboom: de rol van ontbrekende criteria	70
4.2.5	Conclusie: ESG als structurele toegangspoort tot kapitaal	71
4.3	Conclusie	72
5	De rol van ESG in het maatschappelijk doel en de bedrijfsfilosofie	73
5.1	De filosofie van de bedrijfsfilosofie	73
5.2	Maatschappelijk doel: een multidisciplinaire benadering	74
5.3	Van Shareholder primacy naar duurzaamheid	77
5.4	Theorieën over de invulling van het maatschappelijk doel in het ESG-tijdsperk	79
5.4.1	Tussenmodellen: gematigde benaderingen	80
5.4.1.1	Enlightened Shareholder Value	81
5.4.1.2	Shareholder Welfare	81
5.4.1.3	Shared Value	82
5.5	Conclusie	83
6	Aanbevelingen en verbeteringen aan de Belgische Code	84
6.1	Nood aan verankering van ESG in de Belgische Code	84
6.2	Aanbevelingen aan de Belgische Code	85
6.2.1	Consistentie via een gedeeld begrippenkader	86
6.2.2	Een duurzaam corporate purpose: een principe apart	88
6.2.3	Instellen van een duurzaamheidscomité	89
6.2.4	Versterken van de bestaande ESG-verwijzingen	91
6.2.5	Integreren van de ontbrekende ESG-criteria	93
6.3	Conclusie	96
	Conclusie	97
	Bibliografie	102
	Bijlagen	112

Inleiding

Het wereldwijde debat over corporate governance blijft een centraal thema in de nasleep van elke financiële en economische crisis. Telkens weer worden we geconfronteerd met de dringende vraag: wat veroorzaakte deze crisis en hoe kunnen we vergelijkbare situaties in de toekomst voorkomen? Een constante bevinding in deze analyses is de cruciale rol die het bestuur van een vennootschap speelt in het waarborgen van stabiliteit en integriteit binnen organisaties.¹

In België heeft dit voortdurende debat geleid tot de invoering van de Wet van 2 augustus 2002, die de oprichting van directiecomités in vennootschappen introduceerde.² Op basis van deze wet kan de raad van bestuur zijn bevoegdheden delegeren aan een directiecomité via de statuten van de naamloze vennootschap.³ Deze wet vormde de basis voor de eerste Corporate Governance Code in België (hierna "de Belgische Code"), gelanceerd in 2004.⁴ Vanwege een wens naar transparantie en continue verbetering bleef een herziening niet uit. Om rekening te houden met de ervaringen van de eerste versie en de verwachtingen van de samenleving en stakeholders, onderging de Belgische Code in 2009 een herziening⁵, waarbij het principe "comply or explain" werd geïntroduceerd, waardoor bedrijven werden aangemoedigd om zich aan de Belgisch Code te houden of de redenen voor afwijking ervan uit te leggen.⁶

Na verloop van tijd werd duidelijk dat een nieuwe herziening zich opdrong, zowel vanwege veranderingen in de wetgeving, zoals de intrede van de nieuwe Wet op de Vennootschappen en Verenigingen in 2020 die wijzigingen meebracht voor beursgenoteerde bedrijven, als vanwege bijkomende academische en maatschappelijke inzichten in het kader van deugdelijk bestuur zoals de toenemende aandacht voor duurzaamheid. Deze herziening, tot stand gekomen door samenwerking tussen bedrijven, belanghebbenden en academici, resulteerde

¹ HOOGENDIJK F., "Corporate governance in de Belgische rechtsorde" in H. BRAEKMANS (ed.), *De NV in praktijk*, Mechelen, Wolters Kluwer Belgium, 2023, (200), 199.

² 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 beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, BS 22 augustus 2002 (tweede uitg.).

³ *Supra*

⁴ HOOGENDIJK F., "Corporate governance in de Belgische rechtsorde" in H. BRAEKMANS (ed.), *De NV in praktijk*, Mechelen, Wolters Kluwer Belgium, 2023, (200), 199.

⁵ De Belgische Corporate Governance Code 2009, voorwoord.

⁶ VAN DER ELST C., "The Belgian code on corporate governance and the external auditor", *Tax, Audit & Accountancy* 2020, 56.



in een nieuwe versie van de Belgische Code in 2020, waarin een nadruk wordt gelegd op duurzame waardecreatie maar ook diversiteit, talentontwikkeling en rapportering over niet-financiële thema's een rol krijgen.⁷

De toenemende druk op duurzaamheid is geen toevallige ontwikkeling, maar eerder een reactie op de urgente behoefte aan actie. Europa heeft dit erkend door de introductie van de Green Deal, een ambitieus plan dat een duurzamer continent nastreeft, meer bepaald klimaatneutraal zijn tegen 2050. Binnen dit raamwerk zijn diverse doelstellingen vastgelegd om de transitie naar een duurzame economie te versnellen, aangezien de grenzen van onze planeet steeds duidelijker worden en de tijd om te handelen steeds beperkter is.⁸

Ook via het Europees actieplan om duurzame groei te financieren wil Europa meer inzetten op het stimuleren van een duurzame financiële markt waar kapitaal wordt gestuurd naar duurzame initiatieven.⁹ Hiervoor heeft ze ESG-criteria (Environment, Social and Governance) geïntegreerd in haar regelgevend kader om duurzame beleggingen en financiering te bevorderen. Om kapitaalstromen in de richting van duurzame economische activiteiten te sturen, werd onder meer de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) aangenomen.¹⁰ De CSRD concretiseert rapporteringsverplichtingen aan de hand van de European Sustainability Reporting Standards (ESRS).¹¹ Ondernemingen zullen op termijn verplicht worden te rapporteren over ESG-criteria conform deze normen, wat impliceert dat ook governance-instrumenten hierop moeten anticiperen.¹²

Echter, zowel in de Green Deal als het actieplan voor het financieren van duurzame groei wordt een kritiek punt aangehaald: De huidige focus ligt nog te veel op financiële prestaties op korte termijn ten opzichte van ontwikkelingen op lange

⁷ De Belgische corporate governance code 2020, woord vooraf.

⁸ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: De Europese Green Deal, Europese Commissie, December 2019, COM/2019/640.

⁹ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: Actieplan duurzame groei financieren, Europese Commissie, Juni 2018, COM/2018/097.

¹⁰ RICHTLIJN (EU) 2022/2464 van het Europees Parlement en de Raad van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen, OJ L 322, 16.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>

¹¹ GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2023/2772 van de commissie van 31 juli 2023 tot aanvulling van Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft standaarden voor duurzaamheidsrapportage, PB L, 2023/2772, 22.12.2023, http://data.europa.eu/eli/reg_del/2023/2772/oj (Hierna ESRS).

¹² *Supra*



termijn en duurzaamheidsaspecten.¹³ Hoewel er al stappen zijn gezet, zoals de integratie van duurzame waardecreatie in de Belgische Code, blijkt uit onderzoek dat dergelijke integraties vaak nog te vaag zijn om effectief te zijn.¹⁴

Dit roept de vraag op of deze vaagheid voortkomt uit een mentaliteit van "moeten" in plaats van "willen". Het suggereert dat er niet alleen behoefte is aan veranderingen in regelgeving, maar vooral aan een fundamentele verandering in bedrijfsfilosofie. Dit impliceert een verschuiving waarbij duurzaamheid niet slechts een bijkomstigheid is, maar een essentieel onderdeel wordt van het waardeketen van ondernemingen. De Belgische Code kan daarbij een hefboom vormen om deze verschuiving te ondersteunen. De centrale onderzoeksvraag in dit rechtswetenschappelijk onderzoek luidt bijgevolg als volgt:

"Welke ESG-criteria zijn reeds verwerkt in de Belgische Corporate Governance Code 2020 en hoe kan deze verbeterd worden zodat ESG de nieuwe bedrijfsfilosofie wordt?"

Alvorens het onderzoek een antwoord kan bieden op bovenstaande onderzoeksvraag, is het echter nodig om eerst enkele begrippen te verduidelijken en enkele deelonderzoeksvragen te beantwoorden:

- 1.** Wat zijn de juridische en regelgevende definities en criteria die aan de grondslag liggen van het concept 'Environment, Social & Governance (ESG)?
- 2.** Wat is het doel en de inhoud van de Belgische Code, en welke bedrijfsfilosofie weerspiegelt zij vandaag?
- 3.** Welke ESG-criteria worden weerspiegeld in de huidige Belgische Code?
- 4.** Welke ESG-criteria die niet zijn opgenomen in de Belgische Code hebben een positieve impact op het aantrekken van kapitaal?
- 5.** Hoe kan ESG een (grotere) rol spelen in bedrijfsfilosofie?
- 6.** Welke aanbevelen aan de Belgische Code kunnen worden gedaan opdat ESG de nieuwe bedrijfsfilosofie wordt?

¹³ ESRS; Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: De Europese Green Deal, Europese Commissie, December 2019, COM/2019/640.

¹⁴ SIRI M. & ZHU S., "Integrating sustainability in EU Corporate Governance Codes", in D. BUSCH, G. FERRARINI & S. GRUNEWALD (eds.), *Sustainable finance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2021, 175.



Dit onderzoek vertrekt vanuit een rechtssociologische benadering: de Belgische Code wordt niet louter geanalyseerd als een normatief document, maar als een regulerend instrument dat ingebed is in en tegelijk vormgeeft aan maatschappelijke verwachtingen. Daarbij wordt de Belgische Code beschouwd als een uitdrukking van onderliggend beleid en als hefboom om maatschappelijke doelstellingen, zoals duurzaamheid, juridisch te ondersteunen. De centrale focus ligt op de wisselwerking tussen juridische normen, maatschappelijke druk en de ontwikkeling van een nieuw normatief kader rond bedrijfsdoelstellingen.

De kernhypothese is dat de Belgische Code een fundamentele rol kan spelen in het herdenken van de bedrijfsfilosofie, hier begrepen als het geheel van waarden, doelstellingen en motieven die de bestaansredenen en het gedrag van een onderneming richting geven. Ze behelst de normatieve invulling van de missie van een onderneming binnen haar bredere maatschappelijke context.

De toegepaste methode is die van het ontwerpgericht juridisch onderzoek, waarbij het einddoel is om juridisch onderbouwde aanbevelingen te formuleren voor de hervorming van de Belgische Code. Dit ontwerptraject verloopt in twee fasen:

Het eerste deel van het onderzoek is beschrijvend en analytisch en beantwoordt de eerste drie deelvragen, waarmee de huidige situatie wordt beschreven. Hierin worden de begrippen 'ESG' en 'Belgische Corporate Governance Code' eerst onder de loep genomen opdat er een grondig begrip is van wat dit inhoudt. Vervolgens wordt er onderzocht in hoeverre ESG reeds geïntegreerd is in de Belgische Code, wat een antwoord zal vormen op het eerste deel van de onderzoeksvraag. Deze analyse is gebaseerd op de ESRS-normen, die als referentiekader fungeren omdat zij de operationele concretisering vormen van de CSRD. Aangezien de ESRS-standaarden juridisch afdwingbaar worden en gericht zijn op gestandaardiseerde duurzaamheidsrapportering, vormen zij een geschikt objectief toetsingskader om na te gaan in welke mate ESG-principes expliciet of impliciet geïntegreerd zijn in de bestaande Belgische Code.

Het tweede deel vormt het begin van de ontwerpfase en omvat de laatste drie deelvragen. Hier wordt onderzocht welke ESG-criteria nog ontbreken in de Belgische Code en hoe deze kunnen bijdragen tot duurzame waardecreatie, stakeholdergerichtheid en maatschappelijke legitimiteit en hoe ESG een rol kan spelen in de bedrijfsfilosofie. Dit leidt tot een reeks aanbevelingen met het oog op



de hervorming van de Belgische Code, zodat ESG wordt geïntegreerd als kernonderdeel van de bedrijfsfilosofie.

Dit onderzoek heeft een zekere originaliteit omdat het een relatief onderbelicht aspect van corporate governance onderzoekt met name het gebruik van corporate governance codes als instrument om duurzaamheid te bevorderen. Als gevolg hiervan is er een gebrek aan diepgaand inzicht in enerzijds de reeds geïmplementeerde aspecten en anderzijds de hiaten en dus mogelijke verbeteringen in kaart te brengen. Het antwoord op dit onderzoek heeft daarom het potentieel om dit hiaat op te vullen en een nieuw perspectief te bieden op de rol van corporate governance in het bevorderen van duurzaamheid binnen bedrijven.

Bovendien benadrukt bestaand onderzoek dat de stappen die tot nu toe zijn genomen om duurzaamheid te integreren in corporate governance codes vaak als te vaag worden beschouwd om hun beoogde doel te bereiken.¹⁵ Dit onderzoek kan helpen bij het bepalen van mogelijke verbeteringen om corporate governance-codes effectiever te maken door de specifieke tekortkomingen en uitdagingen bij het bevorderen van duurzaamheid te identificeren.

De link tussen de ESG-principes en bedrijfsfilosofie is een ander kenmerk van dit onderzoek. Door te onderzoeken hoe de Belgische Code het best kan aangepast worden om duurzaamheid en de ESG-principes te verankeren in de Belgische Code kan dit leiden tot een nieuwe bedrijfsfilosofie waarbij duurzaamheid en het respecteren van de ESG-principes wordt gezien als een essentieel onderdeel van deugdelijk bestuur meer dan een extra toevoeging als gevolg van druk van bovenaf.

De relevantie van dit onderzoek is onmiskenbaar, vooral gezien de recente ontwikkelingen waarbij de Belgische Code, traditioneel een soft law mechanisme, steeds meer verweven raakt met hard law. Sinds 2020 heeft deze code een groeiende erkenning gekregen als een essentieel instrument voor het beïnvloeden

¹⁵ SIRI M. & ZHU S., "Integrating sustainability in EU Corporate Governance Codes", in D. BUSCH, G. FERRARINI & S. GRUNEWALD (eds.), *Sustainable finance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2021, 175.



van bedrijfspraktijken, niet alleen vanwege de vrijwillige aard, maar ook vanwege de wettelijke verankering.¹⁶

Hoewel er veel onderzoek is gedaan naar de effectiviteit van een corporate governance code, is er beperkt onderzoek verricht naar het specifieke gebruik van deze tool voor het bevorderen van duurzaamheid in ondernemingen.¹⁷ De bestaande onderzoeken betreffen voornamelijk rechtsvergelijkingen tussen Europese codes.¹⁸ Een diepgaande focus op de Belgische code is schaars. Deze lacune maakt dit onderzoek des te relevanter.

In dit onderzoek zal er specifiek een focus gelegd worden op de Belgische Code. Het onderzoek is beperkt tot de context van België omdat corporate governance codes wereldwijd complex en divers zijn. Dit zou kunnen leiden tot een te groot onderzoeksobject in het kader van deze meesterproef waardoor de diepgang van de analyse mogelijks in het gedrang zou komen. Om dit laatste te waarborgen zullen de codes van andere landen buiten beschouwing gelaten worden, ondanks het feit dat er waardevolle inzichten kunnen worden verkregen door vergelijking met andere codes.

Ondanks het voorgaande kan er via dit onderzoek een dieper begrip verkregen worden van de specifieke problemen, kansen en praktijken met betrekking tot duurzaamheid binnen de Belgische bedrijfscultuur door zich te concentreren op de Belgische Code. De conclusies en aanbevelingen van het onderzoek kunnen gericht en relevant zijn voor de Belgische context door deze afbakening te gebruiken, waardoor ze toepasbaar zijn voor bedrijven en beleidsmakers binnen het specifieke juridische en culturele kader van België.

Het negeren van vergelijkingen met andere codes betekent niet dat best practices op wereldschaal worden genegeerd. In plaats daarvan erkent het simpelweg dat de Belgische omgeving unieke uitdagingen en kansen met zich meebrengt die

¹⁶ Art. 3 wet 63 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, *BS* 23 april 2010, 22709.

¹⁷ SIRI M. & ZHU S., "Integrating sustainability in EU Corporate Governance Codes", in D. BUSCH, G. FERRARINI & S. GRUNEWALD (eds.), *Sustainable finance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2021, 175.

¹⁸ SIRI M. & ZHU S., "Integrating sustainability in EU Corporate Governance Codes", in D. BUSCH, G. FERRARINI & S. GRUNEWALD (eds.), *Sustainable finance in Europe*, Palgrave Macmillan, 2021, 175.; SZABÓ D. G., 'Integrating corporate social responsibility in corporate governance codes in the EU', *European Business Law Review*, 2013/24(6).



aandacht verdienen. Op deze manier kunnen de bevindingen van het onderzoek een bijdrage leveren aan de discussies over corporate governance en duurzaamheid, zowel in België als op internationaal niveau.

Deel 1: Overzicht van de huidige situatie

1 Het concept ESG ontleed

Voordat kan worden onderzocht in welke mate de Belgische Code reeds ESG-criteria integreert en een antwoord kan worden geformuleerd op de centrale onderzoeksvraag, is het van belang eerst het concept ESG nader te duiden. Dit eerste hoofdstuk behandelt de eerste deelvraag: “Wat zijn de juridische en regelgevende definities en criteria die ten grondslag liggen aan het concept ‘Environment, Social & Governance’ (ESG)?” Daarbij wordt het concept systematisch ontleed, te beginnen met de oorsprong en evolutie ervan. Vervolgens wordt ingegaan op de hedendaagse invulling van ESG, om ten slotte de weerspiegeling ervan in het Belgische rechtskader te analyseren.

1.1 Oorsprong van de concepten ‘Environment, Social & Governance’

De opkomst van ESG moet worden begrepen in het licht van een lange en complexe geschiedenis van sociaal en ethisch verantwoord investeren. Reeds in de 19de eeuw kwamen religieus geïnspireerde investeringsprincipes op, waarbij individuen en groeperingen bepaalde sectoren meden (zoals wapenindustrie of alcohol) vanuit morele overwegingen.¹⁹ Doorheen de 20ste eeuw vonden dergelijke overwegingen verder ingang via politieke activisten die thema’s als vrouwenrechten en arbeidsrechten op de voorgrond plaatsten.²⁰

De Verenigde Naties (VN) stelde zich vanaf haar ontstaan als voortrekker van sociale rechtvaardigheid. In hun ogen was het globale economische systeem eerder een obstakel dan een oplossing voor armoede en ongelijkheid.²¹ Toch veranderde deze houding gradueel. Het Brundtland-rapport uit 1987 introduceerde het begrip “duurzame ontwikkeling” en vormde een belangrijke kentering. De VN-

¹⁹ ECCLES R. G., LEE L. E., & STROEHLE J. C., ‘The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD’, *Organization & Environment*, 2020, 33, (575) 4.

²⁰ *Ibid.*

²¹ POLLMAN E., ‘The making and meaning of ESG’, *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.



Commissie voor de Mensenrechten begon daarna te onderzoeken hoe multinationale ondernemingen beïnvloed konden worden in hun mensenrechtenbeleid.²²

In de jaren 90 verbreedde de VN haar blikveld en begon actief de samenwerking op te zoeken met de private sector.²³ Onder het leiderschap van Kofi Annan werden de fundamenteën gelegd voor wat we nu kennen als ESG. Kofi Annan stelde dat er een aanzienlijk potentieel was voor een wederzijdse versterking van de doelstellingen van de VN, zoals vrede en ontwikkeling, en die van bedrijven, waaronder welvaartscreatie.²⁴ Deze visie leidde tot een paradigmaverschuiving: bedrijven konden en moesten deel uitmaken van de oplossing.

Een sleutelmoment in deze evolutie was Kofi Annans toespraak op het World Economic Forum in Davos in 1999, waarin hij het “Global Compact” lanceerde. Dit initiatief stelde negen beginselen voorop die bedrijven moesten omarmen, ondersteunen en naleven, onder meer inzake mensenrechten, arbeidsnormen en milieubescherming. In 2000 werd het initiatief operationeel.²⁵

Op basis van deze fundamenteën nam de aandacht voor milieukwesties toe. In 2003 vond de eerste Institutional Investor Summit on Climate Risk plaats, wat leidde tot het ontstaan van het Investor Network on Climate Risk—een coalitie van 70 investeerders met aanzienlijke activa.²⁶ Hoewel deze initiatieven belangrijk waren, gaven leiders in de financiële sector aan dat verdere integratie nodig was.

Als reactie daarop kwam Kofi Annan met een nieuw initiatief - *Who Cares Wins* - en schreef vijftig CEO's aan met de vraag hieraan deel te nemen.²⁷ Het gelijknamige rapport formuleerde aanbevelingen over hoe milieu-, sociale en governance-kwesties beter geïntegreerd konden worden in vermogensbeheer, effectenmakelaardij en onderzoek. Volgens het rapport zouden bedrijven die hoog

²² POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²³ THERIEN J. P. & POULIOT V., 'The global compact: shifting the politics of international development?', *Global governance*, 2006/12, 55.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²⁴ U.N. Secretaris-Generaal, 'Cooperation Between United Nations and Business', U.N. Press Release 9 February 1998.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²⁵ RUGGIE J. G., 'The United Nations and globalization: Patterns and limits of institutional adaptation', *Global Governance*, 2003/9, 301.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²⁶ PARGENDLER M., 'The rise of international corporate law,' *Wash. UL Rev.*, 2020/98, 1765.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²⁷ The Global Impact, 'Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world', 2004.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.



scoorden op ESG beter in staat zijn om risico's te beheren, in te spelen op marktbehoeften, nalevingskosten te verlagen en reputatievoordelen te behalen met als einddoel een hogere aandeelhouderswaarde.²⁸

Het rapport stelde dat ESG-factoren deel moesten uitmaken van de reguliere analysemethoden en dat hiervoor langere tijdshorizonten nodig waren. De strategische combinatie van Environment, Social en Governance was op zich niet vanzelfsprekend, maar werd versterkt door institutionele steun van VN-initiatieven die het begrip verder verspreidden binnen de wereldwijde investeringsgemeenschap.²⁹ Waar ESG in het begin slechts sporadisch werd genoemd tijdens earnings calls, kwam dit aandeel in 2021 op bijna 20%, en meer dan 70% van de institutionele beleggers gaf aan ESG-factoren effectief te implementeren.³⁰

Een belangrijk bijkomend rapport werd opgesteld door het gerenommeerde advocatenkantoor 'Freshfields Bruckhaus Deringer' in opdracht van het United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) en de VN.³¹ Het stelde vast dat de integratie van ESG in beleggingsbeslissingen niet alleen wettelijk toegelaten was, maar in veel rechtsgebieden zelfs aangewezen. Dit rapport wordt vaak beschouwd als het meest invloedrijke document in de promotie van ESG-integratie.³²

In het verlengde hiervan werd het Principles for Responsible Investment (PRI)-initiatief gelanceerd door UNEP FI en het Global Compact, waarmee ESG formeel ingebed werd in de beleggingswereld.³³ Tegelijkertijd evolueerde ook de standaardisering van rapportering. De Global Reporting Initiative (GRI), ontstaan in reactie op milieuschandalen zoals de Exxon Valdez-ramp, breidde haar richtlijnen uit van milieu naar een volledige ESG-benadering. Rond het midden van de jaren 2000 ontstond zo een wereldwijde standaard voor duurzaamheidsrapportering.³⁴

²⁸ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

²⁹ The Global Impact, 'Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world', 2004.

³⁰ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

³¹ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.; ECCLES R. G., LEE L. E., & STROEHLE J. C., 'The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD', *Organization & Environment*, 2020, 33, (575) 4.

³² POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

³³ *Ibid.*

³⁴ GRI, 'Our mission and History', <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>



In deze periode kreeg elk onderdeel van ESG een specifieke rol. Het milieuaspect (E) werd vooral door Europese investeerders aangegrepen in de context van klimaatinitiatieven. Het sociale aspect (S) vond steun bij arbeidsgerelateerde pensioenfondsen en ontwikkelingsgerichte instellingen. Governance (G) daarentegen had reeds brede aanvaarding in traditionele juridische en financiële kringen.³⁵ De strategie om “S” tussen E en G te plaatsen diende om sociale kwesties te beschermen tegen weerstand uit marktgerichte hoek, en gaf ESG als geheel een gebalanceerd en geloofwaardig profiel.³⁶

Hoewel het ESG-concept aan academische en institutionele grondslag won dankzij initiatieven als het VN-rapport *Who Cares Wins* en de oprichting van de PRI, leidde dit niet meteen tot wijdverspreide toepassing in de praktijk. ESG bleef lange tijd een normatief streven eerder dan een afdwingbare standaard. Pas met de ontwikkeling van een marktinfrastructuur, bestaande uit ESG-scores, klimaatfinanciers, emissiebeheer, klimaatrisicomanagement, en de toenemende institutionele samenwerking binnen de financiële sector, ontstonden de contouren van een werkbaar kader.³⁷ Toch bleef dat kader kwetsbaar: het ontbrak aan uniforme definities, wettelijke afdwinging en consistente richtlijnen. Verschillende financiële instellingen hanteerden uiteenlopende opvattingen over wat ESG precies inhield en hoe klimaatrisico's moesten worden gemodelleerd. Terwijl sommigen ESG beschouwden als een kans voor marktontwikkeling werd duidelijk dat de roep om standaardisatie onvoldoende beantwoord bleef.³⁸ Als gevolg van terughoudendheid op vlak van wettelijke afdwingbaarheid en politieke verdeeldheid die internationale klimaatafspraken blokkeerde, kreeg ESG onvoldoende wettelijke onderbouw. Desondanks ontstond een hybride infrastructuur die ESG tot een blijvend aandachtspunt maakte in de bedrijfswereld. Wat ESG vandaag precies betekent, hoe het wordt ingevuld en toegepast, en welke spanningsvelden blijven bestaan, vormt het onderwerp van het volgende deel.

³⁵ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

³⁶ CLEMENTS-HUNT P., 'The Evolution of ESG', Medium 2 februari 2020.

³⁷ ECCLES R. G., LEE L. E., & STROEHLE J. C., 'The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD', *Organization & Environment*, 2020, 33, 575.

³⁸ *Ibid.*

1.2 Inhoud van de concepten

Hoewel het *Who Cares Wins*-rapport uit 2004³⁹ vaak als het startpunt wordt beschouwd van ESG in zijn moderne vorm, viel op dat het rapport zelf geen afgebakende definitie van het begrip gaf. In plaats daarvan verwees het herhaaldelijk naar ESG als een gezamenlijk initiatief van financiële instellingen om richtlijnen en aanbevelingen te ontwikkelen over hoe milieu-, sociale en bestuur kwesties beter geïntegreerd kunnen worden in activabeheer, effectenbemiddeling en bijhorende onderzoeksactiviteiten.⁴⁰ Die open benadering roept de vraag op: wat *is* ESG nu eigenlijk?

ESG staat voor *Environment, Social and Governance*, of in het Nederlands: milieu, sociaal en goed bestuur. In de context van bedrijfsvoering en investeringen verwijst ESG naar niet-financiële factoren die van invloed zijn op de duurzaamheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen⁴¹. Anders dan traditionele financiële indicatoren, bieden ESG-factoren een bredere kijk op de langetermijnwaardcreatie en de risico's die verbonden zijn aan een onderneming. Deze drie pijlers vormen de basis voor ESG-beoordelingen en rapportages:

- **Environment (milieu):** Deze pijler omvat alle aspecten die te maken hebben met de impact van een onderneming op het milieu. Bijvoorbeeld de uitstoot van broeikasgassen, energie- en waterverbruik, afvalbeheer, biodiversiteit en milieuklachten.⁴² Dit heeft betrekking op zowel de matiging van als de aanpassing aan klimaatverandering.⁴³
- **Social (sociaal):** Deze component verwijst naar hoe een bedrijf omgaat met mensen, dit betreft zowel werknemers, klanten, medewerkers in de keten als andere stakeholders. Dat gaat onder andere over arbeidsomstandigheden, diversiteit en inclusie, mensenrechten in de keten, betrokkenheid bij de gemeenschap, en productveiligheid.⁴⁴
- **Governance (goed bestuur):** Deze laatste pijler gaat over de manier waarop een bedrijf wordt bestuurd. Transparantie, bestuursstructuren,

³⁹ The Global Impact, 'Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world', 2004.

⁴⁰ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁴¹ KAZMIERCZAK M., 'A literature review on the difference between CSR and ESG', *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska*, 2022/162, 275.

⁴² POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁴³ X, 'Duurzame financiering', FSMA, <https://www.fsma.be/nl/duurzame-financiering> (geraadpleegd op 1 augustus 2025).

⁴⁴ BARANGA L. P. & TANEJA E. I., 'Introducing the ESG reporting-benefits and challenges', *Journal of Financial Studies*, 2022/7, 174-181.



anticorruptiebeleid, aandelhoudersrechten, beloningsbeleid en naleving van regelgeving vallen hieronder.⁴⁵

De drie pijlers zijn dus niet op zichzelf staand, maar vormen samen een geïntegreerd raamwerk om ondernemingen te beoordelen op hun duurzaamheidsprestaties, zowel intern als extern.

De betekenis van ESG is sinds het ontstaan geëvolueerd en kent vandaag de dag diverse toepassingen. Oorspronkelijk bedoeld als kader voor het integreren van niet-financiële risico's in investeringsbeslissingen, wordt ESG tegenwoordig ook gebruikt als risicomanagementtool, rapportagetool, als invulling van maatschappelijke verantwoordelijkheid, en zelfs als ideologische voorkeur.

Een eerste gebruik van ESG is als instrument voor risicoanalyse. In een tijd waarin reputatieschade of publieke schandalen ernstige gevolgen kunnen hebben voor ondernemingen, biedt ESG waardevolle inzichten in risico's die voortvloeien uit milieuproblemen, arbeidsconflicten of wanbestuur. ESG is dan een apart bedrijfsonderdeel geworden dat sociale en ecologische risico's bewaakt en stakeholderrelaties helpt beheren.⁴⁶ Naast haar rol als investeringsinstrument en risicomanagementtool heeft ESG ook een essentiële functie als rapporteringstool. In reactie op de groeiende vraag van investeerders en andere belanghebbenden naar niet-financiële informatie, zijn diverse rapporteringskaders ontwikkeld om ESG-gegevens te structureren en te standaardiseren. Frameworks zoals het GRI, het Integrated Reporting Framework (IIRC) en de normen van de Sustainability Accounting Standards Board (SASB) beogen consistentie, vergelijkbaarheid en transparantie in duurzaamheidsrapportering te waarborgen. Deze standaarden maken het mogelijk voor ondernemingen om hun milieu-, sociale en bestuursimpact op een gestructureerde wijze te communiceren, vaak via specifieke key performance indicators (KPI's).⁴⁷ Ook binnen het Europees regelgevend kader zijn verschillende rapporteringsframeworks opgezet. Binnen de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) wordt gerapporteerd aan de hand van vooraf bepaalde duurzaamheidsindicatoren, bekend als *Principal Adverse*

⁴⁵ KAZMIERCZAK M., 'A literature review on the difference between CSR and ESG', *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska*, 2022/162, 275.

⁴⁶ GADINIS S. & MIAZAD A., 'Corporate law and social risk', *Vand. L. Rev.*, 2020/73, 1401.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁴⁷ Bose S., 'Evolution of ESG Reporting Frameworks', in Esty D.C., Cort T. (eds), 'Values at Work', Palgrave Macmillan, Cham., 2020, https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2.



Impact indicators (PAI's), die negatieve effecten van investeringsbeslissingen op milieu- en sociale factoren meten. Financiële marktdeelnemers moeten op entiteits- en productniveau transparantie bieden over hun beleid inzake duurzaamheid, waaronder of en hoe ESG-criteria geïntegreerd worden in de beleggingsstrategie. De SFDR onderscheidt bovendien producten op basis van hun duurzaamheidsambitie (artikelen 6, 8 en 9), wat resulteert in een gelaagde rapportageverplichting afhankelijk van het type financieel product. Daarmee vergemakkelijken ze niet alleen de analyse van ESG-prestaties, maar vormen ze ook een fundament voor geïnformeerde investeringsbeslissingen.⁴⁸ De CSRD verplicht grote ondernemingen en beursgenoteerde kmo's om te rapporteren volgens de ESRS, die gestandaardiseerde en gedetailleerde richtlijnen bevatten voor het openbaar maken van duurzaamheidsinformatie op basis van de dubbele materialiteit, met bijzondere aandacht voor sectoroverschrijdende, sectorspecifieke en entiteitspecifieke openbaarmakingen.⁴⁹

Daarnaast wordt ESG vaak gelijkgesteld aan duurzaamheid of maatschappelijke verantwoordelijkheid.⁵⁰ ESG wordt in deze visie gezien als een weg naar een betere wereld, en dus meer dan enkel een meetinstrument.⁵¹ Het *UN Principles for Responsible Investment*-initiatief stelt bijvoorbeeld dat ESG helpt om investeerders beter af te stemmen op bredere maatschappelijke doelstellingen.⁵² ESG en Corporate Social Responsibility (CSR) zijn in dit opzicht sterk verweven: CSR vertegenwoordigt de morele overtuiging dat bedrijven een verantwoordelijkheid hebben, ESG biedt de meetbare indicatoren om die verantwoordelijkheid te objectiveren.⁵³

⁴⁸ VERORDENING (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de raad van 27 november 2019 betreffende informatieverstrekking over duurzaamheid in de financiële dienstensector, *OJ L 317*, 9.12.2019, <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj> (Hierna SFDR).

⁴⁹ RICHTLIJN (EU) 2022/2464 van het Europees Parlement en de raad van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen, *OJ L 322*, 16.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj> (Hierna CSRD).

⁵⁰ AWATE S. G. & KASAR B. P., 'The evolution of ESG: Trends, Challenges and future directions', *Shodhkosh: Journal of visual and performing arts*, 2024/5, (1270) 1272.

⁵¹ WOOD D., 'What do we mean by the S in ESG?: Society as a stakeholder in responsible investment.' In Hebb T., HAWLEY J., HOEPNER A., NEHER A. & WOODS D.(eds.) *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Routledge, 2015, 553.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁵² Principles for Responsible Investment, *Wat zijn de principes voor verantwoord beleggen?*, <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment#:~:text=Principle%201:%20We%20will%20incorporate,entities%20in%20which%20we%20invest>.

⁵³ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.



Een laatste interpretatie ziet ESG als een ideologische voorkeur of waarde gedreven label. Voor sommige investeerders en ondernemingen is ESG een manier om hun waarden (politiek, sociaal of ecologisch) te laten doorklinken in hun keuzes. ESG krijgt hier een symbolische lading als signaal van moreel of maatschappelijk engagement, ook al is de invulling ervan vaag en context gebonden.⁵⁴ Tot slot is het belangrijk te benadrukken dat ESG vanaf het begin bewust vaag en universeel toepasbaar werd gehouden. Het *Who Cares Wins*-rapport erkende dat relevante ESG-kwesties konden verschillen per regio of sector, en gaf slechts een beperkt aantal voorbeelden. Die open benadering heeft ESG flexibel en aantrekkelijk gemaakt voor een breed scala aan actoren, maar heeft ook geleid tot ambiguïteit in de praktijk.⁵⁵

Hoewel ESG wereldwijd steeds meer ingang vindt, blijft het concept niet vrij van kritiek. Een veelgehoorde bezorgdheid is het risico op greenwashing of ESG-washing⁵⁶: bedrijven profileren zich als duurzaam, terwijl hun acties dat niet of nauwelijks onderbouwen. Door het gebruik van milieuvriendelijke taal of claims zonder inhoudelijke onderbouwing kunnen bedrijven consumenten misleiden en vertrouwen ondermijnen.⁵⁷ Anderzijds komen ook tegenovergestelde praktijken voor waarbij men duurzaamheidsprestaties gaat ondermijnen of minimaliseren met het doel om bepaalde wettelijke verplichtingen te omzeilen. Dit wordt green bleaching of genoemd.⁵⁸

ESG-rapporten kunnen hierin een tegengewicht bieden, op voorwaarde dat ze transparant, controleerbaar en gebaseerd zijn op objectieve data. Maar een gebrek aan een universele standaardisatie bemoeilijkt de vergelijking tussen rapporten en laat dus ruimte voor interpretaties. Zoals eerder vermeld, bestaan er vandaag meerdere ESG-rapportagekaders (GRI, SASB, IIRC, ESRS, Classificatie binnen de SFDR o.b.v. PAI's), elk met eigen accenten, indicatoren en

⁵⁴ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁵⁵ The Global Impact, 'Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world', 2004.; POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁵⁶ COLAERT V., GUREAU-AUFIBERT A., e FUNERED U., 'Advice to ESMA', ESMA, 18 januari 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-01/esma22-106-4384_smsg_advice_on_greenwashing.pdf (geraadpleegd op 2 augustus 2025).

⁵⁷ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.; C. BORUCKI, "Als de vos de passie preekt... Corporate greenwashing als misleidende handelspraktijk", DCCR 2018, (31) 33.

⁵⁸ X, 'More needs to be done tackle "greenhushing" and "green-bleaching"', GRC World Forums, 22 Januari 2024, <https://www.grcworldforums.com/esg/more-needs-to-be-done-tackle-greenhushing-and-green-bleaching/9268.article#:~:text=Meanwhile%2C%20green%2Dbleaching%20is%20the,er%20regulatory%20obligations>. (geraadpleegd op 2 Augustus 2025).



methodologieën. Dit maakt het voor bedrijven moeilijk om te navigeren in het ESG-landschap en voor stakeholders lastig om rapporten te vergelijken. Het gebrek aan een wereldwijde standaard is deels te verklaren door geografische, culturele en economische verschillen. Wat in Europa als prioritair wordt gezien, zoals CO₂-neutraliteit, is dat niet noodzakelijk in andere werelddelen waar bijvoorbeeld corruptiebestrijding of arbeidsrechten zwaarder wegen.⁵⁹

ESG kan dus omschreven worden als een veelzijdig en dynamisch concept dat in essentie verwijst naar milieu-, sociale en bestuurskundige factoren die bedrijven helpen beoordelen op hun duurzaamheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid. De drie pijlers (milieu, sociaal en governance) vormen samen een holistisch raamwerk dat zowel risico's als kansen blootlegt die buiten de traditionele financiële boekhouding vallen. ESG wordt ingezet als analysetool voor investeerders, rapporteringstool, maatstaf voor corporate governance, moreel kompas en zelfs als communicatiemiddel richting stakeholders.⁶⁰

Toch is ESG niet zonder uitdagingen. Door de afwezigheid van een uniforme definitie en standaard, en door risico's zoals greenwashing, is transparante en eerlijke rapportering cruciaal om de geloofwaardigheid van ESG te waarborgen. ESG moet dus niet alleen een modewoord zijn, maar een solide kader dat bedrijven én investeerders in staat stelt bij te dragen aan een duurzame en rechtvaardige economie wereldwijd, maar met aandacht voor lokale nuances.

1.3 Weerslag van ESG op Belgische wetgeving

Hoewel ESG oorspronkelijk werd ontwikkeld als een internationaal en vrijwillig beoordelingskader, is het intussen uitgegroeid tot een normatieve en zelfs juridisch verankerde benadering van duurzaam ondernemerschap. De vraag stelt zich dan ook hoe dit internationale kader, met zijn wortels in mondiale verdragen en VN-initiatieven, vandaag weerslag vindt in het Belgische recht. Aan welke ESG-verplichtingen moeten Belgische ondernemingen zich houden? En via welke mechanismen zijn deze in de Belgische regelgeving geïntegreerd?

⁵⁹ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.

⁶⁰ KOTSANTONIS S., PINNEY C., & SERAFEIM G., 'ESG integration in investment management: Myths and realities', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2016/28, 10.



Het antwoord op deze vragen is tweeledig. Ten eerste worden veel ESG-gelateerde verplichtingen op het niveau van de Europese Unie vastgelegd, waarna zij ofwel rechtstreeks van toepassing zijn in de lidstaten (via verordeningen), ofwel via omzetting in nationale wetgeving (via richtlijnen) doorwerken in het Belgische recht. Ten tweede bestaan er in België aanvullende, niet-bindende initiatieven die ondernemingen aanzetten tot ESG-integratie, zoals de Belgische Code. Beide pijlers – hard law en soft law – vormen samen de juridische weerslag van ESG in België.

De wettelijke verankering van ESG binnen de EU en bijgevolg in België, is rechtstreeks te herleiden tot het Akkoord van Parijs uit 2015.⁶¹ Dit internationale klimaatakkoord, gesloten onder auspiciën van de Verenigde Naties, stelt als doel om de opwarming van de aarde ruim onder de 2°C te houden, met inspanningen om de stijging te beperken tot 1,5°C. Om dit te realiseren, verplicht het akkoord de aangesloten landen tot het opstellen van nationale klimaatplannen.⁶²

In reactie hierop lanceerde de Europese Unie in 2019 de Europese Green Deal, een breed beleidskader met als ambitie om tegen 2050 het eerste klimaatneutrale continent te worden. De Green Deal beoogt een fundamentele hervorming van het Europese economische model, waarbij groei losgekoppeld wordt van grondstoffengebruik en sociale rechtvaardigheid hand in hand gaat met ecologische transitie.⁶³ Om deze ambitie waar te maken, werden onder de Green Deal een reeks concrete wetgevende initiatieven uitgewerkt, waarvan er meerdere vandaag bepalend zijn voor het ESG-kader in België.⁶⁴ De omvang van deze thesis laat het niet toe alle regelgevingen toe te lichten die in verband staan met ESG. Om deze redenen zullen enkel de meest relevante en de meest alomvattende voor het concept ESG hierna kort toegelicht worden.

⁶¹ DE WULF H. & VAN MARCKE L., 'Duurzaamheid en vennootschapsrecht: ESG-aansprakelijkheid en de invloed van institutionele aandeelhouders', In *Droit et durabilité= Recht en duurzaamheid*, Larcier, Intersentia, 2022, 349.

⁶² Akkoord van Parijs betreffende klimaatverandering van de Verenigde Naties, 12 december 2015.

⁶³ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: De Europese Green Deal, Europese Commissie, December 2019, COM/2019/640.

⁶⁴ PWC, 'ESG regulatory landscape: Driving business change to protect people and the planet', <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/regulatory-landscape.html> (geraadpleegd op 16/02/2025).

Een eerste betreft de *European Climate Law* of de Klimaatwet.⁶⁵ De klimaatwet verankert juridisch het doel van klimaatneutraliteit tegen 2050 in het EU-recht. De wet verplicht de EU-instellingen en lidstaten om wetgeving aan te nemen die hiermee in overeenstemming is. Hoewel dit kader hoofdzakelijk op beleidsniveau speelt, fungeert het als normatief kompas voor alle latere ESG-wetgeving, waaronder rapporteringsverplichtingen en investeringsstandaarden.⁶⁶

De *EU-Taxonomieverordening*⁶⁷ is een classificatiesysteem dat bepaalt welke economische activiteiten als ecologisch duurzaam kunnen worden beschouwd.⁶⁸ Het doel is om greenwashing te voorkomen en investeringen te richten op werkelijk duurzame activiteiten. Voor Belgische bedrijven betekent dit dat, wanneer zij duurzaamheidsclaims maken of financiële producten op de markt brengen, zij zich moeten verantwoorden aan de hand van deze standaard.⁶⁹ De taxonomie geldt rechtstreeks, zonder nood aan omzetting in nationale wetgeving. Dit wordt ook wel de groene taxonomie genoemd. Dit omdat Europa momenteel ook voorstellen aan het opmaken is voor een sociale taxonomie. Het doel hierbij is, net zoals de groene taxonomie, te kunnen bepalen welke activiteiten duurzaam zijn weliswaar op sociaal vlak en welke economische activiteiten dus bijdragen aan sociale doelstellingen. Het laat beleggers toe om ook op vlak van sociale aspecten duurzaam te kunnen investeren.⁷⁰ Net als de groene taxonomie zal zij werken met technische screeningscriteria en het *do no significant harm*-principe, waarbij activiteiten enkel als sociaal duurzaam kunnen worden bestempeld indien zij tevens geen afbreuk doen aan andere sociale of ecologische doelstellingen. De

⁶⁵ VERORDENING (EU) 2021/1119 van het Europees Parlement en de raad van 30 juni 2021 tot vaststelling van een kader voor de verwezenlijking van klimaatneutraliteit, en tot wijziging van Verordening (EG) nr. 401/2009 en Verordening (EU) 2018/1999 ("Europese klimaatwet"), OJ L 243, 9.7.2021, <http://data.europa.eu/eli/reg/2021/1119/oj>.

⁶⁶ PWC, 'ESG regulatory landscape: Driving business change to protect people and the planet', <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/regulatory-landscape.html> (geraadpleegd op 16/02/2025).

⁶⁷ VERORDENING (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, OJ L 198, 22.6.2020, <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>.

⁶⁸ TOCCHINI F. & CAFAGNA G., 'Het ABC van ESG-rapportages: Wat zijn ESG-rapportages en duurzaamheidsverslagen, waarom zijn ze belangrijk en wat moeten CFO's weten?', Wolters Kluwer 9 maart 2022, <https://www.wolterskluwer.com/nl-nl/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting> (geraadpleegd op 4 augustus 2024).

⁶⁹ BOURGUIGNON G. & DICTUS T., 'ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape', Clearly Gottlieb, 2021.; TOCCHINI F. & CAFAGNA G., 'Het ABC van ESG-rapportages: Wat zijn ESG-rapportages en duurzaamheidsverslagen, waarom zijn ze belangrijk en wat moeten CFO's weten?', Wolters Kluwer 9 maart 2022, <https://www.wolterskluwer.com/nl-nl/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting> (geraadpleegd op 4 augustus 2024).

⁷⁰ Knol B., 'Taxonomieverordening wordt uitgebreid met een sociale taxonomie', Duurzaam financieel, 7 maart 2022, <https://www.duurzaam-beleggen.nl/blog/taxonomieverordening-wordt-uitgebreid-met-een-sociale-taxonomie/#:~:text=in%20your%20browser,-.Wat%20is%20het%20doel%20van%20de%20sociale%20taxonomie?,het%20kiezen%20van%20duurzame%20beleggingen>. (geraadpleegd op 2 augustus 2025).



sociale taxonomie zal zich richten op drie kerngebieden: werknemers, eindgebruikers en getroffen gemeenschappen, met bijzondere aandacht voor kwetsbare groepen.⁷¹ Deze verordening is nog in ontwikkeling.

Op vlak van financiële instellingen werd de *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* geïmplementeerd.⁷² De SFDR verplicht financiële marktdeelnemers, waaronder Belgische banken en verzekeraars, om transparantie te bieden over hoe zij duurzaamheidsrisico's integreren in hun producten, diensten en besluitvorming. De verordening trad in werking op 10 maart 2021 en geldt als een sleutelement in het streven naar een financiële sector die de transitie naar een duurzamere economie ondersteunt. De SFDR is opgebouwd rond twee kernassen: entiteitsniveau en productniveau. Op entiteitsniveau vereist de verordening dat financiële instellingen openbaar maken of en hoe zij duurzaamheidsrisico's in hun beleggingsbeslissingen integreren. Daarnaast verplicht ze – indien van toepassing – rapportering over de *Principale Adverse Impact*-indicatoren (PAI's), die de negatieve effecten van investeringen op milieu- en sociale factoren meten (zoals CO₂-uitstoot, watervervuiling, loonkloof, mensenrechtenschendingen). Deze indicatoren zijn opgenomen in een gedelegeerde verordening (de *Regulatory Technical Standards* of RTS)⁷³, die de SFDR operationaliseert. Op productniveau introduceert de SFDR een classificatiesysteem waarbij financiële producten worden ingedeeld op basis van hun duurzaamheidsambitie:

- Artikel 6-producten integreren geen specifieke duurzaamheidskenmerken en bieden enkel basisinformatie over duurzaamheidsrisico's;⁷⁴
- Artikel 8-producten promoten ecologische of sociale kenmerken, mits voldaan wordt aan minimale governancevoorwaarden;⁷⁵

⁷¹ Europese Commissie, '*Final Report on social taxonomy*', Platform on sustainable finance, 2022, <https://commission.europa.eu/system/files/2022-03/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>.

⁷² SFDR

⁷³ Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1288 van de Commissie van 6 april 2022 tot aanvulling van Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen tot nadere bepaling van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het beginsel "geen ernstige afbreuk doen", en tot nadere bepaling van de inhoud, methoden en presentatie van informatie met betrekking tot duurzaamheidsindicatoren en ongunstige effecten op de duurzaamheid en van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het promoten van ecologische of sociale kenmerken en doelstellingen voor duurzaamheidsbeleggingen in precontractuele documenten, op websites en in periodieke verslagen (Voor de EER relevante tekst), PB L 196 van 25.7.2022, http://data.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj (Hierna: Gedelegeerde verordening SFDR).

⁷⁴ Art. 6 SFDR.

⁷⁵ Art. 8 SFDR.

- Artikel 9-producten hebben duurzame beleggingen als expliciet doel.⁷⁶

Voor elk type product gelden verschillende openbaarmakingsvereisten, die beogen greenwashing tegen te gaan door objectieve, vergelijkbare en verifieerbare informatie te verstrekken over duurzaamheidsdoelstellingen, gebruikte methodologieën, en gerealiseerde impact.⁷⁷ Deze verordening is ook rechtsreeks van toepassing.

De *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, die sinds januari 2023 in werking is getreden, is de opvolger van de Non-Financial Reporting Directive (NFRD). Deze richtlijn verplicht ondernemingen tot uitgebreide duurzaamheidsrapportering volgens het principe van dubbele materialiteit: enerzijds de impact van ESG-factoren op het bedrijf, anderzijds de impact van het bedrijf op mens en milieu. De CSRD verplicht grote ondernemingen om informatie op te nemen over hun strategie, doelstellingen, risicobeheer en waardeketen, inclusief concrete ESG-KPI's gebaseerd op de Europese standaarden (European Sustainability Reporting Standards of ESRS).⁷⁸ Oorspronkelijk diende België deze richtlijn om te zetten in nationaal recht tegen juli 2024.

Tot slot is er de *Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CS3D)*. De CS3D legt ondernemingen due diligence-verplichtingen op met betrekking tot mensenrechten en milieuschade in hun volledige waardeketen. Belgische bedrijven die onder deze richtlijn vallen, zullen verplicht zijn om negatieve effecten te identificeren, evalueren en beperken. Lidstaten hebben tot 26 juli 2027 om de richtlijn om te zetten tot nationale wetgeving.⁷⁹

De meeste bovenstaande instrumenten zijn afkomstig van de Europese Unie en vinden zoals eerder vermeld hun weg naar het Belgische recht via twee mechanismen:

⁷⁶ Art. 9 SFDR.

⁷⁷ BOURGUIGNON G. & DICTUS T., 'ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape', Clearly Gottlieb, 2021.; DE WULF H. & VAN MARCKE L., 'Duurzaamheid en vennootschapsrecht: ESG-aansprakelijkheid en de invloed van institutionele aandeelhouders', In *Droit et durabilité= Recht en duurzaamheid*, Larcier, Intersentia, 2022, 349.

⁷⁸ RICHTLIJN (EU) 2022/2464 van het Europees Parlement en de raad van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen, *OJ L 322*, 16.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj> (Hierna CSRD).

⁷⁹ RICHTLIJN (EU) 2024/1760 van het Europees Parlement en de raad van 13 juni 2024 inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937 en Verordening (EU) 2023/2859, *OJ L*, 2024/1760, 5.7.2024, <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/1760/oj> (Hierna CS3D).

- Verordeningen (zoals SFDR en de Taxonomieverordening) zijn automatisch van toepassing in België.
- Richtlijnen (zoals CSRD en CS3D) moeten worden omgezet in Belgisch recht.

In februari 2025 kwam de EU met een nieuw voorstel dat de voorgaande CSRD, taxonomieverordening en de CS3D zou beïnvloeden. De voornoemde verordening en twee richtlijnen waren namelijk zeer complex. De EU stelde daarom een vereenvoudigingspakket voor in '*Omnibus I*'. Dit zou de administratieve lasten moeten verminderen en bestaat uit twee onderdelen. Enerzijds 'Stop the clock' waardoor de inwerkingtreding van de CSRD en de CS3D worden uitgesteld. De bedrijven die in de tweede en derde golf zaten van rapporteringsplichtigen krijgen hierdoor meer tijd alsook de Europese wetgever zelf om de vereenvoudigingen grondiger uit te kunnen werken. Het tweede onderdeel heeft betrekking op een vereenvoudiging van de Europese wetgevingen.⁸⁰ De drempels om onder de toepassing te vallen worden onder andere opgetrokken en de datapunten waarover men moet rapporteren worden drastisch vereenvoudigd.⁸¹ Het deel dat het uitstel betreft werd reeds aanvaard. Het tweede deel met betrekking tot de vereenvoudiging dient op het moment van dit schrijven nog aanvaard te worden in het Europees parlement.⁸²

Ondanks dat de omvang van bedrijven momenteel nog onzeker is, kan wel al gesteld worden dat de CSRD zal leiden tot een uitbreiding van de verplichte inhoud van het bestuursverslag, en zullen ondernemingen hun ESG-strategie, beleidsdoelstellingen en risicobeoordelingen moeten publiceren.⁸³

Ook de Belgische toezichthouders, zoals de FSMA, de Nationale Bank van België en de Commissie Corporate Governance, spelen een rol in de toepassing,

⁸⁰ Instituut voor Bedrijfsrevisoren, '*Factsheet Omnibus*', Persbericht IBR-IRE 10 april 2025.

⁸¹ VGD, '*EU Omnibus verlicht regulatoire druk op vlak van CSRD & EU Taxonomy*', 28 februari 2025, <https://blogbe.vgd.eu/nl/eu-omnibus-verlicht-regulatoire-druk-op-vlak-van-csrd-en-eu-taxonomy#:~:text=De%20impact%20voor%20Belgische%20ondernemingen,vooraleer%20de%20huidige%20verplichtingen%20wijzigen>.

⁸² Europees Parlement, '*Duurzaamheid en zorgvuldigheid: Europarlementariërs stemmen in met uitstel van toepassing nieuwe regels*', Persbericht Europees Parlement 3 april 2025, <https://www.europarl.europa.eu/news/nl/press-room/20250331IPR27557/europarlementariers-stemmen-in-met-uitstel-van-toepassing-nieuwe-regels>

⁸³ CSRD; VANSTEELENT A., '*Transparantie inzake corporate governance bij Belgische beursgenoteerde niet-geïndexeerde ondernemingen*', Masterproef UGent, 2017.



handhaving en interpretatie van ESG-verplichtingen. Zij zorgen voor richtlijnen, rapportageformats en controlemechanismen die bedrijven moeten volgen.⁸⁴

Naast bindende wetgeving bestaat er in België ook niet-bindende normen die ESG bevorderen via zelfregulering of soft law. De belangrijkste daarvan is de Belgische Corporate Governance Code 2020, die van toepassing is op beursgenoteerde ondernemingen. Deze Belgische Code bevat principes over lange termijn waardecreatie, stakeholderdialoog, transparantie en risicobeheer – allemaal nauw verbonden met ESG-thema's.⁸⁵

Hoewel de Belgische Code niet juridisch afdwingbaar is, geldt het principe van “comply or explain”: ondernemingen die ervan afwijken, moeten dit motiveren in hun jaarverslag. In die zin oefent de Belgische Code toch een substantiële normatieve invloed uit. Aangezien de Belgische Code het kernonderwerp vormt van deze thesis, zal deze in het volgende hoofdstuk uitgebreider worden geanalyseerd.

ESG is vandaag in België dus op meerdere niveaus juridisch verankerd. Enerzijds zijn er Europese verordeningen en richtlijnen die een directe of indirecte werking hebben op Belgische ondernemingen. Deze verplichten hen tot duurzaamheidsrapportage (CSRD), risicobeoordeling en due diligence (CS3D), en transparantie in financiële producten (SFDR, Taxonomie). Anderzijds worden ESG-principes ook via soft law ingebracht in de Belgische governancepraktijk, met als belangrijkste voorbeeld de Belgische Code.

1.4 Conclusie

In dit hoofdstuk werd onderzocht wat onder het ESG-concept wordt verstaan en welke juridische en regelgevende kaders daaraan ten grondslag liggen. ESG vindt zijn oorsprong in ethisch en maatschappelijk verantwoord investeren, met wortels in religieuze principes en activisme vanaf de 19de eeuw. Sinds de jaren 2000 kreeg het concept institutionele vorm via VN-initiatieven zoals het Global Compact en het PRI-kader.⁸⁶ Deze initiatieven brachten de begrippen Environment, Social en Governance samen in één beoordelingskader dat wereldwijd ingang vond.

⁸⁴ Commissie Corporate Governance, Jaarverslag 2020, 2020.

⁸⁵ Belgische Corporate Governance Code 2020, Commissie corporate governance, 2020.

⁸⁶ POLLMAN E., ‘The making and meaning of ESG’, *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.



ESG omvat vandaag drie centrale pijlers: milieu-impact, sociale verantwoordelijkheid en deugdelijk bestuur. Deze worden toegepast in zowel investeringsanalyses als bedrijfsstrategieën, met toenemende nadruk op meetbaarheid, risicobeheer en langetermijnwaardecreatie.⁸⁷ Hoewel ESG geen uniforme juridische definitie kent, is het concept in toenemende mate verankerd in internationale en Europese regelgeving.

Binnen de Belgische rechtsorde werkt ESG voornamelijk door via het Europese regelgevingskader, zoals de CSRD, SFDR, EU-taxonomie en CS3D.⁸⁸ De ESRS bieden vervolgens specifieke meetpunten om op een meetbare wijze te kunnen rapporteren. Deze instrumenten leggen rapportage-, transparantie- en zorgplichten op aan ondernemingen en worden deels rechtstreeks, deels via omzetting toegepast in België. ESG is daarmee geëvolueerd van een vrijwillig principe naar een juridisch relevant kader, dat in verschillende lagen van de Belgische regelgeving is geïntegreerd.

2 De Belgische Corporate Governance Code

Nu het concept ESG en de juridische verankering ervan in België zijn toegelicht, richt dit tweede hoofdstuk zich op een centrale bouwsteen van het Belgische governance-landschap: de Belgische Corporate Governance Code. Deze gedragscode voor beursgenoteerde ondernemingen speelt een belangrijke rol in het stimuleren van transparant, verantwoord en duurzaam ondernemingsbestuur. Om de betekenis en reikwijdte van de huidige Belgische Code te begrijpen, wordt eerst ingegaan op haar historische ontwikkeling, gevolgd door een bespreking van haar doelstelling, inhoudelijke bepalingen en praktische toepassing. Tot slot wordt er gereflecteerd over de naleving van de code.

⁸⁷ LEUPE A., 'ESG sustainability', Stageverslag UGent, 2023.

⁸⁸ BOURGUIGNON G. & DICTUS T., 'ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape', Clearly Gottlieb, 2021.; DE WULF H. & VAN MARCKE L., 'Duurzaamheid en vennootschapsrecht: ESG-aansprakelijkheid en de invloed van institutionele aandeelhouders', In *Droit et durabilité= Recht en duurzaamheid*, Larcier, Intersentia, 2022, 349.

2.1 Het ontstaan van de Belgische Code

De belangstelling voor corporate governance in België kwam relatief laat op gang. Pas vanaf het midden van de jaren 1990 begon het onderwerp aan belang te winnen. Waar andere landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, te maken kregen met grote corporate schandalen, bleef België grotendeels tot dan gespaard van vergelijkbare debacles.⁸⁹ Toch groeide het besef dat ook Belgische bedrijven zich moesten aanpassen aan internationale verwachtingen, met name die van buitenlandse investeerders en institutionele markten. In een geglobaliseerde economie volstaat het niet om enkel nationaal te handelen. De druk om transparanter en verantwoord te rapporteren kwam dus in de eerste plaats voort uit internationale markteisen.⁹⁰

Een belangrijke katalysator op Europees niveau was het Cadbury Report uit 1992 in het Verenigd Koninkrijk. Dit rapport werd opgesteld naar aanleiding van een reeks schandalen waarbij beursgenoteerde ondernemingen, ogenschijnlijk financieel gezond, plotseling instortten. De centrale aanbevelingen van het Cadbury Report betroffen bestuursstructuur, transparantie, verantwoording aan aandeelhouders en het scheiden van de rollen van CEO en voorzitter.⁹¹ Cruciaal was de introductie van het comply or explain-principe, dat stelt dat ondernemingen ofwel de code naleven, ofwel toelichten waarom ze daarvan afwijken. Dit principe is tot op vandaag kenmerkend voor vrijwel alle Europese governance codes, waaronder ook de Belgische.⁹²

Het Cadbury Report, samen met de Franse Code en de Weense Code, beïnvloedde rechtstreeks de ontwikkeling van Belgische corporate governance praktijken.⁹³ In 1998 publiceerden drie Belgische instanties hun eigen code: de Brussels Stock Exchange (BSE), de Belgian Federation of Enterprises (BFE) en de Banking, Finance and Insurance Commission (BFIC). Hoewel deze instellingen overleg

⁸⁹ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114.

⁹⁰ CNOPS G., *'Hebben corporate governance codes nog zin?'*, masterproef Ugent, 2024.

⁹¹ VANSTEELANT A., *'Transparantie inzake corporate governance bij Belgische beursgenoteerde niet-geïndexeerde ondernemingen'*, Masterproef UGent, 2017.; CNOPS G., *'Hebben corporate governance codes nog zin?'*, masterproef Ugent, 2024.; Sezen C., *'Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de bedrijfsprestaties in private bedrijven'*, Masterproef UHasselt, 2023.

⁹² CNOPS G., *'Hebben corporate governance codes nog zin?'*, masterproef Ugent, 2024.; ICGN Global Governance Principles, International Corporate Governance Network, 2021, <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-11/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>.

⁹³ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114.



pleegden om tegenstrijdigheden te vermijden, verwezen de drie codes niet expliciet naar elkaar.⁹⁴ Ze behandelden grotendeels gelijkaardige onderwerpen, zoals de samenstelling van de raad van bestuur, de rol van niet-uitvoerende bestuurders, het functioneren van bestuurscomités en de noodzaak van transparantie in communicatie met aandeelhouders.⁹⁵

Ondanks deze veelbelovende start wezen vroege evaluaties op enkele fundamentele tekortkomingen. Uit onderzoek naar jaarverslagen van Belgische beursgenoteerde ondernemingen bleek dat hoewel de meeste bedrijven formeel voldeden aan de bepalingen (box-ticking), er een gebrek was aan kwalitatieve en inhoudelijke toelichting. Elementen zoals de onafhankelijkheid van bestuurders werden bijvoorbeeld vermeld, maar vaak zonder onderliggende motivering of criteriaverantwoording. Deze vaststellingen leidden tot de conclusie dat een meer omvattende en kwalitatieve benadering nodig was.⁹⁶

Om hieraan tegemoet te komen, richtte de Belgische overheid in 1999 een commissie op, bekend als de Commissie De Grauwe, met als opdracht het juridisch kader voor corporate governance te evalueren en waar nodig te verbeteren.⁹⁷ In haar rapport uit maart 2000 benoemde de commissie acht knelpunten, waarvan zes aanleiding gaven tot wetswijzigingen. Die betroffen onder meer het statuut en de werking van het uitvoerend comité, belangenconflicten, transparantie van aandeelhoudersstructuren, en de organisatie van algemene vergaderingen. Dit resulteerde in de wet van 2 augustus 2002⁹⁸, die bepalingen invoerde rond de interne structuur van ondernemingen. Zo werd het uitvoerend comité juridisch verankerd en kregen raden van bestuur meer flexibiliteit om hun bestuursstructuur aan te passen.⁹⁹

⁹⁴ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 2.; MEEUS, D., *'De recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance'*, In DE WULF H. et al (Ed.), *Corporate Governance – Het Belgische Perspectief*, 1998, 33. Antwerpen, Belgium: Intersentia.

⁹⁵ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114.

⁹⁶ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 8.

⁹⁷ *Ibid.*

⁹⁸ Wet van 2 augustus 2002 betreffende Wet 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 22.08.2002.

⁹⁹ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114.



Tijdens de parlementaire besprekingen rond deze wet barstten in België ook enkele grote corporate schandalen los, waaronder het faillissement van Lernout & Hauspie en het debacle bij Sabena.¹⁰⁰ Deze gebeurtenissen benadrukten de urgentie van een robuust governancekader en gaven de hervormingsdrang extra legitimiteit. In de nasleep hiervan zagen steeds meer Belgische ondernemingen zich genoodzaakt om hun bestuurspraktijken aan te passen. Tegen 2004 had meer dan 30% van de beursgenoteerde ondernemingen hun statuten aangepast om het instellen van een uitvoerend comité mogelijk te maken.¹⁰¹

De volgende grote stap was de publicatie van een nationale, eengemaakte corporate governance code. In reactie op het actieplan van de Europese Commissie uit 2003 rond vennootschapsrecht en governance¹⁰², richtten de BFIC, FEB en Euronext samen met academici en bedrijfsleiders de Commissie Corporate Governance op. Deze commissie stelde in december 2004 de zogenaamde Lippens Code voor, genoemd naar haar voorzitter.¹⁰³ De verschillende code van andere landen en de OESO¹⁰⁴-principes i.h.k.v. corporate governance dienden hier als referentie.¹⁰⁵ De code formuleerde negen principes, telkens ondersteund door concrete bepalingen en richtlijnen die ondernemingen moesten helpen bij de implementatie ervan. De toepassing van de code gold voor alle vennootschappen met aandelen genoteerd op Euronext Brussels.¹⁰⁶

De eerste studies na publicatie bevestigden de positieve impact van de code, maar wezen ook op tekortkomingen. Uit een analyse van jaarverslagen uit 2003 en 2004 bleek dat weliswaar 94% van de bedrijven een corporate governance-hoofdstuk opnam, maar dat veel rapportage beperkt bleef tot formele elementen zoals het aantal vergaderingen van de raad van bestuur. De studie van Trumperer,

¹⁰⁰ VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 10.

¹⁰¹ VAN DER ELST C., 'Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*, 2004/2, 69.

¹⁰² 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 def., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/ALL/?uri=CELEX:52003DC0284>.

¹⁰³ VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 12.

¹⁰⁴ Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.

¹⁰⁵ SJAFJELL B., 'When the solution becomes the problem: the triple failure of corporate governance codes' In DU PLESSIS J.J. en LOW C.K. (eds) *Corporate governance codes for the 21st century: international perspectives and critical analyses*, 2017, 23.; OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

¹⁰⁶ VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 13.



Vandermaelen en Vergauwen toonde aan dat bij 10 van de onderzochte bepalingen minder dan 50% van de bedrijven in hun steekproef daadwerkelijk voldeed aan de aanbevelingen.¹⁰⁷ Ook een grotere studie van Vermeersch en Van de Poel (met 119 bedrijven) bevestigde dit beeld: voor zeven bepalingen was de non-compliance hoger dan 50%.¹⁰⁸

In 2007 volgde een eerste herziening van de code, voorafgegaan door een publieke consultatie. Twee wijzigingen waren bijzonder betekenisvol: (1) de principes van de code werden voortaan niet langer als verplichte regels gezien, maar als richtinggevende pijlers, en (2) principe 8, over de relatie met aandeelhouders, werd aangepast om ruimte te maken voor een actieve dialoog, in plaats van een loutere informatiestroom van onderneming naar aandeelhouder.¹⁰⁹

Tien jaar later, in 2017, werd een nieuwe herzieningsronde aangekondigd. De Corporate Governance Commissie, onder leiding van Thomas Leysen, organiseerde een publieke consultatie en gaf opdracht aan het advocatenkantoor Allen & Overy om de praktijktoepassing van de 2009-code te analyseren. Deze studie wees uit dat een actualisering noodzakelijk was, onder meer in het licht van maatschappelijke verwachtingen, digitalisering en internationalisering. De publicatie van de nieuwe code werd echter uitgesteld in afwachting van de inwerkingtreding van het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV).¹¹⁰

Na goedkeuring van het WVV in maart 2019 werd de Belgische Corporate Governance Code 2020 op 9 mei 2019 officieel gepubliceerd. Deze verving de vorige codes van 2009 en 2004 en werd bij Koninklijk Besluit erkend als de enige referentiecode voor beursgenoteerde ondernemingen.¹¹¹ De code bevat tien principes, met een grotere nadruk op langetermijnwaardecreatie,

¹⁰⁷ TRUMPENER J., VANDEMAELE S. & VERGAUWEN P., 'De toepassing van de code Lippens: een analyse van de jaarverslagen en corporate governance-charters van Belgische beursgenoteerde bedrijven', Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde, 2007/29(7), 17.; VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 28.

¹⁰⁸ VERMEERSCH W. & VAN DE POEL K., 'Corporate governance en de implementatie van de code Lippens: een empirische studie', Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde, 2008/30(1), 12.; VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 30.

¹⁰⁹ VAN DER ELST C., 'The Belgian struggle for corporate governance improvements', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114, 33.

¹¹⁰ VAN DER ELST C., 'The 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor', *Tax, Audit & Accountancy*, 2020, 56.

¹¹¹ Art. 1 KB 12 mei 2019 houdende aanduiding van de na te leven code inzake deugdelijk bestuur door genoteerde vennootschappen, BS 17.05.2019, 47346.



stakeholderbetrokkenheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid. Ondernemingen zijn verplicht deze code toe te passen vanaf het eerste boekjaar dat aanvangt op of na 1 januari 2020.¹¹²

2.2 De huidige Belgische Code 2020

In de voorgaande sectie kon er vastgesteld worden hoe internationale schandalen, internationale principes en codes en de veranderende verwachtingen vanuit de maatschappij en markt tot de totstandkoming van de Belgische Code hebben bijgedragen. In deze sectie zal de huidige versie kort besproken worden, met name de structuur op opbouw en welke principes ze verkondigt.

De Belgische Code 2020 is opgebouwd op basis van 10 fundamentele principes, die de ruggengraat vormen voor het deugdelijk bestuur. Sinds de invoering van het nieuwe WVV is zij de referentiecode bij uitstek voor beursgenoteerde ondernemingen.¹¹³ Daarbij moeten de vennootschappen deze principes te allen tijde toepassen. De concrete bepalingen die elk principe verder uitwerken, mogen op basis van “comply or explain” op de situatie van de organisatie aangepast worden, op voorwaarde dat de vennootschap op transparante toon de redenen voor die afwijking vermeldt in de Verklaring inzake Corporate Governance.¹¹⁴

Aangezien de Belgische Code transparantie tracht te waarborgen en om externe monitoring mogelijk te maken dient de vennootschap de toepassing ervan openbaar te maken op twee manieren, (i) via het corporate governance charter en (ii) in de corporate governance statement. Dit laatste is een specifiek onderdeel van het jaarlijks financieel verslag. In het charter moet onder andere de hoofdaspecten van haar beheer zoals structuur, intern reglement van de raad... toegelicht te worden. Deze dient vervolgens op haar website te verschijnen. De statement bevat alle wettelijke vereisten, hoe de Belgische Code wordt nageleefd en eventuele afwijkingen in het kader van de ‘comply-or-explain’ principe.¹¹⁵ De aandeelhouders, commissaris en de FSMA zal vervolgens de naleving ervan controleren.¹¹⁶

¹¹² VAN DER ELST C., ‘The 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor’, *Tax, Audit & Accountancy*, 2020, 56.

¹¹³ Art. 3:6, §2, 1° WVV

¹¹⁴ Art. 3:6, §2, 2° WVV; VAN DER ELST C., ‘The 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor’, *Tax, Audit & Accountancy*, 2020, 56.

¹¹⁵ Belgische Corporate Governance Code 2020, Commissie Corporate Governance, 2020.

¹¹⁶ *Ibid.*



Omdat in België zowel een monistische structuur als een duale structuur mogelijk is sinds de invoering van het WVV, dient de Belgische Code op beide van toepassing te kunnen zijn. Om deze reden omvat de Belgische Code ook een sectie terminologie dewelke enkele key-concepten toelicht aangezien dezelfde woorden verschillende organen en personen benoemen. Zo spreekt de Belgische Code over de 'Raad'- de raad van bestuur dan wel de raad van toezicht. Met de term 'CEO' wordt de leider van het uitvoerend management bedoeld bij een monistisch bestuur, dan wel die van de directieraad in de duale structuur. Ook de rol en onafhankelijkheid van de bestuurders, de comités en de voorzitter moeten op dezelfde toon toegepast en beoordeeld worden, ongeacht de governance structuur.¹¹⁷

Hierna volgt een overzicht van de principes:

- **Principe 1.** De vennootschap maakt een expliciete keuze betreffende haar governancestructuur en communiceert hier duidelijk over.¹¹⁸
- **Principe 2.** De raad en het uitvoerend management blijven binnen hun respectieve bevoegdheden en interageren op constructieve wijze.
- **Principe 3.** De vennootschap heeft een doeltreffende een evenwichtig samengestelde raad.
- **Principe 4.** Gespecialiseerde comités staan de raad bij in de uitvoering van zijn verantwoordelijkheden.
- **Principe 5.** De vennootschap heeft een transparante procedure voor de benoeming van bestuurders.
- **Principe 6.** Alle bestuurders geven blijk van een onafhankelijke geest en handelen altijd met het oog op het vennootschapsbelang.

¹¹⁷ VAN DER ELST C., 'The 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor', *Tax, Audit & Accountancy*, 2020, 56.

¹¹⁸ Het eerste principe betreft de bepaling van de governancestructuur van de vennootschap. Boek 7, titel 4 van het WVV voorziet namelijk in twee verschillende bestuursmodellen: een monistisch of eenlagig bestuursmodel of een duaal bestuursmodel dat tweeledig is. Het monistische bestuursmodel bestaat uit een collegiale raad van bestuur en staat in voor het algemene beleid en de strategie van de onderneming, toezicht op het management en handelingen die het WVV verder toekent. Het dualistisch model bestaat uit een raad van toezicht en een directieraad. De raad van toezicht is bevoegd voor het algemeen beleid en de strategie van de vennootschap en voor alle handelingen die op grond van bepalingen in het WVV specifiek aan raad van bestuur in een monistisch model zijn voorbehouden. Verder houdt ze toezicht op de directieraad. Deze laatste is bevoegd om alle handelingen te treffen die nodig zijn tot verwezenlijking van het voorwerp van de vennootschap, behoudens die specifiek aan de raad van toezicht zijn voorbehouden. Deze eerste principe omvat al een verschil met de vorige code waarin er werd uitgegaan dat een monistisch model de beste strategie is voor een vennootschap. De vennootschap dient de keuze van bestuursstructuur expliciet te melden en bekend te maken. Bovendien dient ze elke 5 jaar deze toepassing te evalueren.

- **Principe 7.** De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze
- **Principe 8.** De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders en eerbiedigt hun rechten.
- **Principe 9.** De vennootschap heeft een rigoureuze en transparant procedure voor de beoordeling van haar governance.
- **Principe 10.** De vennootschap brengt openbaar verslag uit over de naleving van de code.¹¹⁹

2.3 Beleidsvisie achter de Belgische Code: tussen flexibiliteit en maatschappelijke legitimiteit

De Belgische Code wil in de eerste plaats de risico's op wanbeheer beperken. Die risico's kunnen ontstaan wanneer er spanningen zijn tussen verschillende betrokken partijen binnen de onderneming. In de literatuur worden die spanningen omschreven als zogenaamde agency-problemen.¹²⁰ Het bekendste voorbeeld daarvan is het conflict tussen bestuurders en aandeelhouders (Agency I). Bestuurders leiden het bedrijf, maar dragen niet zelf de financiële gevolgen van hun beslissingen. Ze beschikken bovendien over meer informatie dan de aandeelhouders (informatie-asymmetrie), en zijn vaak minder bereid om risico's te nemen. Dat verschil in belangen en informatie kan ertoe leiden dat bestuurders vooral beslissingen nemen in hun eigen voordeel, zoals het toekennen van bonussen of het focussen op de korte termijn om hun prestaties op papier te verbeteren.¹²¹

De Belgische Code probeert dit te voorkomen door meer transparantie te vragen¹²², de onafhankelijkheid van de raad van bestuur te versterken¹²³, en de verloning beter af te stemmen op de prestaties op lange termijn.¹²⁴ Zo worden de belangen van aandeelhouders en bestuurders beter op elkaar afgestemd.

Een tweede type agency-probleem komt vooral voor in landen met geconcentreerd aandeelhouderschap, zoals België: de spanning tussen een controlerende

¹¹⁹ Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹²⁰ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024; KHANDELWAL V., TRIPATHI P., CHOTIA V., SRIVASTAVA M., SHARMA P. en KALYANI S., 'Examining the Impact of Agency Issues on Corporate Performance: A Bibliometric Analysis', *Journal Risk Financial Management*, 2023, 497.

¹²¹ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024

¹²² Principe 5, Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹²³ Principe 6, Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹²⁴ Principe 7, Belgische Corporate Governance Code 2020.



(meerderheids-) aandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders (Agency II). Ook hier kunnen belangenconflicten ontstaan. De meerderheidsaandeelhouder kan zijn invloed gebruiken om beslissingen in zijn eigen voordeel door te drukken, terwijl de belangen van minderheden genegeerd worden.¹²⁵ De Belgische Code probeert dit tegen te gaan via transparante benoemingsprocedures¹²⁶, duidelijke regels rond dialoog met aandeelhouders, en het principe van gelijke behandeling van alle aandeelhouders.¹²⁷

Daarnaast is er een derde, meer recente vorm van agency-probleem, namelijk dat tussen de onderneming en haar stakeholders (Agency III). Hierbij gaat het om spanningen tussen de onderneming en bijvoorbeeld haar werknemers, klanten, leveranciers, de samenleving of het milieu. Deze groep heeft vaak weinig formele invloed, maar ondervindt wel de gevolgen van het ondernemingsbeleid. Dit kan soms in conflict komen daar deze belangen van stakeholders niet altijd in lijn liggen met die van de aandeelhouders waarbij de focus voornamelijk ligt op winstmaximalisatie.¹²⁸ Vanuit een rechtssociologisch perspectief weerspiegelt de toenemende aandacht voor deze groep een verschuiving in het denken over ondernemingen: ze worden niet langer gezien als louter economische spelers, maar ook als maatschappelijke actoren.

Die verschuiving is duidelijk zichtbaar in de herziening van de Belgische Code in 2020. Een belangrijk verschil met de versie van 2009 is (i) de wijziging in termgebruik van *langetermijn* waardecreatie naar *duurzame* waardecreatie en (ii) de expliciete opname als bepaling onder principe 2 in plaats van een algemene doelstelling dat in de inleiding staat.¹²⁹ Daarmee zet de Commissie duidelijk in op een bestuur dat verder kijkt dan de winst op korte termijn, en dat ook rekening houdt met bredere maatschappelijke belangen. Die keuze toont aan dat de Belgische Code niet zomaar een neutrale verzameling aanbevelingen is, maar ook een uiting van een beleid dat wil inzetten op duurzaamheid, ethiek en transparantie en aandacht voor belangen van stakeholders.¹³⁰

¹²⁵ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024.

¹²⁶ Principe 5, Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹²⁷ Principe 8, Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹²⁸ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024.

¹²⁹ Bepaling 2.1, Belgische corporate Governance Code 2020.

¹³⁰ Woord vooraf, Belgische corporate Governance Code 2020.



Ook het verloningsbeleid is in die richting aangepast. Zo wordt gevraagd dat bestuurders een deel van hun vergoeding ontvangen in aandelen die ze pas na hun mandaat mogen verkopen. Leden van het uitvoerend management moeten tijdens hun mandaat een minimumaantal aandelen aanhouden.¹³¹ Deze bepalingen, die voor de nodige discussie zorgden tijdens de publieke consultatie, moeten helpen om het gedrag van bestuurders meer op lange termijn te richten. De Commissie is ervan overtuigd dat dit helpt om het korte termijn denken (short-termism) te temperen, en bestuurders nauwer te verbinden met de langetermijnbelangen van de onderneming.¹³²

Een andere belangrijke keuze die de Commissie bevestigde in 2020 is die voor het comply or explain-principe. Ondernemingen moeten de aanbevelingen van de Belgische Code volgen, of anders goed uitleggen waarom ze daarvan afwijken.¹³³ Dat laat ruimte voor maatwerk, maar vraagt wel transparantie en verantwoordelijkheid. Deze vorm van zelfregulering is een bewuste keuze, omdat ze ondernemingen flexibiliteit biedt.¹³⁴ Tegelijk is ze ook verankerd in de wet: het WVV verplicht beursvennootschappen om in hun jaarverslag te vermelden of en hoe ze de Code toepassen, en waarom ze er eventueel van afwijken.¹³⁵ Daardoor spreken we vandaag eerder van een hybride model dan van puur soft law: er is flexibiliteit, maar ook een wettelijk afdwingbare rapporteringsplicht.¹³⁶

Ten slotte is het belangrijk om op te merken dat de Belgische Code niet in een vacuüm tot stand kwam. Ze werd opgesteld op basis van feedback van en overleg tussen academici, bestuurders en managers, beleggers en vertegenwoordigers van het maatschappelijk middenveld. Dit laat toe om van de Belgische Code geen puur technocratisch document te maken, maar een kader dat aansluit bij maatschappelijke evoluties. Ook op Europees niveau zijn er belangrijke invloeden, zoals de OESO-principes en EU-regelgeving met bijvoorbeeld de CSRD en CS3D die transparantie en betrokkenheid van alle stakeholders onderstrepen.

¹³¹ Principe 7, Belgische corporate Governance Code 2020.

¹³² Woord vooraf, Belgische corporate Governance Code 2020.

¹³³ Woord vooraf, Belgische corporate Governance Code 2020.

¹³⁴ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024; HAXHI I. & AGUILERA R.V., 'Corporate governance through codes' in COOPER C. (ed.) *Wiley Encyclopedia of Management 3rd Edition*, Hoboken, Wiley-Blackwell, 2014, 5.

¹³⁵ Art. 3:6, §1, 2° WVV.

¹³⁶ CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024.

2.4 Naleving van de Belgische Code en haar effectiviteit

De Belgische Code beoogt de deugdelijkheidsregels voor het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen te verbeteren en zo bij te dragen tot transparantie, onafhankelijkheid, risicobeheer en duurzame waardecreatie op de lange termijn. Het is daarom relevant ook even stil te staan in hoeverre de Belgische Code deze doelstellingen in de praktijk weet te realiseren. In deze sectie zal dan ook de naleving van de Belgische Code worden beoordeeld.

De Belgische Code is primair gericht tot de genoteerde vennootschappen, zijnde de vennootschappen die hun effecten op de gereguleerde markt verhandelen.¹³⁷ Deze ondernemingen moeten op basis van het WVV in hun jaarverslag vermelden welke code zij toepassen, op welke punten zij ervan afwijken en om welke redenen zij tot die beslissing zijn gekomen.¹³⁸ Op die manier is de Belgische Code in de eerste plaats bestemd voor de raad van bestuur, de directie en de aandeelhouders, maar betreft zij indirect ook de stakeholders, investeerders, werknemers en de maatschappij in het algemeen.¹³⁹

De Belgische Code betreft in de basis soft law. Soft law betreft regels die op vrijwillige basis tot stand zijn gekomen en daarom geen dwingende rechtskracht hebben. Deze aanpak stelt de vennootschappen in staat om de regels op hun situatie af te stemmen en om te reageren op hun eigen risico's, activiteiten en eigendomsstructuren. Daartegenover staat hard law, waarbij de regels dwingend zijn en de naleving ervan op straffe van sancties wordt afgedwongen. Een hybride aanpak is tot stand gekomen door de implementatie van het comply-or-explain-principe en de wettelijke verankering in het WVV. Enerzijds is de Belgische Code op zichzelf soft, maar de openbaarmaking over de toepassing ervan is hard; de wetgever verplicht de genoteerde vennootschappen om te vermelden op welke punten zij afwijken en om die afwijkingen te motiveren. Zo combineert de wet flexibiliteit met transparantie en verantwoordingsplicht.¹⁴⁰

De effectiviteit van de Belgische Code kan op twee verschillende wijzen beoordeeld worden. Enerzijds betreft dit de conformiteit: de mate waarin de vennootschappen

¹³⁷ Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹³⁸ Art. 3:6, §2, 1° WVV.

¹³⁹ Belgische Corporate Governance Code 2020.

¹⁴⁰ VANSTEEELANT A., '*Transparantie inzake corporate governance bij Belgische beursgenoteerde niet-geïndexeerde ondernemingen*', Masterproef UGent, 2017.



de Belgische Code daadwerkelijk naleven (comply). Anderzijds betreft het de kwaliteit en de transparantie van de uitleg bij de afwijkingen (explain). Hiervoor is het dan ook belangrijk om te kijken of de toelichtingen tot afwijking op transparante, informatieve en contextspecifieke toon tot stand zijn gekomen. Zo moeten de ondernemingen motiveren op welke manier zij de doelstelling die de Belgische Code nastreeft, op hun eigen manier realiseren. Daarom betreft de meting van de effectiviteit op de eerste plaats de kwantitatieve conformiteit, en op de tweede plaats de kwalitatieve motivering bij afwijkingen.¹⁴¹

Een onderzoek, uitgevoerd in 2023 door Guberna en het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO), op basis van de jaarverslagen over 2022, toont de volgende belangrijkste resultaten. Daarbij blijkt allereerst dat de conformiteit met de Belgische Code groot is: 93,8% van de bepalingen wordt gewoon toegepast. Er is voor 5,9% sprake van gemotiveerde afwijkingen (explain), waarbij de flexibiliteit die de Code beoogt in de praktijk op beperkte schaal wordt toegepast. Slechts 0,3% van de bepalingen wordt helemaal niet toegepast, waarbij de vennootschap evenmin op transparante toon uitlegt om welke reden zij afwijkt. Daarbij is de kwaliteit van de afwijkingen de voorbije jaren gestegen. Zo is 47,5% ervan evaluatief; de vennootschap verantwoordt dan op welke manier zij de doelstelling op haar eigen manier heeft bereikt. Daarnaast is 96,9% op zijn minst informatief, waarbij de context voor de afwijking op transparante toon wordt uiteengezet.¹⁴² Daarentegen blijkt de conformiteit op het gebied van de beloning in aandelen voor non-executive bestuurders en voor het executive management laag te zijn. Deze bepalingen (Code 7.6 en 7.9) behoren tot de minst toegepaste, waarbij de argumentatie tot afwijking meestal te vaag of te algemeen waren om tot een kwalitatief oordeel te komen. De beloning in aandelen voor non-executive bestuurders en voor het executive management is bijgevolg een knelpunt. Hiervoor bestaan meestal gerechtvaardigde overwegingen om ervan af te wijken, maar de ondernemingen slagen er te zelden in om op transparante toon te motiveren op welke manier zij de doelstelling, zijnde de alignering van de belangen op de lange termijn, op hun eigen manier realiseren. Een tweede knelpunt betreft de algemene toonzetting en de diepgang van de argumentatie tot afwijking. Soms

¹⁴¹ WYMEERSCH E., 'European corporate governance codes and their effectiveness', In BELCREDI M. en FERRARINE G. (eds.) *Boards and shareholders in European listed companies' facts, context and post-crisis reforms* 2013, 67.

¹⁴² GUBERNA en VBO, 'Studierapport: Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020', 2023.



zijn deze te globaal of te summier om de stakeholders in staat te stellen de gemaakte keuzes te beoordelen. Er is daarom sprake van een risico op “box-ticking” waarbij de toelichting de transparantieplicht op formele, maar op inhoudelijk magere toon invult, zonder de geest en de doelstelling ervan te respecteren.¹⁴³

Uit het geraadpleegde rapport blijkt dat Guberna verschillende verbeterpunten voor de Belgische Code hebben geïdentificeerd. Zo wordt gewezen op bepalingen met een lage conformiteit, waaronder de regels inzake beloning in aandelen voor non-executive bestuurders en voor executive management. Volgens het rapport zou het wenselijk zijn om te onderzoeken op welke wijze deze regels kunnen worden aangepast of genuanceerd om een breder draagvlak te creëren. Daarnaast benadrukt het rapport dat vennootschappen gestimuleerd zouden moeten worden om hun argumentatie bij afwijkingen te versterken. Hierbij wordt het belang benadrukt van richtlijnen, tools en best practices die door de Commissie en Guberna ter beschikking gesteld kunnen worden, zodat motiveringen transparanter en meer contextspecifiek worden. Tot slot stelt het rapport dat de wetgever, de Commissie en Guberna tijdig zouden moeten anticiperen op Europese regelgeving, zoals de CSRD en de CS3D. Het is volgens de auteurs van belang om de Belgische Code in dat licht te actualiseren, overlapping te vermijden en de coherentie tussen de soft law-aanpak en de hard law-regels te waarborgen. Op die manier kan de Belgische Code haar relevantie en effectiviteit behouden, terwijl ondernemingen de nodige flexibiliteit behouden en transparantie, verantwoordingsplicht en deugdelijk bestuur verder worden versterkt.¹⁴⁴

2.5 Conclusie

De Belgische Code heeft zich de voorbije decennia ontwikkeld tot een fundamenteel instrument voor de deugdelijkheidsnormen waaraan beursgenoteerde ondernemingen moeten voldoen. Deze Belgische Code is tot stand gekomen als antwoord op internationale schandalen, de oproep tot transparantie en de risico's op wanbeheer, en is daarom op maat gesneden om de risico's te beperken die voortvloeien uit de belangrijkste agency-problemen. Door de regels te baseren op het comply-or-explain-principe en op soft law te steunen,

¹⁴³ GUBERNA en VBO, 'Studierapport: Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020', 2023.

¹⁴⁴ *Ibid.*



stelt de Code de vennootschappen in staat om op flexibele toon te reageren op hun specifieke situatie, op voorwaarde dat zij hun keuzes transparant motiveren. Deze aanpak verenigt zo de flexibiliteit om tot deugdelijk bestuur op maat te komen met de hard-law plicht tot openbaarmaking en verantwoording.¹⁴⁵

De onderzoeksresultaten bevestigen dat de Belgische Code op de belangrijkste punten wordt nageleefd en de transparantie de voorbije jaren is toegenomen. Zo past de overgrote meerderheid de bepalingen gewoon toe, waarbij de flexibiliteit om af te wijken op beperkte schaal wordt gebruikt. Daarnaast is de kwaliteit van de argumentaties gestegen, hetgeen wijst op een groter besef bij de ondernemingen over de noodzaak om hun keuzes op transparante toon te motiveren. Er bestaan evenwel knelpunten, met name op het gebied van de beloning in aandelen voor non-executive bestuurders en voor het executive management. Hiervoor geven de ondernemingen te zelden op overtuigende toon uitleg over de manier waarop zij de doelstelling tot alignering op de lange termijn op hun eigen manier realiseren. Tevens blijkt de diepgang en contextspecifiekheid van de argumentatie nog voor verbetering vatbaar, hetgeen de stakeholders de mogelijkheid ontnemt om de gemaakte keuzes op hun merites te beoordelen.¹⁴⁶

3 ESG in de Belgische Code

In het eerste hoofdstuk werd stilgestaan bij het ESG-concept: de oorsprong van de term, de inhoudelijke betekenis en de impact ervan op het Belgische rechtskader kwamen daarbij aan bod. In het daaropvolgende hoofdstuk werd de Belgische Code grondig geanalyseerd. Niet alleen de historiek en opbouw van de huidige code werden besproken, maar ook de achterliggende doelstellingen en het beleidskader dat eraan ten grondslag ligt. Tot slot werd onderzocht in welke mate de Belgische Code in de praktijk wordt nageleefd. In dit derde hoofdstuk zullen beide thema's naast elkaar gelegd worden en zal er onderzocht worden in hoeverre ESG reeds geïntegreerd is in de Belgische Code. Niettegenstaande het feit dat de Belgische Code op zichzelf betrekking heeft op de 'G' in ESG, zal er verder onderzocht worden hoe de 'G' op een meer tastbare manier tot uitdrukking komt.

¹⁴⁵ VAN DER ELST C., *'The Belgian struggle for corporate governance improvements'*, ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114. ; CNOPS G., *'Hebben corporate governance codes nog zin?'*, masterproef Ugent, 2024.

¹⁴⁶ GUBERNA en VBO, *'Studierapport: Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020'*, 2023.



Tevens zal er ook onderzocht worden in hoeverre criteria die onder de 'E' en de 'S' vallen, terug te vinden zijn in de Belgische Code. Het hoofdstuk is opgedeeld in twee delen. In het eerste onderdeel zal de analyse van de Belgische Code en de relevante passages benoemd worden. In het tweede deel zullen de geïdentificeerde passages verder toegelicht en ontleed worden.

3.1 Van toepassing zijnde passages

Alvorens over te gaan tot de presentatie van de passages in de Belgische Code die aansluiten bij de ESG-dimensies, is het essentieel om de methodologie die voor de analyse is toegepast op transparante en wetenschappelijke toon te omschrijven. Zodat de keuzes die ten grondslag liggen aan de selectie, de interpretatie en de kwalificatie van de passages te kunnen begrijpen en te verantwoorden.

Bij deze analyse is uitgegaan van de Europese Sustainable Reporting Standards (ESRS)¹⁴⁷ als referentiekader. Deze keuze is gebaseerd op het feit dat de ESRS vanaf 2024 de verplichte rapporteringsstandaard vormen voor duurzaamheidsinformatie binnen de Europese Unie, ingevolge de inwerkingtreding van de CSRD. De ESRS werden ontwikkeld door European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) op vraag van de Europese Commissie en sluiten aan bij bestaande internationale normen zoals de GRI en SASB, wat hen tot een gezaghebbende en geharmoniseerde concretisering maakt van het brede ESG-concept. Aangezien ESG een containerbegrip is met uiteenlopende interpretaties, bieden de ESRS een werkbaar analytisch kader door helder te definiëren welke thema's en subthema's onder "Environment", "Social" en "Governance" vallen. Ze maken het daardoor mogelijk om systematisch te toetsen of, en in welke mate, deze dimensies impliciet of expliciet opgenomen zijn in de Belgische Code. Binnen deze analyse werd daarom specifiek gelet op terminologie en concepten die aansluiten bij de thema's en subthema's uit ESRS 1.¹⁴⁸ Aanvullend werd er ook gelet op kernwoorden die gerelateerd zijn aan deze thema's en synoniemen ervan. Zo werd bijkomend gelet op concepten als "duurzaamheid", "lange termijn", "milieu", "diversiteit", "inclusiviteit", "gelijkheid", "werknemers", "dialogoog", "arbeidsrechten", "mensenrechten", "transparantie" en "ethisch". Deze woorden, die tot de internationale en Europese standaardterminologie behoren, waren

¹⁴⁷ ESRS.

¹⁴⁸ zie bijlage 1.



daarom een belangrijk aanknopingspunt om te beoordelen of de Belgische Code op deze punten criteria opneemt die tot de E-, S-, dan wel G-dimensie mogen worden gerekend. De relevantie van deze benadering ligt niet alleen in de analytische helderheid ervan, maar ook in de beleidscontext: aangezien de Belgische Code een dynamisch instrument is dat in de toekomst mogelijks zal worden afgestemd op Europese duurzaamheidsvereisten, is het zinvol om reeds nu na te gaan in hoeverre die elementen impliciet of expliciet aanwezig zijn.

Daarnaast is de methodologie zo toegepast dat elk principe en elke bepaling in de Belgische Code afzonderlijk op deze woorden en concepten is geanalyseerd. Hiervoor is de tekst systematisch doorgenomen en beoordeeld op de aanwezigheid van de vooropgestelde kernwoorden. Bovendien is de algemene doelstelling en de filosofie die elk principe uitdraagt, beoordeeld om te kijken of deze op de ene of de andere manier te relateren is aan de ESG-dimensie. Zo is voor elk principe de vraag gesteld: bevat de tekst woorden of formuleringen die expliciet of impliciet aansluiten bij de ESRS-terminologie; wat is de doelstelling die de opstellers met deze bepaling voor ogen hadden en is deze te linken aan de E-, S-, of G-dimensie; en hoe verhoudt de inhoud zich tot de internationale criteria voor deugdelijk en duurzaam ondernemingsbestuur?

Indien op basis van deze vragen de conclusie luidde dat de bepaling als criteria voor de E-, S-, dan wel G-dimensie gezien kon worden, dan werd deze passend gelabeld. Hiervoor is een kleurcodering toegepast om de passages te markeren: groen voor de E-dimensie, oranje voor de S-dimensie, blauw voor de G-dimensie en roze indien het alle dimensies raakt. Op die manier waren de relevante passages in de tekst eenvoudig te herkennen en te onderscheiden op basis van de ESG-pijler waartoe zij behoren.

Deze aanpak stelt de lezer in staat om op een systematische en transparante manier te beoordelen op welke punten de Belgische Code aandacht heeft voor ESG-overwegingen.

Hierna zullen de passages die op basis van deze methodologie zijn geïdentificeerd, op overzichtelijk toon op een rij worden gezet in een tabel. Vervolgens zullen deze in het tweede gedeelte van dit hoofdstuk verder geanalyseerd, besproken en

beoordeeld worden op hun inhoud, op hun aansluiting bij de ESRS-terminologie en op hun geschiktheid om bij te dragen tot de integratie van ESG-criteria in de Belgische deugdelijkheidsnormen voor beursgenoteerde ondernemingen.

Principe	Bepaling	Omschrijving	Dimensie
2	2.1	De raad streeft naar duurzame waardecreatie door de vennootschap, via [...] verantwoord en ethisch leiderschap [...]	ESG G
	2.2	Om deze duurzame waardecreatie doeltreffend na te streven, ontwikkelt de raad een inclusieve benadering die een evenwicht tot stand brengt tussen de legitieme belangen en verwachtingen van aandeelhouders en andere stakeholders.	ESG S
	2.5	De raad van bestuur beslist over de middellange- en langetermijnstrategie van de vennootschap, die gebaseerd is op voorstellen van het uitvoerend management, en evalueert deze regelmatig.	ESG
	2.7	De raad zorgt ervoor dat de bedrijfscultuur de verwezenlijking van de ondernemingsstrategie ondersteunt en dat de bedrijfscultuur verantwoordelijk en ethisch gedrag bevordert.	S
	2.14	De raad keurt het kader van interne controle en risicobeheer goed, dat wordt voorgesteld door het uitvoerend management, en beoordeelt de implementatie van dit kader.	G
	2.15	De raad neemt de nodige maatregelen om de integriteit en tijdige openbaarmaking te verzekeren van de jaarrekeningen van de vennootschap en andere relevante financiële en niet-financiële informatie , in overeenstemming met de geldende wetgeving.	G G
	2.16	De raad zorgt ervoor dat de vennootschap in haar jaarverslag een geïntegreerde visie biedt op de prestaties van de vennootschap en dat dit verslag voldoende informatie bevat over kwesties van maatschappelijk belang alsook relevante milieu- en sociale indicatoren.	ESG, E, S

	3.20	De functie van de secretaris van de vennootschap omvat: - [...] - het faciliteren van initiële vorming en het ondersteunen van professionele ontwikkeling waar nodig.	S
4	4.13	In aanvulling hierop beoordeelt het auditcomité de specifieke regelingen om bezorgdheden te uiten – in vertrouwen – over mogelijke onregelmatigheden inzake financiële verslaggeving of andere zaken. [...]	G
	4.23	[...] Het benoemingscomité zorgt er ook voor dat er gepaste programma's zijn voor talentontwikkeling en voor de bevordering van diversiteit in leiderschap.	S
5	5.12	[...] De raad zorgt ervoor dat elke benoeming en herbenoeming het mogelijk maakt om een gepast evenwicht van competenties, kennis, ervaring en diversiteit in de raad en de comités in stand te houden.	S
6	6.6	[...] De bestuurders hebben de plicht om de belangen van alle aandeelhouders op een gelijkwaardige basis te behartigen. Elke bestuurder handelt overeenkomstig de principes van redelijkheid en billijkheid.	S
	6.7	Elke bestuurder informeert de raad over eventuele belangenconflicten die naar zijn mening van invloed kunnen zijn op zijn beoordelingsvermogen. [...]	G
7	7.1	De raad neemt, op advies van het remuneratiecomité, een remuneratiebeleid aan dat is opgezet om volgende doelstellingen te bereiken: - het aantrekken, belonen en behouden van het nodige talent; - [...] - het bevorderen van duurzame waardecreatie.	S ESG
	7.8	Teneinde de belangen van de leden van het uitvoerend management af te stemmen op de	

		doelstellingen van duurzame waardecreatie van de vennootschap, wordt het variabele gedeelte van het remuneratiepakket van de leden van het uitvoerend management gekoppeld aan de globale prestaties van de vennootschap en de individuele prestaties.	ESG
8	8.1	De raad gaat een effectieve dialoog aan met aandeelhouders en potentiële aandeelhouders door middel van gepaste programma's voor beleggersrelaties, teneinde een beter inzicht te hebben in hun doelstellingen en verwachtingen. [...]	S
	8.6	In vennootschappen met één of meer belangrijke of controlerende aandeelhouders moedigt de raad deze aandeelhouders aan om weloverwogen gebruik te maken van hun positie en om belangenconflicten zoveel mogelijk te vermijden en om de rechten en belangen van de minderheidsaandeelhouders te respecteren.	S

Hoewel de Belgische Code in essentie gericht is op het versterken van deugdelijk bestuur (de G-dimensie), zijn in beperkte mate ook elementen van de milieudimensie (E) terug te vinden. Deze integratie blijft echter hoofdzakelijk impliciet en summier. Enkele bepalingen verwijzen naar langetermijnwaardecreatie (o.a. principe 2), duurzaamheid en risicobeheer, waarbij het niet uitgesloten is dat deze ook milieufactoren omvatten. Zo voorziet bepaling 2.16 in de verplichting om in het jaarverslag informatie te verstrekken over milieu- en sociale indicatoren, wat wijst op een beginnende integratie van milieu-gerelateerde rapportage in de bestuursverantwoordelijkheid. Toch zijn er binnen de Belgische Code geen specifieke vereisten met betrekking tot klimaatstrategie, emissiereductie, energieverbruik of biodiversiteit. Er wordt evenmin verwezen naar internationale milieu-standaarden of Europese regelgeving zoals de Taxonomieverordening. De milieudimensie is dus slechts op indirecte wijze geïntegreerd, zonder dat concrete verplichtingen of indicatoren worden opgelegd. De algemene verwijzingen naar duurzaamheid in strategie en rapportage laten ruimte voor interpretatie, maar leiden niet noodzakelijk tot een meetbare impact. In het licht van de toenemende maatschappelijke en regelgevende druk om klimaatrisico's structureel te verankeren in



ondernemingsstrategie, blijft de E-component voorlopig onderontwikkeld in de huidige versie van de Belgische Code.

De sociale dimensie is aanzienlijk sterker vertegenwoordigd in de Belgische Code dan de milieudimensie. De integratie ervan komt tot uiting via bepalingen over diversiteit, gelijke behandeling, stakeholdersbetrokkenheid en ethiek. Zo legt principe 3 nadruk op een evenwichtige samenstelling van de raad van bestuur, met specifieke verwijzingen naar gender, leeftijd, achtergrond en competenties. Bepalingen 4.23 en 5.12 voorzien in transparante benoemingsprocedures waarbij aandacht wordt besteed aan inclusiviteit. Ook wordt in principe 6 benadrukt dat bestuurders steeds het vennootschapsbelang moeten behartigen en hierbij belangenconflicten moeten vermijden, wat ook implicaties heeft voor de omgang met werknemers en andere belanghebbenden. Daarnaast voorziet principe 8 in een open dialoog met aandeelhouders en moedigt de Belgische Code de betrokkenheid van controlerende aandeelhouders aan met respect voor minderheidsaandeelhouders. Toch blijft de S-integratie voornamelijk oppervlakkig. Er wordt niet expliciet verwezen naar arbeids- of mensenrechtennormen, noch naar de sociale due diligence-verplichtingen die in opmars zijn op Europees niveau. De sociale pijler is dus aanwezig in de Belgische Code, maar de concretisering in meetbare doelstellingen of verplichte procedures ontbreekt grotendeels. Dit maakt dat de S-integratie momenteel als gemiddeld kan worden beschouwd: belangrijk in visie, maar beperkt in afdwingbaarheid en operationele invulling.

De governance-dimensie vormt vanzelfsprekend de kern van de Belgische Code. Deze dimensie is doorheen de volledige Belgische Code uitgebreid uitgewerkt en vormt het fundament van alle principes en bepalingen. Elementen zoals onafhankelijkheid van bestuurders (principe 3), de werking van gespecialiseerde comités (principe 4), transparante benoemings- en evaluatieprocedures (principe 5 en 9), en de omgang met belangenconflicten (principe 6) getuigen van een diepgewortelde aandacht voor interne checks and balances. Ook het beloningsbeleid wordt grondig gereguleerd (principe 7), met aandacht voor lange termijn waardecreatie. Opmerkelijk is dat enkele bepalingen uitdrukkelijk ESG-doelstellingen koppelen aan governancepraktijken. Zo voorziet bepaling 2.16 in duurzaamheidsinformatie in het jaarverslag, terwijl bepaling 7.8 stelt dat variabele verloning in lijn moet zijn met duurzame prestaties. Governance wordt dus niet



louter behandeld als structuur of mechanisme, maar steeds vaker als hefboom om bredere duurzaamheidsdoelstellingen te ondersteunen. Daarbij sluit ook bepaling 4.13 aan, waarin de raad van bestuur een procedure moet voorzien die medewerkers toelaat om, in alle discretie, inbreuken of onregelmatigheden met betrekking tot financiële en andere aangelegenheden te melden. Deze bepaling verwijst impliciet naar zogenaamde whistleblowerprocedures, die binnen de ESRS en bredere EU-regelgeving als essentieel onderdeel van een robuust governancekader worden beschouwd. Dergelijke meldsystemen versterken de interne controle en dragen bij tot een cultuur van transparantie en integriteit. In vergelijking met de E- en S-dimensies is de G-dimensie het sterkst geïntegreerd: expliciet, gedetailleerd, en met duidelijke verplichtingen. Daarmee creëert de Belgische Code het raamwerk waarbinnen ondernemingen verantwoordelijk en duurzaam kunnen functioneren, maar tegelijk is het deze G-structuur die idealiter sterker zou moeten worden benut om ook E- en S-factoren systematisch te verankeren.

3.2 De criteria ontleed

Na de identificatie en categorisering van de passages in de Belgische Code die in verband staan met ESG, is het in deze sectie aangewezen om enkele centrale criteria inhoudelijk te verdiepen. In plaats van een gedetailleerde bespreking van elke afzonderlijke bepaling, wordt ervoor gekozen om te werken met thematische clusters. Hierbij worden tien geselecteerde criteria behandeld die in de voorgaande analyse frequent en betekenisvol naar voren kwamen, en die binnen de Europese duurzaamheidskaders als fundamenteel worden beschouwd.

Per criterium wordt onderzocht op welke manier het in de Belgische Code tot uiting komt, welke literatuur of internationale standaarden eraan ten grondslag liggen, en welke rol dit criterium speelt binnen de bredere doelstelling van ESG-integratie. De bespreking per criterium laat toe om zowel de horizontale integratie (hoe breed een thema in de Belgische Code voorkomt) als de verticale diepgang (hoe vergaand het is uitgewerkt) te analyseren.

Op die manier ontstaat een meer genuanceerd beeld van de wijze waarop de Belgische Code ESG-principes in haar structuur en filosofie verwerkt. Tegelijk vormt deze benadering de brug naar het laatste deel van de thesis, waarin wordt



onderzocht hoe de Belgische Code op basis van deze analyse verder kan worden verbeterd om ESG als volwaardige bedrijfsfilosofie te verankeren.

3.2.1 Duurzame waardecreatie

Duurzame waardecreatie verwijst naar het streven van ondernemingen om op lange termijn economische, sociale en ecologische meerwaarde te creëren. In tegenstelling tot klassieke winstmaximalisatie richt duurzame waardecreatie zich op het evenwichtig afwegen van de belangen van aandeelhouders, stakeholders en de bredere samenleving.¹⁴⁹ Volgens de toelichtende nota van de Commissie Corporate Governance (2021) veronderstelt dit een geïntegreerde strategie waarbij niet-financiële doelstellingen, zoals klimaatimpact of maatschappelijke legitimiteit, evenzeer richtinggevend zijn als financiële prestaties.¹⁵⁰

De Belgische Code neemt dit principe expliciet op als uitgangspunt voor het handelen van de raad van bestuur. In bepaling 2.1 wordt van de raad verwacht dat zij bij het bepalen van de strategie inzet op duurzame waardecreatie, rekening houdend met zowel aandeelhouders als andere stakeholders. Het principe vormt zo een inhoudelijke verbreding van het klassieke vennootschapsbelang.

Verder wordt duurzame waardecreatie in verband gebracht met het beloningsbeleid. In bepaling 7.8 wordt bepaald dat variabele verloning moet worden afgestemd op de realisatie van duurzame prestaties, wat de raad aanzet om beloningsstructuren te koppelen aan langetermijnresultaten. Ook in bepaling 2.16 wordt het belang onderstreept van transparantie omtrent duurzaamheid: ondernemingen moeten in hun jaarverslag milieu- en sociale indicatoren opnemen, waarmee waardecreatie meetbaar en opvolgbaar wordt gemaakt.

De Belgische Code verankert duurzame waardecreatie dus op meerdere niveaus: strategisch, financieel en rapporterend. Dit criterium sluit rechtstreeks aan bij artikel 19 van de CSRD, waarin ondernemingen verplicht worden hun duurzaamheidsstrategie te rapporteren, inclusief de langetermijndoelstellingen en

¹⁴⁹ GUBERNA, 'Wat elke bestuurder moet begrijpen over duurzame waardecreatie - Deel I', 2023, <https://www.guberna.be/nl/know/wat-elke-bestuurder-moet-begrijpen-over-duurzame-waardecreatie-deel-i#:~:text=De%20creatie%20van%20duurzame%20waarde,milieu%20en/of%20maatschappij%20genereren.>

¹⁵⁰ Commissie corporate governance, 'Toelichtende nota inzake het begrip duurzame waardecreatie', juni 2021.



hoe deze bijdragen aan waardecreatie.¹⁵¹ Daarmee vormt het een van de meest expliciete bruggen tussen traditionele governance en bredere ESG-doelstellingen.

3.2.2 Ethisch handelen en leiderschap

Ethisch handelen in een ondernemingscontext verwijst naar het systematisch naleven van fundamentele normen en waarden in zowel het beleid als het dagelijks functioneren van de organisatie die gangbaar zijn binnen de bredere maatschappelijke context. Het houdt in dat beslissingen niet enkel juridisch correct, maar ook maatschappelijk verantwoord worden genomen, met aandacht voor transparantie, integriteit, respect en verantwoordelijkheid.¹⁵² Binnen de ESG-kaders, waaronder de OESO Principles van Corporate Governance en de ESRS (G1), wordt ethisch leiderschap gezien als een structurele voorwaarde voor duurzaam ondernemingsbestuur. Het creëert vertrouwen bij stakeholders, vermindert het risico op wangedrag en draagt bij aan duurzame waardecreatie.¹⁵³ Ook binnen de CS3D wordt ethisch leiderschap beschouwd als essentieel voor de implementatie van zorgvuldigheidsprocessen, waarbij bestuurders verantwoordelijk zijn voor het toezicht op integriteit en compliance binnen de onderneming.¹⁵⁴

In de Belgische Code is ethisch handelen niet beperkt tot de gedragingen van de raad van bestuur. In principe 2 en bepaling 2.1 wordt expliciet gesteld dat het bestuur verantwoordelijk is voor het stimuleren van “ethisch en verantwoordelijk leiderschap”. Bestuurders moeten handelen in lijn met de vennootschapswaarden en het maatschappelijk belang, met een duidelijke morele en strategische koers. Daarnaast benadrukt bepaling 2.7 het belang van een integere bedrijfscultuur: het bestuur moet actief toezien op het bevorderen van “een gezonde, duurzame en ethische cultuur” binnen de onderneming als geheel. Dit gaat verder dan de bestuurskamer en richt zich op de organisatiecultuur in brede zin. Ook bepaling 2.18 draagt daartoe bij: vennootschappen worden aangespoord een gedragscode op te stellen waarin duidelijk wordt aangegeven welk gedrag wordt verwacht van werknemers en leidinggevenden, met inbegrip van principes rond eerlijkheid, gelijkheid en integriteit.

¹⁵¹ Art. 19 CSRD

¹⁵² HERES L., ‘Van amoreel naar ethisch leiderschap’, in TALSMAN J. en KARSSING E. (eds.) *Jaarboek Integriteit 2015*, 2015, 22.

¹⁵³ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

¹⁵⁴ CS3D



Deze bepalingen tonen aan dat ethisch handelen niet enkel een individuele verantwoordelijkheid is van bestuurders, maar ook als een organisatie breed governance-instrument wordt beschouwd binnen de Belgische code. Ethisch leiderschap wordt zo expliciet verankerd als leidraad voor het gedrag van alle actoren binnen de onderneming.

3.2.3 Stakeholdersbelangen en evenwicht tussen aandeelhouders

Een belangrijk onderdeel van duurzaam ondernemingsbestuur is het evenwichtig behartigen van de belangen van aandeelhouders én andere stakeholders. In lijn met het ESG-denken en internationale governanceprincipes (zoals de OESO en ESRS G1) wordt van ondernemingen verwacht dat zij niet uitsluitend handelen in functie van aandeelhouderswaarde, maar dat zij ook oog hebben voor bredere maatschappelijke, personele en economische belangen. Dit betekent onder meer dat ondernemingen aandacht moeten besteden aan werknemers, leveranciers, klanten, lokale gemeenschappen en toekomstige generaties. Zowel de CSRD als CS3D verankeren ook het stakeholderperspectief als onderdeel van verantwoord ondernemingsbestuur. Zo stelt de CSRD dat ondernemingen transparant moeten zijn over hoe ze rekening hebben gehouden met de belanghebbenden (zijnde stakeholders) bij het bedrijfsmodel en de strategiebepaling.¹⁵⁵ Verder stelt de CS3D dat ondernemingen de nodige maatregelen dienen te treffen om een zinvolle samenwerking met belanghebbenden te hebben en dienen zij geraadpleegd te worden voor een passende zorgvuldigheid.¹⁵⁶

De Belgische Code verankert dit principe ook op meerdere niveaus. In bepaling 2.2 wordt expliciet gesteld dat de raad van bestuur “een evenwicht moet nastreven tussen de belangen van de onderneming, haar aandeelhouders en andere stakeholders”. Deze bepaling plaatst het klassiek vennootschapsbelang in een breder maatschappelijk kader, in overeenstemming met langetermijn waardecreatie.

Daarnaast biedt de Belgische Code bescherming tegen onevenwichtige machtsverhoudingen tussen aandeelhouders zelf. In bepaling 6.6 wordt bepaald

¹⁵⁵ Art. 19bis, lid 2, a), iv) CSRD.

¹⁵⁶ Art. 13 CS3D.



dat bestuurders alle aandeelhouders op gelijke wijze moeten behandelen, een impliciete verwijzing naar het Agency II-probleem waarbij dat controlerende aandeelhouders disproportionele invloed uitoefenen ten nadele van minderheidsaandeelhouders.

Ten slotte wijdt de Belgische Code een volledig principe aan dit thema. In principe 8 wordt opgeroepen tot een transparante en constructieve dialoog tussen de onderneming en haar aandeelhouders. De raad wordt uitgenodigd om controlerende aandeelhouders aan te moedigen hun langetermijndoelstellingen kenbaar te maken, en waar nodig een zogeheten “relationship agreement” op te stellen die wederzijdse verwachtingen vastlegt. Hiermee wordt beoogd de rechten van minderheidsaandeelhouders te beschermen en tegelijkertijd de betrokkenheid van dominante aandeelhouders transparant en evenwichtig te houden.

3.2.4 Professionele ontwikkeling van bestuurders

Professionele ontwikkeling vormt een essentieel element binnen de bredere ESG-context, waarbij het vooral binnen de G-dimensie (Governance) een cruciale rol speelt. Goed bestuur vereist dat bestuurders beschikken over relevante ervaring en competenties, en hun kennis voortdurend actualiseren in functie van veranderende wetgeving, maatschappelijke verwachtingen en technologische ontwikkelingen. Internationale normen, zoals de OESO Principes van Corporate Governance, benadrukken het belang van permanente vorming als waarborg voor effectief en verantwoordelijk leiderschap.¹⁵⁷ Tegelijkertijd is professionele ontwikkeling ook verbonden met de S-dimensie (Sociale aspecten), aangezien bestuurders niet alleen inhoudelijke expertise moeten ontwikkelen, maar ook sociale competenties zoals samenwerking, communicatie en stakeholdermanagement. Deze vaardigheden zijn essentieel om als bestuursorgaan effectief te functioneren binnen een complex netwerk van interne en externe relaties.

De Belgische Code besteedt expliciet aandacht aan professionele ontwikkeling op verschillende niveaus. In bepaling 2.23 wordt de professionele ontwikkeling van de leden van het uitvoerend management in rekening genomen bij de beslissing

¹⁵⁷ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.



of een lid van het uitvoerend management ook lid kan zijn van raden in andere vennootschappen. Dit toont aan dat professionele groei niet beperkt tot een HR-aangelegenheid maar ook een governance-overweging. Verder bepaalt bepaling 3.20 dat elke bestuurder bij zijn benoeming een initiële vorming dient te volgen maar ook daarna dient professionele ontwikkeling ondersteunt te worden. Deze bepaling onderstreept dat professionalisering geen eenmalig vereiste is, maar een doorlopende verantwoordelijkheid binnen de bestuursfunctie. Ten slotte vermeldt bepaling 4.23 dat er gepaste programma's moet voorzien worden door het benoemingscomité voor talentontwikkeling en ook ter bevordering van de nodige diversiteit binnen het leiderschap.

3.2.5 Diversiteit

Diversiteit binnen bestuursorganen is een belangrijk criterium binnen de ESG-context en de Belgische Code, omdat het de kwaliteit en effectiviteit van het bestuur verhoogt. Diversiteit omvat niet alleen gender, maar ook leeftijd, ervaring, competenties en culturele achtergrond.¹⁵⁸ Een diverse samenstelling bevordert een breder perspectief bij besluitvorming, stimuleert innovatie en draagt bij aan het beter afwegen van risico's en kansen.

In de Belgische Code komt diversiteit aan bod in bepaling 3.3 en 5.12. Bepaling 3.3 stelt dat de raad van bestuur streeft naar een evenwichtige samenstelling, met bijzondere aandacht voor diversiteit, onder andere genderdiversiteit. Deze bepaling benadrukt het belang van een raad die een breed spectrum aan ervaringen en vaardigheden samenbrengt. Bepaling 5.12 richt zich vervolgens op de diversiteit binnen de verschillende comités van de raad, zoals het audit-, benoemings- en remuneratiecomité. Hier wordt aanbevolen dat ook deze comités een evenwichtige samenstelling hebben, rekening houdend met diversiteitscriteria, om een effectieve en gebalanceerde werking te waarborgen.

Het bevorderen van diversiteit in zowel de raad als haar comités sluit aan bij de ESG-principes van inclusiviteit en transparantie, en ondersteunt duurzaam en verantwoord bestuur. Deze benadering wordt ook juridisch onderbouwd door de CSRD, dat ondernemingen verplicht tot een gedetailleerde beschrijving van hun

¹⁵⁸ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.



diversiteitsbeleid met betrekking tot bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen. Daarbij moet worden gerapporteerd over onder meer geslacht, leeftijd, opleiding en beroepservaring, evenals over de doelstellingen, uitvoering en resultaten van het gevoerde beleid. Indien geen diversiteitsbeleid wordt gevoerd, dient dit expliciet gemotiveerd te worden.¹⁵⁹ Deze verplichting bevestigt dat diversiteit niet langer een vrijblijvende aanbeveling is, maar een juridisch afdwingbaar onderdeel van corporate governance. Bovendien erkent overweging 3 van de CSRD expliciet dat diversiteit in bestuursraden bijdraagt aan betere besluitvorming, sterkere governance en grotere veerkracht¹⁶⁰, wat de filosofie achter bepalingen 3.3 en 5.12 van de Belgische Code bijkomend legitimeert.

3.2.6 Interne Controle

Interne controle vormt een fundamenteel onderdeel van goed ondernemingsbestuur en is onmisbaar voor het beheersen van risico's en het waarborgen van transparantie binnen organisaties. Binnen de ESG-context draagt een robuust intern controlesysteem bij aan het realiseren van duurzame waardecreatie door het versterken van betrouwbaarheid, integriteit en compliance. Het waarborgt dat financiële en niet-financiële informatie accuraat wordt gerapporteerd, en dat de organisatie effectief inspeelt op operationele, strategische en ESG-gerelateerde risico's. Zowel de CSRD en de CS3D benadrukken het belang van correcte interne controlesystemen. Zo stelt de CS3D dat er een passende zorgvuldigheid aan de dag moet gelegd worden in de risicosystemen van de onderneming.¹⁶¹ Deze laatste dient binnen de CSRD ook transparant te rapporteren over interne controle- en risicobeheersingssystemen van de onderneming.¹⁶²

De Belgische Code behandelt interne controle in onder meer bepaling 2.14 en 2.16. Bepaling 2.14 stelt dat het uitvoerend management het kader voor interne controle en risicobeheer opstelt, waarna de raad van bestuur dit kader goedkeurt en toeziet op de implementatie ervan. Dit benadrukt dat interne controle een gedeelde verantwoordelijkheid is, waarbij het operationele initiatief bij het

¹⁵⁹ Art. 20, lid 1, g) CSRD.

¹⁶⁰ Overweging 3 CSRD.

¹⁶¹ Art. 7 CS3D.

¹⁶² Art. 29ter, Lid 2, c) , ii) CSRD.



management ligt, maar de eindverantwoordelijkheid voor toezicht bij de raad van bestuur berust. Bepaling 2.16 vult dit verder aan door te bepalen dat het uitvoerend management expliciet belast wordt met het opzetten van interne controlesystemen — gericht op zowel financiële als andere (niet-financiële) risico's — op basis van het goedgekeurde kader. Tot slot wordt in bepaling 4.11 bepaald dat het auditcomité de raad moet ondersteunen bij het haar verantwoordelijkheden inzake haar monitoring, inclusief met betrekking op de risico's.

Door deze bepalingen verankert de Belgische Code interne controle als een sleutelelement dat bijdraagt aan de integriteit en duurzaamheid van het bestuur, in lijn met internationale best practices.

3.2.7 Transparantie

In de ESG-context speelt transparantie een cruciale rol omdat het niet alleen financiële maar ook niet-financiële informatie, zoals milieu-impact, sociale prestaties en governancepraktijken, toegankelijk en begrijpelijk maakt. Dit bevordert verantwoord ondernemen, accountability en een betere afstemming op maatschappelijke verwachtingen. Tegelijkertijd helpt transparantie ook greenwashing tegen te gaan door organisaties te verplichten tot een eerlijke, volledige en controleerbare rapportering van hun milieuprestaties en maatschappelijke impact.¹⁶³ Dit criterium sluit perfect aan bij de kernverplichtingen van de CSRD, die gericht zijn op het verhogen van de transparantie inzake ESG-prestaties via verplichte duurzaamheidsrapportering.¹⁶⁴

Binnen de Belgische Code wordt transparantie benoemd in bepalingen 2.15, 2.16 en 2.19. Bepaling 2.15 legt de verantwoordelijkheid bij de raad van bestuur om te zorgen voor een tijdige, volledige en correcte rapportering aan aandeelhouders en andere stakeholders. Dit betreft zowel financiële als niet-financiële informatie. Bepaling 2.16 versterkt dit door te wijzen op de noodzaak van een heldere communicatie over de prestaties van de onderneming en met nadruk op verslaggeving van kwesties over maatschappelijk belang, alsook relevante milieu-

¹⁶³ DE BRUIN M., 'Greenwash je imago niet langer: De CSRD komt eraan!', Duurzaam ondernemen, 4 maart 2024, <https://www.duurzaam-ondernemen.nl/martin-de-bruin-credit-risk-greenwash-je-imago-niet-langer-de-csrd-komt-eraan/#:~:text=Conclusie,om%20Europese%20richtlijnen%20te%20implementeren>. (geraadpleegd op 1 augustus 2025).

¹⁶⁴ Art. 19bis CSRD.



en sociale indicatoren. Bepaling 2.19 benadrukt de rol van het uitvoerende management in het toezien op een tijdige, accurate en kwaliteitsvolle rapportage van de financiële en niet-financiële informatie, waarmee het de betrouwbaarheid van openbaarmaking ondersteunt.

Door transparantie als ESG-criterium centraal te stellen, stimuleert de Belgische Code duurzame waardecreatie en tracht zij de legitimiteit en het maatschappelijke vertrouwen in de organisatie te verhogen.

3.2.8 Onafhankelijkheid

Het waarborgen van onafhankelijkheid binnen bestuursorganen is cruciaal voor het garanderen van objectiviteit en integriteit in het besluitvormingsproces. Onafhankelijkheid betekent dat bestuurders vrij zijn van invloeden die hun oordeel kunnen vertroebelen, zoals persoonlijke belangen of nauwe banden met het management. Het voorkomen en adequaat omgaan met belangenconflicten is hierbij een onmisbaar element, omdat deze conflicten het vertrouwen in het bestuur kunnen ondermijnen en de kwaliteit van governance in het gedrang kunnen brengen.¹⁶⁵

Binnen de Belgische Code wordt het principe van onafhankelijkheid verankerd in bepaling 3.4, waarin gesteld wordt dat een significant aantal bestuurders onafhankelijk moet zijn om een evenwichtige en objectieve raad te verzekeren. Daarnaast behandelt bepaling 6.7 het belang van transparantie en zorgvuldigheid bij het omgaan met belangenconflicten, door duidelijke procedures te voorzien die een onbevooroordeelde besluitvorming ondersteunen.

In de ESG-context draagt het respecteren van onafhankelijkheid bij aan geloofwaardige en verantwoorde bedrijfsvoering. Het versterkt de controlemechanismen en zorgt ervoor dat de belangen van alle stakeholders eerlijk worden afgewogen, wat essentieel is voor duurzaam vertrouwen en lange termijn waardecreatie.

3.2.9 Melding van onregelmatigheden (whistleblowing)

¹⁶⁵ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.



Een cultuur waarin medewerkers vrij en veilig onregelmatigheden kunnen melden, is een essentieel kenmerk van integere en transparante governance. Binnen de ESG-context – en meer specifiek onder de G-dimensie – fungeert een doeltreffend klokkenluidersmechanisme als een belangrijke waarborg tegen fraude, corruptie en andere misstanden. Het draagt bij aan de interne controlecultuur en versterkt het moreel kompas van de organisatie.¹⁶⁶ Meldingsprocedures worden ook expliciet verplicht onder artikel 30 van de CS3D, dat toeziet opdat de EU-klokkenluidersrichtlijn wordt gerespecteerd.¹⁶⁷ Deze richtlijn betreft het bredere juridische kader dat bepaalt hoe meldkanalen intern moeten worden georganiseerd en hoe melders dienen beschermd te worden.¹⁶⁸ Deze bepalingen bevestigen dat whistleblowing geen vrijblijvende aanbeveling is, maar een verplicht governance-instrument binnen EU-recht.

De Belgische Code erkent dit belang in bepaling 4.13, waarin wordt aanbevolen dat het auditcomité toeziet op de mechanismen die het mogelijk maken voor medewerkers om vermoedelijke inbreuken op wet- of regelgeving of interne beleidslijnen te melden, zonder angst voor represailles. Dit sluit rechtstreeks aan bij de verplichtingen die voortvloeien uit de EU-klokkenluidersrichtlijn¹⁶⁹ en de ESRS G1-standaard¹⁷⁰, waar het bestaan van toegankelijke en betrouwbare meldingskanalen wordt gezien als een expliciet rapporteringscriterium.

Door meldingsprocedures institutioneel te verankeren, bevordert de onderneming een klimaat van openheid, vertrouwen en ethisch bewustzijn.

3.2.10 Beloning

Het laatste criterium in deze analyse betreft het beloningsbeleid. Beloning vormt binnen ESG – en in het bijzonder de G-dimensie – een kritieke hefboom voor goed bestuur, transparantie en langetermijngerichtheid. Een doordacht en transparant beloningsbeleid weerspiegelt niet alleen de prestaties en verantwoordelijkheden van bestuurders, maar bevordert ook het vertrouwen van aandeelhouders, medewerkers en het bredere publiek. In het kader van ESG is het cruciaal dat

¹⁶⁶ ESRS G1.

¹⁶⁷ Art 30 CS3D.

¹⁶⁸ RICHTLIJN (EU) 2019/1937 van het Europees parlement en de raad van 23 oktober 2019 inzake de bescherming van personen die inbreuken op het Unierecht melden, *PB L 305 van 26.11.2019*, <http://data.europa.eu/eli/dir/2019/1937/oj>.

¹⁶⁹ *Ibid.*

¹⁷⁰ ESRS.



beloning strookt met duurzame waardecreatie, en dus niet louter financiële of kortetermijndoelstellingen beloont.

De Belgische Code wijdt principe 7 integraal aan het thema beloning. Het principe stelt dat het remuneratiebeleid aangesloten moet zijn op de langetermijnbelangen van de vennootschap en een juiste afstemming moet vinden tussen vaste en variabele verloning, prestaties en risico. De praktische uitwerking gebeurt via bepalingen 7.4 tot en met 7.12, waarin onder meer aandacht wordt besteed aan transparantie over individuele vergoedingen, de rol van het remuneratiecomité, en de samenstelling van variabele beloningselementen.

Door het beloningsbeleid op te nemen in haar kernbeginselen benadrukt de Belgische Code dat verloning meer is dan een intern HR-instrument: het is een governancedomein dat rechtstreeks bijdraagt aan ethisch gedrag, duurzame prestaties en maatschappelijke legitimiteit.

3.3 Conclusie

Uit bovenstaande analyse blijkt dat de Belgische Code in aanzienlijke mate ESG-gerelateerde criteria integreert, zij het met wisselende diepgang en explicietheid. De sterkste verankering is terug te vinden binnen de Governance-dimensie (G), waar principes rond transparantie, onafhankelijkheid, interne controle, beloning en klokkenluidersprocedures zijn uitgewerkt. Deze elementen dragen bij aan duurzaam en verantwoord ondernemingsbestuur.

De Social-dimensie (S) is in de Belgische Code zichtbaar via bepalingen over diversiteit, stakeholderbetrokkenheid, gelijke behandeling en ethisch gedrag. Hoewel deze criteria een duidelijke plaats krijgen in de structuur en filosofie van de Belgische Code, blijven ze vaak oppervlakkig, zonder bindende of meetbare verplichtingen. De sociale component wordt dus wel erkend, maar is minder geoperationaliseerd dan de governance component.

Wat de Environment-dimensie (E) betreft, blijft de verankering voorlopig beperkt tot enkele algemene verwijzingen naar duurzaamheid en rapportering over milieu-gerelateerde informatie. Er ontbreken concrete verplichtingen inzake klimaatstrategie, emissiebeheer of ecologische risicoanalyse. De milieudimensie is



met andere woorden nog slechts indirect aanwezig, ondanks haar toenemende belang in Europese regelgeving en marktverwachtingen.

Door het gebruik van de ESRS als analysekader en de toepassing van een systematische codering, werd duidelijk welke passages in de Belgische Code ESG-principes reflecteren, hoe deze zijn gestructureerd, en waar verdere versterking wenselijk is. Deze bevindingen vormen het vertrekpunt voor het volgende deel van deze thesis, waarin de ontbrekende criteria worden geanalyseerd en wordt onderzocht op welke wijze de Belgische Code verder kan worden geoptimaliseerd om ESG integraal te verankeren als nieuwe bedrijfsfilosofie.

Deel 2: De transitie naar een nieuwe bedrijfsfilosofie

In het eerste deel van deze masterproef werd er onderzocht welke ESG-criteria reeds zijn geïntegreerd in de Belgische Code. Hierbij werd eerst het concept ESG onder de loep genomen en vervolgens werd de Belgische code uiteengezet via de historiek, het doel van de code en de huidige code te bespreken. Vervolgens werd er in het derde hoofdstuk geanalyseerd welke ESG-criteria reeds zijn opgenomen in de code, in welke mate deze werden geïntegreerd en in detail besproken. Dit leidde tot een antwoord op het eerste deel van de onderzoeksvraag. In dit tweede deel van de masterproef zal de transitie naar ESG als nieuwe bedrijfsfilosofie onder de loep genomen worden om zo een antwoord te kunnen bereiken op het tweede deel van de onderzoeksvraag.

4 ESG-criteria en hun impact op kapitaal

Het vorige hoofdstuk toonde aan welke ESG-criteria wel al zijn verwerkt in de Belgische Code. In dit eerste hoofdstuk van deel 2, hoofdstuk 4, zal er onderzocht worden welke criteria niet zijn opgenomen en in hoeverre deze een impact hebben op het aantrekken van kapitaal en de algemene bedrijfsvoering.

4.1 ESG-criteria die niet zijn opgenomen in de Belgische Code

Na de identificatie en inhoudelijke bespreking van de ESG-criteria die reeds aanwezig zijn in de Belgische Code, is het aangewezen in dit hoofdstuk stil te staan bij de tegenhanger: de ESG-criteria die tot op heden niet of slechts in zeer beperkte mate hun weg hebben gevonden naar het Belgische governancekader. Deze analyse is noodzakelijk om enerzijds lacunes te detecteren, en anderzijds een gefundeerde basis te leggen voor eventuele aanbevelingen tot hervorming. Voor de selectie van de ontbrekende criteria wordt opnieuw aansluiting gezocht bij de ESRS¹⁷¹. Dit referentiekader werd eerder reeds gehanteerd in de analyse van de reeds opgenomen criteria, en wordt hier opnieuw toegepast om methodologische consistentie te waarborgen. Bovendien vormen de standaarden de concrete invulling van de rapporteringsverplichtingen onder de CSRD, en geven een geharmoniseerde en juridisch relevante structuur aan het ESG-concept. Door hun bindend karakter en integratie in het Europese regelgevingskader bieden de ESRS een geschikt ijkpunt om te beoordelen welke duurzaamheidsvereisten reeds vervat zijn in de Belgische Code, en welke nog ontbreken. Waar aangewezen, wordt dit aangevuld met andere gezaghebbende bronnen, zoals de OESO Principes van Corporate Governance of andere Europese regelgeving, om bijkomende elementen te identificeren die juridisch relevant kunnen zijn.¹⁷²

Uit de analyse van de vorige hoofdstukken kan worden afgeleid dat de Environment-dimensie het minst ontwikkeld is binnen de Belgische Code. Buiten de algemene verplichting om te streven naar duurzame waardecreatie (bepaling 2.1) en de rapporteringsplicht inzake milieu- en sociale indicatoren (bepaling 2.16), blijven de milieu-gerelateerde bepalingen abstract en weinig geoperationaliseerd. Het ontbreken van concrete richtsnoeren is deels te verklaren door het generieke karakter van de Belgische Code, die toepasselijk moet blijven voor een brede waaier aan sectoren en vennootschappen. Milieucriteria zoals uitstootreductie, biodiversiteitsbeheer of grondstoffengebruik zijn nu eenmaal niet op uniforme wijze relevant voor elk type onderneming. Toch kan worden vastgesteld dat zelfs een algemene klimaatstrategie — als structureel onderdeel van risicobeheer en langetermijnplanning — niet expliciet is opgenomen. Dit vormt

¹⁷¹ ESRS 1.

¹⁷² Bepaalde duurzaamheidscriteria zoals dierenwelzijn worden in de ESRS vermeld in sectorspecifieke contexten, maar vallen buiten het toepassingsbereik van deze analyse gelet op hun beperkt governancekarakter en het sectorgebonden toepassingsveld ervan.



dan ook het eerste ontbrekende criterium dat in dit hoofdstuk zal worden behandeld.

De Social-dimensie is sterker aanwezig in de Belgische Code. Elementen zoals diversiteit binnen bestuursorganen, professionele ontwikkeling van bestuurders en ethisch leiderschap worden uitgewerkt. Ook zijn er, via gedragscodes en rapporteringsverplichtingen, indirecte verwachtingen geformuleerd ten aanzien van werknemers. Toch blijven ook hier belangrijke aspecten onderbelicht. Binnen het bredere ESG-kader hecht men steeds meer belang aan arbeidsomstandigheden, mensenrechten en impactbeheersing binnen de volledige waardeketen. In dat licht valt op dat bepalingen omtrent sociale due diligence, arbeidsvoorwaarden in de keten en lokale gemeenschapsimpact grotendeels afwezig zijn.

Wat betreft de Governance-dimensie, is de integratie zoals verwacht het meest uitgewerkt. De Belgische Code is immers primair gericht op de versterking van deugdelijk bestuur. Toch blijven enkele internationale governancepraktijken relatief onderbelicht, zoals corruptiepreventie, data-ethiek, of transparantie inzake politieke invloed en lobbying. Deze worden binnen de ESRS¹⁷³ en andere internationale kaders wel als belangrijk beschouwd voor het versterken van het vertrouwen van stakeholders en investeerders.

In de volgende secties worden deze ontbrekende thema's per dimensie verder toegelicht en inhoudelijk verantwoord op basis van juridische bronnen en relevante duurzaamheidskaders.

4.1.1 Klimaatstrategie

Hoewel de Belgische Code het principe van duurzame waardecreatie expliciet verankert en ondernemingen verplicht tot rapportering over milieu-indicatoren (respectievelijk bepalingen 2.1 en 2.16), blijven meer strategische en bestuursmatige aspecten van klimaatbeleid nagenoeg afwezig. Elementen zoals klimaatrisicoanalyse, transitieplanning of emissiedoelstellingen worden niet behandeld. Dit staat in contrast met het ESRS E1-kader¹⁷⁴, dat in uitvoering van de CSRD expliciet van ondernemingen verlangt dat zij een geïntegreerde

¹⁷³ ESRS G1.

¹⁷⁴ ESRS E1



klimaatstrategie ontwikkelen en hierover op transparante wijze rapporteren. Dergelijke strategie dient een vast onderdeel te vormen van de algemene besluitvorming, risicobeheersing en governancepraktijken van de vennootschap.

Tegelijkertijd moet worden erkend dat de Belgische Code een generiek karakter heeft en toepasselijk is op beursgenoteerde ondernemingen uit uiteenlopende sectoren. Het opleggen van concrete milieu- of emissiedoelstellingen binnen deze context zou het doel en toepassingsgebied van de Belgische Code kunnen overschrijden, aangezien dergelijke criteria vaak sterk sectorspecifiek zijn. Niettemin kan worden vastgesteld dat zelfs het algemene concept van klimaatstrategie, dat binnen het Europese en internationale ESG-kader als fundamenteel wordt beschouwd, ontbreekt in de Belgische code.

Uit de ESRS E1 kan worden afgeleid dat een klimaatstrategie het geheel is van maatregelen, beleidskeuzes en bestuurlijke processen waarmee ondernemingen systematisch omgaan met de risico's en kansen die voortvloeien uit klimaatverandering. Ze omvat zowel klimaatmitigatie — het beperken van de uitstoot van broeikasgassen en het beperken van de eigen ecologische voetafdruk — als klimaatadaptatie — het anticiperen op en voorbereiden van de gevolgen van klimaatverandering, zoals overstromingen, droogte of verstoring van toeleveringsketens.¹⁷⁵ ESRS E1 vereist dat ondernemingen hun strategie documenteren en publiek rapporteren, inclusief emissiereductiedoelen, risicobeoordelingen, governance verantwoordelijkheden en implementatieplannen.¹⁷⁶ Dergelijke integratie ontbreekt vandaag in de Belgische Code.

4.1.2 Social Due Diligence

Een tweede belangrijk ESG-criterium dat opvalt door zijn afwezigheid in de Belgische Code betreft het concept van social due diligence. Onder social due diligence wordt verstaan: het proces waarbij ondernemingen op systematische wijze de risico's en negatieve effecten van hun activiteiten op mensenrechten en sociale belangen identificeren, evalueren, voorkomen, beperken, opvolgen en erover communiceren.¹⁷⁷ Deze benadering is verankerd in verschillende

¹⁷⁵ ESRS E1, tabel 2.

¹⁷⁶ ESRS E1;

¹⁷⁷ FOD Economie, 'Wat is due diligence voor ondernemingen', 2021, https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/een-onderneming-beheren-en/maatschappelijk-verantwoord/wat-due-diligence-voor?utm_source=chatgpt.com



internationale rechtsbronnen, waaronder de VN Guiding Principles on Business and Human Rights (2011)¹⁷⁸, de OESO Guidelines voor multinationale ondernemingen (2023)¹⁷⁹ en de CSRD¹⁸⁰. Ook de CS3D zet in op social due diligence door ondernemingen te verplichten een passende zorgvuldigheid toe te passen op de mensenrechten, en dit niet allen op haar eigen activiteiten maar ook die van dochterondernemingen en zakenpartners in de activiteitenketen.¹⁸¹ Deze bronnen benadrukken dat ondernemingen niet alleen verantwoordelijk zijn voor hun eigen gedragingen, maar ook voor de sociale effecten die zich voordoen in hun toeleveringsketen en bredere maatschappelijke context. Hoewel de Belgische Code aandacht besteedt aan ethisch handelen, diversiteit en gedragscodes binnen het bestuur, ontbreekt een expliciete en structurele benadering van sociale risico's en mensenrechtenverantwoordelijkheid. Dit geldt in het bijzonder voor drie domeinen: het eigen personeel, de toeleveringsketen, en de bredere gemeenschap en eindgebruikers.

Ten eerste ontbreekt in de Belgische Code een uitgewerkte benadering van sociale risico's binnen het eigen personeelsbestand. Internationale normen zoals de ESRS S1¹⁸² benadrukken het belang van respect voor fundamentele arbeidsrechten, gezondheid en veiligheid op het werk, non-discriminatie, gelijke kansen en vakbondsvrijheid. In de Belgische Code wordt dit slechts indirect behandeld. Zo vermeldt bepaling 2.18 dat de raad van bestuur gedragscodes moet opstellen waarin verwachtingen naar werknemers kunnen worden opgenomen, en bepaling 2.7 benadrukt het belang van een bedrijfscultuur die ethisch handelen bevordert. Deze bepalingen laten evenwel ruimte aan ondernemingen om hier op discretionaire wijze invulling aan te geven en bevatten geen expliciete verwachtingen inzake de sociale positie van werknemers, noch met betrekking tot het voorkomen van mensenrechtenschendingen binnen de onderneming. Aangezien werknemers belangrijke stakeholders zijn, die direct worden beïnvloed door bestuursbeslissingen, vormt dit een relevante leemte.

¹⁷⁸ VN-Mensenrechtenraad, *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework*, 21 maart 2011, A/HRC/17/31, https://www.ohchr.org/documents/publications/guidingprinciplesbusinessshr_en.pdf

¹⁷⁹ OESO, *OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen*, Parijs, OESO, 2023, <https://www.oecd.org/fr/investissement/mne/oecd-guidelines-for-multinational-enterprises.htm>

¹⁸⁰ CSRD.

¹⁸¹ Art. 1, lid 1, a) CS3D.

¹⁸² ESRS.



Ten tweede wordt ook de verantwoordelijkheid voor sociale risico's in de waardeketen nergens expliciet opgenomen. ESRS S2 stellen dat ondernemingen dienen te rapporteren over dit aspect bij hun leveranciers, onderaannemers en andere partners, in het bijzonder met betrekking tot kinderarbeid, dwangarbeid, uitbuiting en andere vormen van mensenrechtenschending.¹⁸³ De CS3D stelt dat ondernemingen de nodige zorgvuldigheid moet toepassen, ernstige risico's dienen te kunnen vaststellen, beoordelen¹⁸⁴ en om gepaste maatregelen te nemen.¹⁸⁵ Binnen de Belgische Code wordt deze vorm van ketenverantwoordelijkheid niet besproken. Er zijn geen bepalingen die erop wijzen dat de raad van bestuur ook verantwoordelijkheden draagt voor de ethische integriteit van de partners waarmee de onderneming samenwerkt. Daarmee blijft een belangrijk governance-instrument onbenut, aangezien dergelijke risico's – indien ze zich realiseren – ook strategische, juridische en reputatieschade kunnen veroorzaken.

Een derde dimensie van social due diligence betreft de impact van ondernemingsactiviteiten op de lokale gemeenschap en op eindgebruikers. Dit wordt onder meer uitgewerkt in ESRS S3 en S4, die aandacht vragen voor maatschappelijke participatie, klachtenmechanismen en de sociale gevolgen van producten of diensten.¹⁸⁶ Daarnaast beschouwt de CS3D consumenten of andere die impact kunnen ervaren van de producten en diensten als belanghebbenden en vallen zij dus ook onder de noemer van social due diligence.¹⁸⁷ De Belgische Code bevat geen verwijzing naar de maatschappelijke impact van ondernemingen buiten de aandeelhoudersrelatie, noch naar enige plicht tot dialoog of herstel bij negatieve externe effecten. In tegenstelling tot de aandacht die wel wordt besteed aan de bescherming van minderheidsaandeelhouders (bepalingen 8.5 t.e.m. 8.7), blijft de relatie met bredere maatschappelijke actoren onderbelicht.

Deze vaststellingen wijzen op een fundamenteel spanningsveld tussen het actuele internationale governancekader en de Belgische Code. Waar internationale instrumenten social due diligence steeds meer als een onderdeel van verantwoord bestuur beschouwen, blijft dit in België grotendeels beperkt tot ethische zelfregulering. Nochtans beperkt het concept zich niet tot operationele

¹⁸³ *Ibid.*

¹⁸⁴ Art. 8 CS3D.

¹⁸⁵ Art. 11 en 12 CS3D.

¹⁸⁶ ESRS S3 en S4.

¹⁸⁷ Art. 3, lid 1, n) CS3D.



verplichtingen of technische rapportage, maar raakt het aan de essentie van bestuursverantwoordelijkheid: anticiperen op risico's, respecteren van mensenrechten, en verantwoording afleggen aan álle stakeholders. Uiteraard dient erkend te worden dat de Belgische Code generiek en beginselgericht moet blijven, en dat het overnemen van concrete verplichtingen uit richtlijnen zoals de CSRD of de CS3D niet wenselijk is binnen het kader van een gedragscode. Niet elke onderneming wordt in gelijke mate blootgesteld aan sociale risico's, en maatwerk blijft noodzakelijk. Toch valt niet te ontkennen dat het concept van social due diligence – als strategische bestuursverantwoordelijkheid – vandaag ontbreekt in de Belgische Code. Het structureel negeren van deze dimensie staat haaks op de internationale trend waarbij sociaal beleid niet langer als louter ethisch, maar ook als juridisch en economisch relevant wordt erkend binnen duurzaam ondernemingsbestuur.

4.1.3 Corruptiepreventie

Hoewel de Belgische Code inzet op ethisch handelen en transparantie, bevat zij geen expliciete bepalingen over corruptiepreventie. In internationale governancekaders, zoals de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen (2023)¹⁸⁸ en de UN Convention Against Corruption¹⁸⁹, wordt corruptiebestrijding nochtans beschouwd als een fundamenteel onderdeel van verantwoord bestuur. Ook ESRS G1¹⁹⁰ vereist rapportering over anticorruptiebeleid, controlemechanismen en inbreuken. Ook in de CS3D wordt benadrukt dat negatieve effecten op mensenrechten en negatieve milieueffecten vervlochten kunnen zijn door factoren zoals corruptie.¹⁹¹

De Belgische Code voorziet wel enkele indirecte waarborgen. Zo vermeldt bepaling 2.18 dat de raad gedragscodes moet opstellen, wordt in principe 4 een auditcomité voorzien, en verplicht bepaling 4.13 ondernemingen tot een meldprocedure voor onregelmatigheden. Daarnaast benadrukken principes 3.6 en 6.7 het belang van integriteit bij bestuurders.

¹⁸⁸ OESO, *OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen*, Parijs, OESO, 2023, <https://www.oecd.org/fr/investissement/mne/oecd-guidelines-for-multinational-enterprises.htm>

¹⁸⁹ *VN-Verdrag tegen corruptie*, New York, 31 oktober 2003, VNTS nr. 2349, <https://www.unodc.org/unodc/en/corruption/uncac.html>

¹⁹⁰ ESRS.

¹⁹¹ Overweging 36 CS3D.



Toch blijft een expliciet, geïntegreerd anticorruptiebeleid afwezig. Er zijn geen richtlijnen over geschenken, belangenconflicten of derde partijen, noch enige verplichting tot corruptierisicoanalyse of rapportering daarover. Dit contrasteert met internationale standaarden, waarin corruptiepreventie deel uitmaakt van de bredere governanceverantwoordelijkheid. De Belgische Code bevat wel bouwstenen voor een ethische cultuur, maar mist een systematische benadering van corruptierisico's als strategisch governancevraagstuk.

4.1.4 Lobbytransparantie

In tegenstelling tot wat wordt aanbevolen in internationale richtlijnen, bevat de Belgische Code geen enkele bepaling over lobbyactiviteiten of de transparantie daarvan. Toch erkennen onder meer de OESO Principes over Corporate Governance¹⁹² en de ESRS G1 dat openheid over beleidsbeïnvloeding, lidmaatschap in belangengroepen, en politieke bijdragen essentieel is voor het vertrouwen van stakeholders. ESRS G1 verplicht ondernemingen expliciet om te rapporteren over hun betrokkenheid bij beleidsvorming, lobbyuitgaven en bijdragen aan politieke organisaties.¹⁹³

De Belgische Code richt zich voornamelijk op aandeelhoudersdialoog en interne besluitvorming, maar zwijgt over de interactie met externe beleidsmakers. Dit is opvallend, aangezien lobbypraktijken strategisch relevant kunnen zijn en aanleiding geven tot risico's op belangenvermenging of reputatieschade. Er worden geen transparantievereisten opgelegd over contacten met regelgevende instanties, noch rapporteringsverplichtingen over politieke of sectorale beïnvloeding. In een context waarin publieke verantwoording en ethisch leiderschap centraal staan in duurzaam bestuur, vormt het ontbreken van enige aandacht voor lobbying een duidelijke lacune in de Belgische Code.

4.1.5 Data ethiek

De Belgische Code bevat geen bepalingen omtrent data-ethiek, digitale governance of het verantwoord gebruik van technologie. Nochtans wordt deze thematiek steeds centraler binnen ESG-governance, onder meer via de ESRS G1, die ondernemingen aanmoedigt om aandacht te besteden aan dataveiligheid, IT-governance en transparantie rond digitale processen. Ook recente Europese

¹⁹² OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

¹⁹³ ESRS G1.



regelgeving, zoals de NIS2-richtlijn¹⁹⁴, legt nieuwe verplichtingen op inzake cyberbeveiliging en risicobeheer bij digitale systemen en de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG) dat regels oplegt inzake de verwerking van persoonsgegevens.¹⁹⁵

Ondanks het feit dat digitalisering voor veel ondernemingen strategisch cruciaal is, blijven deze risico's en verantwoordelijkheden onbesproken in de Belgische Code. Er is geen aandacht voor de rol van de raad van bestuur in het toezicht op IT-beleid, noch voor ethische afwegingen bij het verzamelen, opslaan of gebruiken van persoonsgegevens. In het licht van toenemende digitalisering, en het potentieel voor datalekken of ethisch betwistbare technologieën, vormt de afwezigheid van richtlijnen over data-ethiek een leemte binnen het hedendaagse bestuurskader.

4.2 ESG-integratie als hefboom voor kapitaal

Uit de voorgaande analyse blijkt dat hoewel diverse ESG-criteria reeds vervat zijn in de Belgische Code, belangrijke elementen – zoals klimaatstrategie, social due diligence en ethiek rond lobbying, data en corruptie – grotendeels afwezig blijven. Deze lacunes beperken de volledige integratie van ESG in het bestuurskader. In het volgende onderdeel wordt onderzocht in hoeverre ESG, en meer bepaald ook deze ontbrekende elementen, een strategisch instrument kunnen vormen voor het aantrekken van kapitaal. Hierbij wordt nagegaan hoe investeerders ESG-informatie waarderen en welke impact dit heeft op toegang tot financiering en markvertrouwen.

De toenemende maatschappelijke en regelgevende aandacht voor duurzaamheid en verantwoord ondernemingsgedrag heeft geleid tot een fundamentele heroriëntatie binnen het investeringslandschap. Waar klassieke financiële indicatoren zoals winst, rendement en schuldenstructuur lange tijd de kern vormden van investeringsbeslissingen, winnen niet-financiële criteria, in het

¹⁹⁴ Richtlijn (EU) 2022/2555 van het Europees Parlement en de Raad van 14 december 2022 betreffende maatregelen voor een hoog gezamenlijk niveau van cyberbeveiliging in de Unie, tot wijziging van Verordening (EU) nr. 910/2014 en Richtlijn (EU) 2018/1972 en tot intrekking van Richtlijn (EU) 2016/1148 (NIS 2-richtlijn), PB L 333 van 27.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2555/oj>

¹⁹⁵ VERORDENING (EU) 2016/679 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 27 april 2016 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens en tot intrekking van Richtlijn 95/46/EG (algemene verordening gegevensbescherming), OJ L 119, 4.5.2016, <http://data.europa.eu/eli/reg/2016/679/oj> (hierna: de AVG).

bijzonder ESG-factoren, aan belang. Deze verschuiving is niet louter symbolisch: investeerders integreren ESG-informatie steeds vaker in hun risicoanalyses en waarderingsmodellen, met directe implicaties voor de toegang tot financiering, het kapitaalkostenprofiel en de marktwaardering van ondernemingen.¹⁹⁶

ESG-criteria fungeren daarbij als signaalmechanismen die inzicht geven in de langetermijnstrategie, risicobeheersing en ethische oriëntatie van een onderneming. Bedrijven die aantoonbaar inzetten op duurzaamheid, maatschappelijke verantwoordelijkheid en goed bestuur, worden door investeerders steeds vaker als veerkrachtiger, transparanter en toekomstbestendiger beschouwd.¹⁹⁷ Deze perceptie vertaalt zich in concrete financiële voordelen: lagere kapitaalkosten, verhoogde kans op dividenduitkeringen, gunstigere kredietvoorwaarden en, in sommige gevallen, een hogere marktwaardering.¹⁹⁸

4.2.1 Investeerders en de waarde van ESG-informatie

Institutionele beleggers en vermogensbeheerders hebben de voorbije jaren een structurele verschuiving doorgemaakt.¹⁹⁹ ESG-informatie wordt vandaag niet langer gezien als bijkomstige reputatiedata, maar als een essentieel onderdeel van investeringsanalyse.²⁰⁰ Deze trend wordt mede aangestuurd door regelgeving zoals de SFDR en de opkomst van ESG-ratingsystemen. Uit onderzoek blijkt dat ondernemingen met hogere ESG-scores sinds 2015 systematisch beter presteren op vlak van toegang tot financiering. De ondertekening van het Klimaatakkoord van Parijs wordt daarbij genoemd als kantelpunt: vanaf dat moment begonnen investeerders ESG-prestaties intensiever te waarderen en op te nemen in waarderingsmodellen.²⁰¹

¹⁹⁶ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция: электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

¹⁹⁷ NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>.

¹⁹⁸ *Ibid.*

¹⁹⁹ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>.

²⁰⁰ *Ibid.*

²⁰¹ NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>.



Concreet blijkt dat ondernemingen met hoge ESG-scores gemiddeld lagere kapitaalkosten hebben. Dit wordt verklaard door een daling van informatie-asymmetrie, betere reputatie, en een lager gepercipieerd risicoprofiel.²⁰² ESG-presteerders worden gezien als transparanter en beter beheerd, wat niet alleen bijdraagt aan vertrouwen, maar ook aan financiële stabiliteit. Verder neemt de kans op dividenduitkering toe bij ESG-sterke bedrijven wat hun aantrekkelijkheid voor institutionele beleggers vergroot.²⁰³

4.2.2 ESG-prestaties en financiële performantie: een genuanceerd beeld

De impact van ESG-prestaties op traditionele financiële indicatoren is complex en niet altijd eenduidig. Zo blijkt uit empirisch onderzoek dat hogere ESG-scores geassocieerd zijn met een lagere Tobin's Q bij Europese bedrijven.²⁰⁴ Dit wijst mogelijk op een correctie in marktwaardering bij ondernemingen met aanvankelijk overgewaardeerde aandelen. Transparantie in ESG-beleid leidt hier tot een realistischer inschatting van de bedrijfswaarde. Tegelijkertijd blijkt dat ESG-integratie op lange termijn wél leidt tot stabielere waardecreatie, onder meer door versterkt stakeholdervertrouwen, betere supply chain-beheersing en verminderde blootstelling aan reputatierisico's.²⁰⁵

Ook het effect op het rendement op eigen vermogen (ROE) is niet direct significant. ESG-investeringen zijn doorgaans lange termijn georiënteerd en renderen pas na verloop van tijd. Wel kan vastgesteld worden dat ondernemingen met robuuste ESG-praktijken gemiddeld minder volatiliteit vertonen in crisissituaties, wat bijdraagt aan hun investeringswaarde op lange termijn.²⁰⁶

4.2.3 Het belang van stakeholdergerichte strategieën

Een bijkomend effect van ESG-integratie is de versterking van de zogeheten "relational capital" – het vertrouwen en de verbondenheid tussen onderneming en haar stakeholders. Bedrijven die ESG-issues aanpakken die als relevant ("salient")

²⁰² DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>.

²⁰³ *Ibid.*

²⁰⁴ NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>.

²⁰⁵ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²⁰⁶ NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>. ; Alareeni, B., & Hamdan, A., 'ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms', *Corporate Governance*, 2020/20, 1409.

worden beschouwd door hun stakeholders, boeken gemiddeld hogere omzetgroei en arbeidsproductiviteit.²⁰⁷ Deze performantie wordt evenwel gecompenseerd door lagere marges, wat erop wijst dat ESG geen kosteloze strategie is, maar wel een die leidt tot versterkte relaties, loyaliteit en risicobeheersing op lange termijn.²⁰⁸

Vanuit governance perspectief zijn vooral ESG-criteria met betrekking tot transparantie, integriteit en stakeholderbetrokkenheid bepalend. Criteria zoals anticorruptiebeleid, transparantie over lobbyactiviteiten en gegevensethiek geven investeerders inzicht in de kwaliteit van het bestuur en de weerbaarheid van de onderneming tegen schandalen en juridische risico's. In die zin versterken governance-criteria het vertrouwen in de continuïteit en ethische oriëntatie van de onderneming – factoren die steeds zwaarder doorwegen in investeringsbeslissingen.²⁰⁹

4.2.4 ESG als kapitaal aantrekkende hefboom: de rol van ontbrekende criteria

Uit het voorgaande blijkt dat ESG-integratie investeringsvoordelen kan opleveren, maar dit effect is sterker wanneer de ESG-aanpak diepgaand en coherent is. De aanwezigheid van een algemene duurzaamheidsvisie is niet voldoende; het is vooral de concrete implementatie van strategische ESG-elementen die doorslaggevend is. Hier situeren zich ook de kritieke lacunes in de Belgische Code.

Het ontbreken van een geïntegreerde klimaatstrategie bijvoorbeeld, beperkt het vermogen van ondernemingen om te anticiperen op transitierisico's, wat investeerders afschrikt die klimaat gerelateerde risico's expliciet meewegen.²¹⁰ De afwezigheid van social due diligence – zowel intern als in de keten – creëert onzekerheid over arbeidsrechten, mensenrechten en reputatierisico's, met name in sectoren met complexe toeleveringsstructuren.²¹¹ Evenzo kan het gebrek aan aandacht voor lobbytransparantie en data-ethiek het vertrouwen van ESG-

²⁰⁷ McGLINCH J., & HENISZ W. J., 'Reexamining the Win-Win: Relational Capital, Stakeholder Issue Saliency, and the Contingent Benefits of Value Based Environmental, Social and Governance (ESG) Strategies', *Social and Governance (ESG) Strategies*, 2021.

²⁰⁸ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²⁰⁹ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²¹⁰ HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.

²¹¹ HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.



gevoelige investeerders ondermijnen, aangezien deze criteria steeds meer deel uitmaken van due diligence-analyses binnen de financiële sector.

Een robuuste ESG-strategie wordt door investeerders als signaal gezien van degelijk bestuur, verantwoord risicobeheer en een geloofwaardige langetermijnvisie. Dit geldt in het bijzonder voor institutionele beleggers, private equity en impactinvesteerders die niet alleen financiële rendementen, maar ook maatschappelijke waardecreatie nastreven. Het niet opnemen van de vermelde criteria betekent dus een gemiste kans voor bedrijven om zich gunstig te positioneren in een steeds competitiever wordende kapitaalmarkt.²¹²

Een bijkomende dynamiek die het belang van ESG als kapitaalhefboom versterkt, is de generatiediversiteit onder investeerders. Uit recent onderzoek blijkt dat jongere generaties, met name millennials en generatie Z, significant meer belang hechten aan duurzaamheid, transparantie en maatschappelijke verantwoordelijkheid dan oudere generaties. Waar de oudere generatie, gekend als babyboomers, doorgaans financieel rendement als primair criterium hanteren, blijken jongere investeerders bereid ESG-factoren mee te wegen, zelfs wanneer dat gepaard gaat met een lager verwacht rendement op korte termijn. Deze evolutie is niet zonder gevolg: vermogensverschuivingen van oudere naar jongere beleggers, in combinatie met de opkomst van digitale investeringsplatformen en impactfondsen, versterken de vraag naar ESG-conforme ondernemingen. Hierdoor neemt de kapitaaldruk toe op bedrijven om transparanter en duurzamer te opereren.²¹³ Het opnemen van duidelijke ESG-praktijken in governance codes wordt zo ook een instrument om aansluiting te vinden bij een nieuwe generatie kapitaalverschaffers en aandeelhouders.

4.2.5 Conclusie: ESG als structurele toegangspoort tot kapitaal

De analyse toont aan dat ESG-integratie niet louter een compliance verhaal is, maar een strategische hefboom vormt voor financiële en reputatie meerwaarde. Ondernemingen die ESG-criteria diepgaand in hun beleid integreren – en daarbij ook de ontbrekende elementen zoals klimaatstrategie, social due diligence en ethische bestuursnormen meenemen – versterken hun aantrekkelijkheid voor kapitaalverstrekkers. Zij genieten een lagere kost van vreemd en eigen vermogen,

²¹² DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²¹³ Ibid.



bouwen sterkere relaties op met investeerders en stakeholders, en onderscheiden zich in een context van toenemende regelgeving en maatschappelijke verwachtingen.²¹⁴

Voor de Belgische Code betekent dit dat een verruiming van haar reikwijdte, op maat van de internationale verwachtingen, niet alleen vanuit ethisch of maatschappelijk oogpunt wenselijk is, maar ook vanuit economisch-strategisch perspectief. In een tijdperk waarin duurzaamheid en financieel rendement steeds nauwer met elkaar verweven zijn, vormt een geloofwaardige ESG-strategie geen bijkomstigheid, maar een noodzakelijke voorwaarde voor toekomstgerichte waardecreatie.

4.3 Conclusie

Uit hoofdstuk 4 blijkt dat, hoewel er reeds ESG-criteria zijn opgenomen in de Belgische Code, er onder elke dimensie nog belangrijke elementen ontbreken. Zo is er geen expliciete klimaatstrategie opgenomen onder de E-dimensie, en ontbreekt onder de S-dimensie een sociale due diligence-aanpak met aandacht voor de volledige waardeketen en de bredere maatschappij. Verder toont de analyse aan dat, hoewel de Belgische Code voornamelijk gericht is op de verbetering van de G-dimensie, ook daar belangrijke criteria ontbreken, zoals gegevensethiek, corruptiepreventie en transparantie over lobbyactiviteiten.

Tegelijk bevestigt onderzoek dat een goed geïntegreerde ESG-aanpak aanzienlijke voordelen kan opleveren. Zo kan ze leiden tot kostenreductie, een grotere veerkracht tegenover milieu- en regelgevingsveranderingen, en toegang tot gunstigere financiering.²¹⁵ Deze voordelen vloeien voort uit het feit dat ESG-criteria steeds vaker een centrale rol spelen in het investeringsproces. Bovendien groeit het belang van ESG mee met een nieuwe generatie investeerders, die meer waarde hecht

²¹⁴ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²¹⁵ NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>.

aan duurzaamheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid dan haar voorgangers.²¹⁶

5 De rol van ESG in het maatschappelijk doel en de bedrijfsfilosofie

In dit volgende en voorlaatste hoofdstuk zal een laatste deel van de puzzel onderzocht worden alvorens tot aanbevelingen van de Belgische Code te komen en een antwoord op de onderzoeksvraag, door te analyseren wat bedrijfsfilosofie is, hoe ESG en de Belgische Code een rol kunnen spelen in de beïnvloeden van de huidige gangbare bedrijfsfilosofie.

5.1 De filosofie van de bedrijfsfilosofie

Elke onderneming opereert binnen een economisch én maatschappelijk kader. De keuzes die zij maakt, worden niet uitsluitend ingegeven door rendementsdoelstellingen, maar weerspiegelen ook onderliggende waarden, overtuigingen en maatschappelijke ambities. Deze diepere drijfveren worden samengebracht in wat men de bedrijfsfilosofie noemt. Volgens gangbare definities omvat bedrijfsfilosofie een beschrijving van de idealen van een organisatie en van de waarden en normen die zij wil hanteren bij het nastreven van haar doelstellingen.²¹⁷ Ze weerspiegelt dus niet alleen wat een onderneming wil bereiken, maar ook hoe zij dat wil doen.

Die tweedeling – tussen doel en handelingswijze – vormt de kern van het begrip. Het gaat enerzijds om de langetermijndoelstellingen die een organisatie zich stelt, en anderzijds om de ethische principes die zij daarbij toepast. Die ethische dimensie krijgt concreet vorm via de bedrijfsethiek: het normatieve kader dat richting geeft aan beslissingen binnen de commerciële context. Bedrijfsethiek onderzoekt hoe morele overtuigingen doorwerken in zakelijke keuzes en belicht in het bijzonder de verantwoordelijkheden van bedrijfsleiders ten aanzien van mens, milieu en samenleving. In dit opzicht is bedrijfsfilosofie geen louter intern referentiepunt, maar ook een instrument voor maatschappelijke positionering en legitimiteit.²¹⁸

²¹⁶ DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

²¹⁷ "Bedrijfsfilosofie", *encyclo.nl*, <https://www.encyclo.nl/begrip/bedrijfsfilosofie>, geraadpleegd op 7 juni 2025.

²¹⁸ ARMSTRONG A., 'Ethics and ESG', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 2020/14(3), 7.



De uitdrukking van deze filosofie, van het doel en de bijbehorende waarden; gebeurt vaak via het '*Corporate Purpose*' of maatschappelijk doel²¹⁹: het formeel geformuleerde bestaansdoel van de onderneming. In het volgende deel wordt dieper ingegaan op dit concept, dat steeds meer aandacht krijgt binnen governance-discoursen en de kern vormt van recente debatten over duurzaamheid, stakeholderwaarde en langetermijnstrategie.

5.2 Maatschappelijk doel: een multidisciplinaire benadering

De bedrijfsfilosofie van een onderneming wordt vaak expliciet gemaakt via haar maatschappelijk doel, de formele omschrijving van haar bestaansreden. Dit begrip geeft richting aan strategische keuzes, vormt de grondslag van het langetermijndenken en fungeert als toetssteen bij het afwegen van economische en maatschappelijke belangen. Toch blijkt uit de academische literatuur dat het begrip afhankelijk van de invalshoek zeer uiteenlopend wordt ingevuld. De interpretatie verschilt naargelang men het concept benadert vanuit een juridische, economische, financiële of managementgerichte bril. Elke discipline legt daarbij eigen accenten in de manier waarop het spanningsveld tussen winststreven en maatschappelijke waarde wordt benaderd.²²⁰

Vanuit juridisch oogpunt is maatschappelijk doel vaak verbonden aan het doel dat vennootschappen volgens de wet moeten nastreven. In veel rechtsstelsels wordt dit doel gelijkgesteld aan het nastreven van winst voor aandeelhouders, al bestaan er gradaties en uitzonderingen, zeker in pluralistische systemen.²²¹ In België bijvoorbeeld bepaalt artikel 1:1 van WVV dat een vennootschap tot doel heeft haar vennoten een rechtstreeks of onrechtstreeks vermogensvoordeel te bezorgen.²²² Indien bijkomende, maatschappelijke of andere doelen worden nagestreefd, moeten die expliciet worden opgenomen in de oprichtingsakte, zoals vastgesteld in artikel 2:8, §2, 11° van het WVV.²²³ Dit wijst op een model waarin winst als primair doel geldt, maar waar ook ruimte wordt geboden voor bredere finaliteiten. Deze

²¹⁹ In deze thesis wordt het concept 'maatschappelijk doel' gebruikt als vertaling van wat in internationale literatuur vaak wordt aangeduid met '*corporate purpose*'. Hoewel beide begrippen verwijzen naar de bredere bestaansreden van de onderneming, verdient het juridische begrip 'maatschappelijk doel' de voorkeur in een Belgisch rechtelijke context, in het bijzonder wanneer het gaat om doelstellingen die statutair kunnen worden vastgelegd op grond van artikel 2:8 WVV.

²²⁰ FERRARINI G., '*Corporate purpose and sustainability*', European Corporate Governance Institute-Law Working Paper, 2020/559.

²²¹ FERRARINI G., '*Corporate purpose and sustainability*', European Corporate Governance Institute-Law Working Paper, 2020/559.

²²² Art. 1:1 WVV

²²³ Art. 2:8, §2, 11° Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen, BS 4 april 2019.



bepaling creëert een opt-in mogelijkheid voor vennootschappen om hun maatschappelijk doel statutair te verankeren. Bijkomend opent dit juridisch kader de deur naar het opnemen van een 'doelstelling' in lijn met duurzaamheid of maatschappelijke meerwaarde. Toch blijft de toepassing in de praktijk beperkt, onder meer door het vrijwillige karakter van de bepaling en het ontbreken van bijkomende verplichtingen of stimulansen vanuit de wetgever.²²⁴

Naast deze harde wettelijke norm biedt ook de Belgische Code (soft law) aanwijzingen over hoe het maatschappelijk doel zich ontwikkelt. Zoals reeds in vorige hoofdstukken werd aangehaald, wordt in bepaling 2.1 gesteld dat een vennootschap moet streven naar duurzame waardecreatie, en dat haar bestuursorgaan een duidelijk engagement moet opnemen ten aanzien van haar maatschappelijk verantwoord doel.²²⁵ Hieruit blijkt een verschuiving van een exclusieve focus op winstmaximalisatie naar een meer geïntegreerde benadering waarin duurzaamheid en langetermijnwaarde aan belang winnen. Toch blijft de juridische invulling van dit begrip over het algemeen flexibel, en laat zij ruimte aan ondernemingen om zelf het evenwicht te bepalen tussen economische en sociale waarden.

Vanuit economisch perspectief wordt dit doorgaans geïnterpreteerd in het licht van waardecreatie en marktwerking. Klassiek lag de nadruk op efficiëntiewinst en aandeelhouderswaarde, waarbij het primaire doel van de onderneming was het maximaliseren van winst binnen de wettelijke contouren. In recente decennia is dit beeld echter verruimd door theorieën zoals corporate social responsibility (CSR) en stakeholder governance. Deze stromingen pleiten ervoor dat ondernemingen niet enkel efficiënt produceren, maar ook verantwoord omgaan met externe effecten (zoals milieu-impact) en rekening houden met bredere maatschappelijke belangen. Economische modellen gaan er steeds vaker van uit dat maatschappelijke meerwaarde ook economische waarde kan versterken, en dus geen tegenstrijdig doel hoeft te zijn.²²⁶

In de financiële literatuur wordt het maatschappelijk doel in toenemende mate bekeken door de lens van duurzaam kapitaalbeheer en risicoanalyse.

²²⁴ FRANCOIS A. 'All we need is... purpose?', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap-Revue Pratique des Sociétés*, 2023/1, 3.

²²⁵ Bepaling 2.1 Belgische Corporate Governance Code 2020.

²²⁶ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4



Investeerders, met name institutionele beleggers, integreren ESG-criteria in hun beslissingen en hechten belang aan ondernemingen met een duidelijke, maatschappelijk verantwoorde doelstelling. De doelstelling fungeert hier als risico-indicator (bv. reputatieschade, klimaatrisico's) én als signaal van toekomstgericht bestuur. De opkomst van impact investing en duurzaam beleggen versterkt het belang van de doelstelling als brug tussen financieel rendement en maatschappelijke waarde. Volgens sommige auteurs is het maatschappelijk doel zelfs een strategisch instrument geworden om toegang te verkrijgen tot langetermijncapitaal.²²⁷

Vanuit managementwetenschappen wordt het gezien als een cultuur- en leiderschapsinstrument. Het geeft richting aan strategievorming, beïnvloedt de interne motivatie van medewerkers en draagt bij tot het imago van de onderneming. Een heldere, breed gedragen doelstelling verhoogt volgens deze visie het engagement binnen de organisatie en bevordert coherentie in besluitvorming. De maatschappelijke doelstelling wordt gezien als een leidraad die medewerkers, management en externe stakeholders verenigt rond een gemeenschappelijk doel dat verder gaat dan louter economische prestatie.²²⁸

De combinatie van deze perspectieven toont aan dat maatschappelijk doel geen eenvormig begrip is, maar een interdisciplinair knooppunt van juridische normen, economische modellen, financiële prikkels en managementpraktijken. Toch is één constante duidelijk: het traditionele idee dat ondernemingen enkel bestaan om winst te genereren, is aan het verschuiven. Hoewel winststreven juridisch en economisch nog steeds centraal staat, wordt in veel disciplines erkend dat maatschappelijke waardecreatie niet los te koppelen is van duurzaam ondernemerschap.

Ook binnen het Belgisch recht zien we sporen van deze evolutie. Hard law benadrukt nog steeds de winstdoelstelling met eventuele vrijwillige opt-in opties, maar soft law opent de deur voor duurzame waardecreatie als volwaardig doel. Toch tonen ontwikkelingen in het buitenland aan dat verdere juridische verankering van het maatschappelijk doel mogelijk is. Zo werd in Frankrijk met de *Loi Pacte* (2019) de vennootschapsvorm *société à mission* ingevoerd: een juridisch kader dat ondernemingen toelaat om statutair een maatschappelijk doel op te nemen.

²²⁷ *Ibid.*

²²⁸ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünwald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4



Ondernemingen dienen een bestaansreden (Raison d'être) op te nemen in de statuten alsook een of meerdere sociale en/of milieugerichte doelstellingen.²²⁹ Bovendien worden deze doelstellingen onderworpen aan externe toetsing via een missiecomité en onafhankelijke controle.²³⁰ Dit model biedt een structurele verankering van ESG-doelstellingen in governancepraktijken en vormt een concreet alternatief voor het Belgische artikel 2:8 WVV, dat slechts een optionele vermelding van bijkomende doelen voorziet zonder verdere opvolgingsmechanismen. Daarnaast komt in het Verenigd Koninkrijk ook een wending op gang door het rapport van de British Academy²³¹, dat pleit voor een paradigmaverschuiving van het aandeelhouders- versus stakeholdersdebat naar een focus op de 'purposeful business'.²³² In dat model fungeert het maatschappelijk doel niet langer als louter ethisch ideaal, maar als juridisch en bestuurlijk kompas dat moet worden verankerd in wetgeving, rapportering en ondernemingscultuur.²³³ Deze internationale voorbeelden illustreren hoe het ESG-denken ook via rechtsvormen en governance-instrumenten institutioneel kan worden versterkt.²³⁴

Die verschuiving kwam echter niet vanzelf. Ze vormt het resultaat van een groeiende maatschappelijke druk, veranderende verwachtingen van investeerders en theoretische kritiek op het dominante aandeelhoudersmodel. In het volgende onderdeel wordt die klassieke focus op shareholder primacy verder belicht, evenals de opkomst van alternatieve benaderingen dankzij CSR en stakeholder governance.

5.3 Van Shareholder primacy naar duurzaamheid

Decennialang gold het idee dat ondernemingen primair bestaan om winst te genereren als het dominante paradigma in het denken over het maatschappelijk doel. Deze klassieke visie stelt dat de bestaansreden van een onderneming neerkomt op het maximaliseren van financiële opbrengsten voor haar aandeelhouders. Maatschappelijke belangen of bredere stakeholderverwachtingen

²²⁹ Art. 176, I, 1° et 2° Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, JORF 0119 du 23 mai 2019, <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2019/5/23/0119> (Hierna : Loi Pacte)

²³⁰ Art. 176, I, 4° Loi Pacte; een veelbesproken voorbeeld hiervan is de dit van de Danone; zie hiervoor <https://www.danone.com/be/fr/engagements/notre-approche/societe-a-mission.html>

²³¹ Dit rapport vormde het sluitstuk van het programma 'The Future of corporation'.

²³² The British Academy, 'Policy & Practice for purposeful business. The final report of the Future of the Corporation programme', Br. Acad. 2021, 58 p. (www.thebritishacademy.ac.uk/publications/policy-and-practice-for-purposeful-business/).

²³³ De omvang van deze thesis laat helaas niet toe deze concepten verder te analyseren.

²³⁴ FRANCOIS A. 'All we need is... purpose?', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap-Revue Pratique des Sociétés*, 2023/1, 3.



werden daarbij als secundair of zelfs irrelevant beschouwd, zolang de onderneming binnen de grenzen van de wet opereerde. Tot het einde van de twintigste eeuw was deze opvatting diep verankerd in de economische en juridische denkbeelden.²³⁵ Opvallend is dat managers in de periode vóór de jaren 1980 zich vaak niet louter zagen als uitvoerders van aandeelhoudersbelangen, maar eerder als hoeders van de onderneming als geheel. In deze 'managerialist'-periode stond ondernemingsgroei centraal, en beschouwden bestuurders zichzelf als autonome actoren met een eigen verantwoordelijkheid ten aanzien van werknemers, klanten en de bredere economie.²³⁶

Vanaf de jaren 1990 tekende zich echter een fundamentele verschuiving af. De opkomst van institutionele beleggers vergrootte de druk op bedrijven om financieel rendement te leveren, terwijl de populariteit van aandelenopties als onderdeel van het managementloon de belangen van bestuurders en aandeelhouders dichter bij elkaar bracht. Shareholder value werd in dat klimaat niet langer als een bedreiging voor de ondernemingsautonomie gezien, maar als een instrument om prestaties te meten en belonen.²³⁷ Deze ontwikkeling leidde tot een versterking van het aandeelhoudersdenken als normatief en praktisch uitgangspunt van deugdelijk bestuur. De invloedrijke econoom Milton Friedman gaf een academische grondslag aan deze benadering in zijn vaak geciteerde uitspraak dat "the social responsibility of business is to increase its profits." Volgens Friedman hebben ondernemingen geen eigen maatschappelijke verantwoordelijkheid: enkel de aandeelhouders, als eigenaars, mogen bepalen waaraan middelen worden besteed. Elke vorm van maatschappelijke doelstelling werd door hem beschouwd als een ongeoorloofde vorm van belastingheffing zonder democratische legitimiteit.²³⁸

In de shareholder value-theorie staat het maximaliseren van aandeelhoudersrendement centraal. Waardeverhoging van aandelen en het uitkeren van dividenden zijn de voornaamste maatstaven voor succes. Andere

²³⁵ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4

²³⁶ Europese Commissie, 'Study on directors' duties and sustainable corporate governance', Brussel, juli 2020.

²³⁷ Europese Commissie, 'Study on directors' duties and sustainable corporate governance', Brussel, juli 2020.

²³⁸ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4; RAMANAN K., 'Friedman at 50: Is it still the social responsibility of business to increase profits?', *California management review*, 2020/62(3), 28.



belangen, zoals die van werknemers, klanten, of de omgeving, worden slechts in acht genomen voor zover zij bijdragen aan het realiseren van dit financiële doel. De aandeelhouder geniet in dit model absolute prioriteit; andere stakeholders zijn slechts instrumenteel relevant.²³⁹ Deze benadering is lange tijd dominant gebleven, vooral in de Angelsaksische wereld. In de Verenigde Staten werd ze uitgewerkt in academische en juridische literatuur, en vormde ze de basis voor vele corporate governance-hervormingen. Toch kwam deze zienswijze onder toenemende druk te staan, vooral na de financiële crisissen aan het begin van de 21e eeuw. De nadruk op kortetermijnwinsten leidde tot wat vaak wordt aangeduid als short-termism – het structureel verwaarlozen van langetermijninvesteringen en duurzaamheid ten voordele van onmiddellijke financiële rapportering. Daarnaast werd gewezen op gebrekkige governancepraktijken, waarbij managementbeslissingen vooral gericht waren op aandeelhouderswaarde, ten koste van robuuste bedrijfsvoering of maatschappelijke stabiliteit.²⁴⁰

In reactie hierop groeide de aandacht voor CSR en maatschappelijke waarden binnen het bedrijfsleven. De idee dat ondernemingen ook sociale doelstellingen kunnen en moeten nastreven, naast het winst nastreven, kreeg voet aan de grond. Hierdoor ontstond een spectrum van alternatieve visies, geïnspireerd door de stakeholdertheorie.²⁴¹

5.4 Theorieën over de invulling van het maatschappelijk doel in het ESG-tijdsperk

De dominantie van het shareholder value-model, waarin winstmaximalisatie voor aandeelhouders centraal stond, is in het licht van recente maatschappelijke en ecologische uitdagingen steeds meer onder druk komen te staan. Kritiek op 'short-termism', sociale ongelijkheid en ecologische uitputting leidde tot een heroriëntatie in het denken over de rol van ondernemingen. Vandaag groeit het besef dat bedrijven niet enkel economische actoren zijn, maar ook maatschappelijke spelers met verantwoordelijkheden tegenover een bredere groep belanghebbenden. Deze ontwikkeling heeft geleid tot de opkomst van alternatieve theorieën over het

²³⁹ O'CONNELL M., WARD A.M., 'Shareholder Theory/Shareholder Value' in IDOWU S., SCHMIDPETER R., CAPALDI N., ZU L., DEL BALDO M. & ABREU R. (eds), *Encyclopedia of Sustainable Management*. Springer, 2020, doi:10.1007/978-3-030-02006-4

²⁴⁰ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4

²⁴¹ *Ibid.*



maatschappelijk doel van een onderneming, waarin duurzaamheid, langetermijnwaarde en stakeholderverantwoordelijkheid centraal staan.

De stakeholdertheorie, oorspronkelijk geformuleerd door Edward Freeman²⁴², biedt een alternatief voor het traditionele aandeelhoudersmodel. Volgens deze benadering moet een onderneming waarde creëren voor álle belanghebbenden die invloed ondervinden van of invloed uitoefenen op haar activiteiten. Dit omvat niet alleen de aandeelhouders, maar ook de werknemers van de onderneming, haar klanten en leveranciers, lokale gemeenschappen en het milieu.²⁴³

Stakeholder denken impliceert dat ondernemingen hun strategieën, processen en besluitvorming afstemmen op een bredere set van belangen. Bedrijven worden zo niet enkel economische actoren, maar ook sociale instituten met verantwoordelijkheden tegenover de samenleving. De theorie stelt geen afwijzing van winst voor, maar bepleit een meer holistische benadering van waardecreatie waarin sociale, ecologische en economische doelen samengaan.²⁴⁴

Hoewel het in de praktijk uitdagend blijft om de belangen van alle stakeholders af te wegen, wint deze benadering terrein. Het is onder meer terug te vinden in ESG-criteria, waarin milieu (E), sociale aspecten (S) en governance (G) samenkomen in de beoordeling van ondernemingsprestaties. Zowel institutionele beleggers als consumenten leggen vandaag de dag steeds meer nadruk op stakeholderverantwoordelijkheid, wat het draagvlak voor deze theorie versterkt.²⁴⁵

5.4.1 Tussenmodellen: gematigde benaderingen

Tussen het strikte aandeelhoudersmodel en de brede stakeholdertheorie situeren zich verschillende gematigde benaderingen van een duurzaam maatschappelijk doel. Deze theorieën erkennen het belang van aandeelhouderswaarde, maar integreren tegelijk maatschappelijke doelstellingen in de kernstrategie van de onderneming. Hieronder worden drie van deze modellen besproken.

²⁴² FREEMAN R. E., 'Strategic Management: A Stakeholder Approach', Pitman Publishing, Boston, 1984.

²⁴³ DONALDSON T. & PRESTON L. E., 'The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications', *Academy of Management Review*, 1995/20(1), 65.

²⁴⁴ FREEMAN R. E., HARRISON J. S. & WICKS A. C., 'Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success', Yale University Press, 2007.

²⁴⁵ ECCLES R. G., & KLIMENKO S., 'The Investor Revolution', *Harvard Business Review*, 2019/97(3), 106.

5.4.1.1 *Enlightened Shareholder Value*

De theorie van 'enlightened shareholder value' (ESV) tracht een brug te slaan tussen het klassieke aandeelhoudersmodel en stakeholdermanagement. De centrale gedachte is dat ondernemingen het best waarde creëren op lange termijn door expliciet rekening te houden met de belangen van stakeholders, zonder de prioriteit van aandeelhoudersbelangen volledig los te laten. Winst blijft het einddoel, maar wordt nagestreefd via een geïntegreerde strategie die maatschappelijke en ecologische verantwoordelijkheden omvat.

Jensen beschreef ESV als een manier om de 'trade-offs' tussen economische en sociale doelen te overwinnen door langetermijnwelvaart te maximaliseren.²⁴⁶ In deze visie is stakeholderengagement geen doel op zich, maar een middel om duurzaam rendement te realiseren. Bedrijven die volgens ESV werken, investeren in zaken als werknemerswelzijn, ethische toeleveringsketens en milieubescherming, omdat deze op termijn bijdragen aan stabiliteit, reputatie en competitief voordeel.²⁴⁷

In België vindt deze benadering ondersteuning in bepaling 2.1 van de Belgische Code. Daarin wordt gesteld dat de vennootschap moet streven naar duurzame waardecreatie, en dat het bestuursorgaan een duidelijk engagement moet opnemen ten aanzien van haar maatschappelijk verantwoord doel.²⁴⁸

Voordelen van ESV zijn onder meer de compatibiliteit met bestaande juridische structuren en het behoud van een duidelijk strategisch ankerpunt (winst). Nadelen zijn de beperkte afdwingbaarheid van stakeholderbelangen aangezien deze heel gevarieerd kunnen zijn²⁴⁹ en het risico dat maatschappelijke doelen ondergeschikt blijven aan financiële motieven.

5.4.1.2 *Shareholder Welfare*

De shareholder welfare-theorie is een meer recente ontwikkeling en vertrekt vanuit de vaststelling dat aandeelhouders niet enkel winst, maar ook

²⁴⁶ JENSEN M. C., 'Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function', *Business Ethics Quarterly*, 2002/12(2), 235.

²⁴⁷ LOUGEE B. & WALLACE J., 'The corporate social responsibility (CSR) trend', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008/20(1), 96.

²⁴⁸ Bepaling 2.1, Belgische corporate governance code 2020.

²⁴⁹ FRANCOIS A. 'All we need is... purpose?', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap-Revue Pratique des Sociétés*, 2023/1, 3.

maatschappelijke en ecologische waarden belangrijk vinden. In plaats van aandeelhouders als zuiver financieel gedreven actoren te beschouwen, erkent deze benadering dat hun voorkeuren pluralistisch kunnen zijn.²⁵⁰ Shareholder welfare vereist dus dat ondernemingen niet alleen waarde creëren, maar ook rekening houden met de 'welzijnsfuncties' die aandeelhouders belangrijk vinden, zoals klimaatvriendelijke producten of sociale gelijkheid.²⁵¹

Deze theorie blijft formeel trouw aan het aandeelhoudersmodel, maar verruimt de interpretatie van hun belangen. Dat biedt ondernemingen de ruimte om sociaal verantwoord beleid te voeren, zolang dat in lijn ligt met de wensen van hun aandeelhouders.²⁵²

Voordelen van deze benadering zijn de flexibiliteit en het realisme: het erkent dat aandeelhouders niet louter financiële wezens zijn. Anderzijds kan men zich de vraag stellen in hoeverre dit voor een stabiel beleid zorgt. Het beleid zal namelijk afhangen van de veranderlijke aandeelhoudersvoorkeuren wat kan leiden tot een inconsistent beleid en gebrek aan een kader op deze voorkeuren op een coherente manier te meten.²⁵³

5.4.1.3 Shared Value

De theorie van 'shared value', ontwikkeld door Porter en Kramer stelt dat bedrijven economische en maatschappelijke waarde kunnen creëren door sociale problemen aan te pakken via hun kernactiviteiten.²⁵⁴ Anders dan CSR, dat vaak losstaat van de kernstrategie, integreert shared value maatschappelijke doelstellingen in het verdienmodel van de onderneming. Voorbeelden zijn het verduurzamen van de toeleveringsketen of het verbeteren van toegang tot gezondheidszorg als onderdeel van productontwikkeling.²⁵⁵

²⁵⁰ HART O. & ZINGALES L., 'Companies should maximize shareholder welfare not market value', *ECGI-Finance Working Paper*, 2017/521.

²⁵¹ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4

²⁵² HART O. & ZINGALES L., 'Companies should maximize shareholder welfare not market value', *ECGI-Finance Working Paper*, 2017/521.

²⁵³ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4.

²⁵⁴ PORTER M. & KRAMER M., 'Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism-And Unleash a Wave of Innovation and Growth', *Harvard Business Review*, 2011/3.

²⁵⁵ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4.



Shared value gaat uit van een synergetisch model waarin winst en maatschappelijke impact elkaar versterken. Dit vereist echter strategisch inzicht en innovatie, en veronderstelt dat sociale uitdagingen worden herkend als zakelijke opportuniteiten.²⁵⁶

Deze theorie is populair geworden als alternatief voor CSR, dat volgens critici te vrijblijvend is en onvoldoende verankerd in de kernstrategie van bedrijven. Toch is de theorie van shared value niet zonder kritiek. Zo zou het concept onvoldoende rekening houden met conflicterende belangen tussen stakeholders, zich baseren op een onrealistisch win-win-verhaal, en voorbijgaan aan het belang van afdwingbare juridische en ethische normen. Bovendien is het strategisch weinig coherent: echte maatschappelijke verandering vereist samenwerking en standaardisering, wat moeilijk te rijmen valt met concurrentieel voordeel voor individuele ondernemingen.²⁵⁷

5.5 Conclusie

In dit vijfde hoofdstuk werd stilgestaan bij een van de elementen die richting geeft aan het handelen van een onderneming, namelijk haar maatschappelijk doel dat een veruitwendiging is van haar bedrijfsfilosofie. Hoewel dit concept vanuit verschillende invalshoeken verschillend wordt ingevuld, is duidelijk dat de klassieke opvatting – waarin het creëren van winst ten voordele van de aandeelhouders centraal staat – onder druk is komen te staan. Door de groeiende maatschappelijke verwachtingen en bezorgdheden rond duurzaamheid is er geleidelijk een verschuiving merkbaar.

De opkomst van CSR en ESG heeft geleid tot alternatieve benaderingen van het maatschappelijk doel, waarbij de belangen van stakeholders en duurzaamheid een meer centrale plaats krijgen in de strategie en identiteit van ondernemingen. De klassieke aandeelhouderswaarde blijft niettemin relevant, maar wordt in toenevende mate aangevuld of herzien in het licht van bredere verantwoordelijkheden ten aanzien van andere stakeholders.

²⁵⁶ PORTER M. & KRAMER M., 'Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism-And Unleash a Wave of Innovation and Growth', *Harvard Business Review*, 2011/3.

²⁵⁷ ROSZKOWSKA-MENKES M., 'Porter and Kramer's (2006)"shared value"' In Idowu, S., Schmidpeter, R., Capaldi, N., Zu, L., Del Baldo, M., Abreu, R. (eds), *Encyclopedia of Sustainable Management*, Springer Cham., 2021, https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_393-1.

6 Aanbevelingen en verbeteringen aan de Belgische Code

Na een analyse van de huidige stand van zaken inzake ESG-integratie in de Belgische Code, werd in het tweede deel van deze thesis een fundament gelegd voor een transitie naar ESG als nieuwe bedrijfsfilosofie. Daarbij werd eerst onderzocht welke ESG-criteria momenteel ontbreken in de Belgische Code, en hoe een versterkte ESG-verankering kan bijdragen tot het aantrekken van duurzaam kapitaal. In het voorgaande hoofdstuk werd vervolgens stilgestaan bij het concept maatschappelijk doel als kerncomponent van de bedrijfsfilosofie, en hoe ESG hierin een richtinggevende rol kan spelen.

In dit afsluitende hoofdstuk worden de verschillende bevindingen uit de voorgaande delen samengebracht. Er wordt onderzocht op welke wijze de Belgische Code verder kan worden hervormd om ESG-principes dieper en structureler te integreren. Het doel is te formuleren hoe ESG kan uitgroeien tot de dominante leidraad binnen corporate governance en zo een meer prominente rol gaan innemen in het strategisch handelen van ondernemingen.

6.1 Nood aan verankering van ESG in de Belgische Code

De noodzaak om ESG-principes structureel te verankeren in corporate governance codes wordt steeds urgenter. Hoewel bepaalde duurzaamheidsaspecten reeds hun weg vonden naar bestaande governancekaders, blijft hun formulering vaak te algemeen en vrijblijvend, met onvoldoende normatieve kracht om effectieve gedragsverandering te bewerkstelligen.²⁵⁸ Bovendien ligt de focus van ondernemingsbestuur vandaag nog te vaak op kortetermijn financiële prestaties, met aandeelhoudersbelangen als primaire leidraad.²⁵⁹ Dit laat onvoldoende ruimte voor de belangen van andere stakeholders en miskent het belang van langetermijnwaardecreatie als kern van duurzame bedrijfsvoering.

In het licht van de Europese klimaatambities, de doelstellingen van het Parijsakkoord en de Agenda 2030 van de Verenigde Naties, is het des te

²⁵⁸ SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6.

²⁵⁹ *Ibid.*



noodzakelijker dat corporate governance codes fungeren als richtinggevend kader voor duurzaam strategisch ondernemingsbeleid.²⁶⁰ Zoals uit hoofdstuk 4 blijkt, tonen ondernemingen die ESG grondig hebben geïntegreerd niet alleen een grotere weerbaarheid tegen klimaat- en regelgevingsrisico's, maar beschikken zij ook over betere toegang tot kapitaal, lagere operationele kosten en sterkere marktpositionering.²⁶¹ Dit komt mede doordat investeerders, onder druk van maatschappelijke verwachtingen en veranderende voorkeuren van jongere generaties, ESG-criteria in toenemende mate verwerken in hun beslissingsproces.²⁶²

De vraag is dan ook niet óf ESG een plaats moet krijgen binnen het corporate governance framework, maar veeleer h^oe dit op coherente en effectieve wijze kan worden gerealiseerd. Enkel via duidelijke, afdwingbare en geïntegreerde richtlijnen kan ESG werkelijk uitgroeien tot de kern van moderne bedrijfsbesturing.

6.2 Aanbevelingen aan de Belgische Code

De noodzaak tot integratie van ESG binnen corporate governance staat vandaag dus buiten kijf. Zoals reeds besproken in hoofdstuk 3, is deze transitie ook in de Belgische Code ingezet. Onderzoek wijst echter uit dat de huidige integraties op internationaal niveau vaak te vaag en te generiek blijven. Hoofdstuk 4 toonde bovendien aan dat bepaalde essentiële ESG-criteria nog steeds ontbreken. Zo blijft de E-dimensie (milieu) onderbelicht, is de S-dimensie (sociaal) slechts algemeen ingevuld, en ontbreken binnen de G-dimensie (governance) verscheidene elementen die nochtans als belangrijk worden erkend in internationale richtlijnen.

In wat volgt, worden vijf concrete aanbevelingen geformuleerd om ESG sterker en effectiever te verankeren in de Belgische Code. Elke aanbeveling wordt afzonderlijk besproken en onderbouwd aan de hand van academische literatuur en de eigen bevindingen uit vorige hoofdstukken.

²⁶⁰ Akkoord van Parijs betreffende klimaatverandering van de Verenigde Naties, 12 december 2015.

²⁶¹ HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.

²⁶² DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>

6.2.1 Consistentie via een gedeeld begrippenkader

Een eerste aanbeveling betreft de uitbreiding van de terminologiesectie van de Belgische Code. De huidige Belgische Code beperkt de bestaande terminologische verduidelijking hoofdzakelijk tot structuurbegrippen, voornamelijk in functie van de interpretatie van bepalingen voor ondernemingen met een one-tier of two-tier bestuursstructuur. Zo worden termen als 'de raad', 'bestuurder', en 'CEO' omschreven²⁶³, maar ontbreken definities voor meer inhoudelijke kernbegrippen, met name begrippen die verband houden met de opkomst van duurzame governance en ESG-integratie. Hoewel het niet realistisch noch wenselijk is om elk concept in detail te definiëren, rijst de vraag of het in het licht van de vernieuwing van corporate governance niet noodzakelijk is om een aantal strategische begrippen wél op te nemen in een gedeelde begrippenset.

Het ontbreken van een coherent begrippenkader brengt immers risico's met zich mee. Wanneer sleutelbegrippen niet worden verduidelijkt, ontstaat ruimte voor uiteenlopende interpretaties en inconsistent beleid tussen ondernemingen. Dit kan afbreuk doen aan de praktische toepasbaarheid van de Belgische Code en bemoeilijkt vergelijkbaarheid en rapportering. Zo verwijst de Belgische Code meerdere keren naar het belang van 'stakeholders'²⁶⁴, zonder daarbij te duiden wie hiermee precies bedoeld wordt of hoe ondernemingen die groep moeten identificeren. Deze onduidelijkheid staat haaks op de roep naar transparantie en verantwoordingsplicht in het kader van duurzame bedrijfsvoering.

Dat dit geen louter Belgische lacune is, blijkt uit vergelijkend onderzoek. Slechts een beperkt aantal Europese corporate governance codes voorzien momenteel in definities van concepten als stakeholder, wat leidt tot gelijkaardige interpretatieproblemen op Europees niveau.²⁶⁵ Tegen die achtergrond lijkt het wenselijk dat de Belgische Code het voortouw neemt door begrippen die cruciaal zijn in het ESG-tijdperk, waaronder 'stakeholder', functioneel te definiëren. Nochtans benadrukt de Europese regelgeving het belang van een eenduidige invulling van het stakeholderbegrip. Zo verplicht de CSRD ondernemingen via een

²⁶³ Hoe gebruikt u de code 2020? – Terminologie, *Belgische corporate governance code 2020*.

²⁶⁴ Zie bepalingen 2.2 en 3.17, *Belgische corporate governance code 2020*.

²⁶⁵ SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünwald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6; TSAGAS, G., 'A proposal for reform of EU member states' corporate governance codes in support of sustainability', *Sustainability*, 2020/12(10), 4328.; SZABÓ D. G., 'Integrating corporate social responsibility in corporate governance codes in the EU', *European Business Law Review*, 2013/24(6).



dubbele materialiteit te bepalen wat de materiële thema's en wie hun stakeholders zijn en hoe met hen wordt gecommuniceerd.²⁶⁶ De ESRS, die de CSRD nader concretiseren, bevatten in ESRS 1 een uitgewerkte definitie van 'stakeholder' en maken daarbij een onderscheid tussen onder meer *getroffen stakeholders* en *gebruikers van duurzaamheidsverklaringen*.²⁶⁷ De CS3D hanteert in artikel 3, lid 1(b), eveneens een definitie van 'belanghebbenden', maar deze is beperkter van opzet en richt zich hoofdzakelijk op personen en groepen die worden geraakt door negatieve gevolgen in de waardeketen.²⁶⁸ Hoewel een algemene definitie in de Belgische Code compatibel dient te zijn met deze engere CS3D-bepaling om tegenstrijdigheden te vermijden, is het wenselijk om een ruimer, functioneel kader te hanteren naar analogie met de ESRS-definitie, zodat ook andere relevante stakeholders – zoals investeerders, klanten, wetenschappelijke instellingen of lokale gemeenschappen – worden meegenomen. De definitie dient namelijk voldoende richtinggevend te zijn om consistentie te bevorderen, maar tegelijk voldoende openblijven om te vermijden dat bepaalde stakeholders, zoals lokale gemeenschappen of kwetsbare groepen in de toeleveringsketen, onbedoeld worden uitgesloten.

Daarnaast beveelt wetenschappelijk onderzoek aan om eveneens abstractere maar steeds belangrijkere begrippen zoals 'planetaire grenzen' terminologisch te verankeren. Deze term verwijst naar het wetenschappelijk concept waarbij negen ecologische grenzen worden onderscheiden die de draagkracht van het aardse systeem definiëren.²⁶⁹ Een duidelijke verwijzing naar deze wetenschappelijke basis kan ondernemingen helpen bij het duiden van ecologische risico's binnen hun strategieën en rapportering.

Het opnemen van dergelijke definities draagt niet alleen bij aan de verduidelijking van de ESG-principes in de Belgische Code, maar bevordert ook de praktische toepasbaarheid, de transparantie en de verantwoording van ondernemingen. Zo wordt het fundament gelegd voor een meer coherente en toekomstgerichte interpretatie van duurzame corporate governance in België.

²⁶⁶ Art 19bis CSRD.

²⁶⁷ Titel 3.1, lid 22, ESRS 1

²⁶⁸ Art. 3, lid 1, n) CS3D.

²⁶⁹ ROCKSTRÖM J., STEFFEN W., NOONE K., e.a., 'Planetary boundaries: exploring the safe operating space for humanity', *Ecology and society*, 2009/14(2). ; TSAGAS, G., 'A proposal for reform of EU member states' corporate governance codes in support of sustainability', *Sustainability*, 2020/12(10), 4328.

6.2.2 Een duurzaam corporate purpose: een principe apart

In hoofdstuk 5 werd dieper ingegaan op het concept van het maatschappelijk doel van ondernemingen en dat binnen het ESG-tijdsperk hierdoor wordt beïnvloed. Het ondernemingsdoel is immers de formele uitdrukking van de onderliggende bedrijfsfilosofie. Hoewel deze filosofie uiteraard in het hele ondernemingsleven ingebed zit, zoals in strategievorming, investeringsbeslissingen en risicobeheer, vormt het maatschappelijke doel het expliciete ankerpunt dat richting en legitimiteit biedt aan deze processen. Een helder geformuleerd doel functioneert dan ook als leidraad bij het maken van keuzes en het afwegen van belangen, en vormt zo de kern van duurzaam ondernemingsbestuur.

De Europese regelgeving versterkt het belang van een duidelijke doelstelling, zij het vaak in een rapportagecontext. De CSRD verplicht ondernemingen om vast te leggen wat hun doelstellingen zijn, hoe deze zullen worden bereikt, en hierover te rapporteren.²⁷⁰ De CS3D legt bijkomend verplichtingen op inzake de identificatie tot mitigatie van negatieve effecten in de waardeketen.²⁷¹ Deze kaders hebben een belangrijk normerend effect, maar zijn in essentie reactief: zij zien op verslaggeving over reeds genomen of lopende maatregelen. Hierdoor kan de vraag worden gesteld in hoeverre dergelijke verplichtingen leiden tot een loutere nalevingshouding, in plaats van tot een doel gedreven strategische aansturing.

In de Belgische Code is het maatschappelijk doel slechts impliciet aanwezig. In bepaling 2.1 wordt bepaald dat de raad moet streven naar “duurzame waardecreatie op lange termijn”²⁷², wat kan worden herleid tot het Enlightened Shareholder Value-model (ESV), waarin aandeelhouderswaarde wordt nagestreefd mét oog voor bredere maatschappelijke factoren.²⁷³ Men kan echter de vraag stellen of deze benadering voldoende robuust is om ESG-uitdagingen structureel te integreren.

Vandaag blijft het maatschappelijk doel in de Belgische Code echter verweven in andere bepalingen en komt het slechts sporadisch voor in de taakomschrijving van de raad. Dit fragmentarisch karakter ondermijnt het potentieel van een doelstelling

²⁷⁰ Art. 19bis, lid 2, b) CSRD.

²⁷¹ Art. 8 -11 CS3D.

²⁷² Bepaling 2.1, Belgische corporate governance code 2020.

²⁷³ FERRARINI G., ‘Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer’ in Busch D., Ferrarini G. & Grünwald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4.



als dragend principe. In vergelijking met de Britse Code, die het formuleren van een duidelijk maatschappelijk doel als expliciete verplichting oplegt²⁷⁴, blijft de Belgische benadering terughoudend. Deze onderbenutting van het concept vormt een gemiste kans, gelet op het potentieel van een welomlijnd ondernemingsdoel als leidraad voor ESG-integratie en stakeholderafweging.

Daarom wordt voorgesteld om het maatschappelijk doel als een apart governanceprincipe te verankeren in de Belgische Code. Een afzonderlijk principe creëert meer coherentie in het governancekader en biedt een duidelijke kapstok waaraan andere principes, zoals risicobeheer, beloningsbeleid of stakeholderdialog, kunnen worden opgehangen. Daarnaast biedt het houvast aan investeerders en het bredere publiek, die steeds meer belang hechten aan de maatschappelijke relevantie van ondernemingen.

De formulering van het doel zelf kan hierbij ambitieuzer worden ingevuld dan de huidige ESV-benadering, zodat ecologische en sociale grenzen expliciet worden geïntegreerd. Inspiratie kan worden gevonden in het Franse model van de *société à mission*, ingevoerd via de *Loi Pacte* (2019), waarin ondernemingen statutair een maatschappelijk doel vastleggen en dit onder externe toetsing plaatsen.²⁷⁵ Ook het rapport van de British Academy wijst in die richting, en stelt een nieuw kompas voor waarbij *purpose* wordt gedefinieerd als: *to create profitable solutions for the problems of people and planet, while not profiting from creating problems for either*.²⁷⁶

Concreet zouden ondernemingen worden aangemoedigd om een duurzaam, helder en maatschappelijk ingebed doel te formuleren, dit publiek te communiceren en jaarlijks te reflecteren op de afstemming tussen dit doel en hun strategie. Zo kan het maatschappelijk uitgroeien tot een structurele hefboom voor langetermijndenken en duurzaam ondernemingsbeleid.

6.2.3 Instellen van een duurzaamheidscomité

Een derde aanbeveling betreft de oprichting van een ESG-comité dat op bestuursniveau toeziet op de integratie van duurzaamheidsdoelstellingen binnen

²⁷⁴ Section 1, Principle B, UK Corporate Governance Code 2024.

²⁷⁵ Art. 176 *Loi Pacte*

²⁷⁶ The British Academy, *'Policy & Practice for purposeful business. The final report of the Future of the Corporation programme'*, Br. Acad. 2021, 58 p. (www.thebritishacademy.ac.uk/publications/policy-and-practice-for-purposeful-business/).



alle aspecten van de bedrijfsvoering. De Belgische code voorziet in principe 4 reeds in de oprichting van verschillende gespecialiseerde comités, met name het auditcomité, het benoemingscomité en het remuneratiecomité. Het auditcomité is belast met het toezicht op financiële rapportering, risicobeheer en de opvolging van aanbevelingen van de externe auditor.²⁷⁷ Nochtans wordt er geen expliciete verwijzing gemaakt naar niet-financiële risico's of duurzaamheidsoverwegingen, hoewel deze in het licht van ESG-criteria als essentieel worden beschouwd voor het langetermijnsucces van ondernemingen.

De CSRD verplicht ondernemingen om te rapporteren over de rol van bestuurs- en toezichtsorganen bij duurzaamheidskwesties.²⁷⁸ De ESRS GOV-1 concretiseren dit door te vereisen dat ondernemingen toelichten welk bestuursorgaan verantwoordelijk is voor duurzaamheid, hoe dit toezicht wordt ingevuld en met welke frequentie het onderwerp wordt besproken.²⁷⁹ De CS3D gaat verder door te bepalen dat de ondernemingen hun activiteiten en die van hun dochterondernemingen of zakenpartners te evalueren en daarbij moeten toezien dat negatieve effecten op passende wijze worden vastgesteld, worden beperkt of beëindigd.²⁸⁰ Een specifiek comité wordt hierin niet benoemd.

Internationale governancepraktijken bieden geen eenduidige oplossing: hoewel sommige codes verwijzen naar een "ethics committee" of een ruimere invulling van het risicobeheer²⁸¹, blijft het expliciet institutionaliseren van ESG-toezicht vaak achterwege. Net daarom kan het aanstellen van een apart ESG-comité, al dan niet gecombineerd met het auditcomité, een concrete versterking vormen van het bestaande governancekader. Een dergelijk comité zou verantwoordelijk zijn voor het structureel bewaken van de voortgang richting de duurzaamheidsdoelstellingen van de onderneming, met inbegrip van het respecteren van planetaire en sociale grenzen zoals gedefinieerd in het eerder benoemde gedeeld begrippenkader. In lijn met de verplichtingen uit CSRD en ESRS GOV-1 zou het comité toezien op de governancestructuur voor

²⁷⁷ Principe 4, Belgische corporate governance code 2020.

²⁷⁸ Art. 19bis, lid 2, c) CSRD

²⁷⁹ ESRS 2 GOV-1

²⁸⁰ Art. 15 CS3D

²⁸¹ SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6; OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>



duurzaamheid en de consistentie tussen strategie, doelstellingen en rapportage. Daarnaast zou het invulling geven aan de zorgvuldigheidsverplichtingen van artikel 15 CS3D, door periodiek de eigen activiteiten, die van dochterondernemingen en relevante zakenpartners te evalueren. Deze evaluaties zouden zowel kwalitatieve als kwantitatieve indicatoren omvatten en gericht zijn op het identificeren, voorkomen, mitigeren en beëindigen van negatieve effecten, alsook het minimaliseren van hun omvang. Op basis van de resultaten dient het comité, in overleg met het bestuur, het ESG-beleid te actualiseren, nieuwe passende maatregelen te formuleren en te waarborgen dat deze effectief worden geïntegreerd in strategische keuzes, operationele processen en beloningssystemen. Daarmee fungeert het comité als schakel tussen de proactieve strategische aansturing van duurzaamheid en de naleving van de rapportage- en zorgvuldigheidsverplichtingen uit de Europese regelgeving.

Cruciaal daarbij is dat deze verantwoordelijkheid verankerd wordt op het hoogste bestuursniveau, zodat ESG geen box-ticking-oefening blijft, maar daadwerkelijk deel uitmaakt van het besluitvormingsproces van de onderneming.

6.2.4 Versterken van de bestaande ESG-verwijzingen

In hoofdstuk 3 werd geanalyseerd in welke mate ESG-criteria reeds een plaats innemen in de Belgische Code. Daaruit bleek dat verschillende duurzaamheid gerelateerde elementen, zij het in wisselende mate van detail, zijn opgenomen.²⁸² Zo verwijst de Belgische Code expliciet naar duurzame waardecreatie als centrale doelstelling voor de raad van bestuur (bepaling 2.1), ethisch leiderschap (bepaling 2.1), het afwegen van stakeholdersbelangen (bepaling 2.2), diversiteit en professionele ontwikkeling van bestuurders (bepalingen 2.23, 3.3 en 5.12), interne controle- en risicobeheer (principe 4), transparantie en onafhankelijkheid (principes 5 en 6), een meldingskanaal voor onregelmatigheden (bepaling 4.13), en het beloningsbeleid (principe 7).²⁸³

Hoewel deze bepalingen aantonen dat ESG-aspecten reeds verankerd zijn in de Belgische Code, duidt onderzoek aan dat de integratie vaak nog te vaag blijft.²⁸⁴ Deze vaagheid belemmert een effectieve toepassing in de praktijk en laat ruimte

²⁸² Zie hoofdstuk 3 van deze thesis voor de analyse.

²⁸³ Belgische Corporate Governance code 2020.

²⁸⁴ SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünwald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6.



voor uiteenlopende interpretaties. Anderzijds toont empirisch onderzoek aan dat een diepgaande en consistente integratie van ESG-factoren in het governancekader bijdraagt aan een verbeterde toegang tot kapitaalmarkten, een sterkere reputatie en een lagere kapitaalkost voor ondernemingen.²⁸⁵

Teneinde de integratie van ESG-criteria in de Belgische Code te versterken en tegelijkertijd rechtszekerheid te waarborgen, verdient het aanbeveling om de Belgische Code expliciet in samenhang met de Europese duurzaamheidsregelgeving, zoals de CSRD en CS3D, te brengen. Zo kan het beloningsbeleid worden gekoppeld aan niet-financiële KPI's die corresponderen met de duurzaamheidsrapportageverplichtingen van de CSRD, waarmee de bestuursverantwoordelijkheid wordt versterkt. Diversiteitscriteria moeten breder worden geformuleerd zodat ook generationele diversiteit wordt nagestreefd alsook diversiteit in (professionele) achtergronden. Deze diversiteit dient verder ook doorgetrokken te worden naar zodat het ook op managementniveau en andere sleutelposities aandacht krijgt. Ook het principe van professionele ontwikkeling zou kunnen worden uitgebreid naar sleutelfiguren buiten de raad van bestuur, zodat ESG-capaciteit in de volledige organisatie wordt verankerd. Tot slot kan stakeholderbetrokkenheid sterker worden verankerd. In plaats van een loutere raadpleging zou het streven moeten zijn naar transparante communicatie én een structurele afweging van stakeholderbelangen bij strategievorming en risicobeheer.

Wel dient bij deze concretisering gewaakt te worden over de normatieve grenzen van de Belgische Code. Als soft law-instrument biedt de Belgische Code richting zonder bindende kracht. Er moet dus vermeden worden dat hard law-verplichtingen impliciet worden opgelegd via principes, wat kan leiden tot tegenstrijdigheden of rechtsonzekerheid. De aanbeveling bepleit daarom geen verstrenging, maar een verduidelijking en versterking van reeds bestaande bepalingen, in lijn met de rol en functie van de Corporate Governance Code binnen het Belgische rechtskader.

²⁸⁵ HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.; Zie hoofdstuk 4 van deze thesis.

6.2.5 Integreren van de ontbrekende ESG-criteria

In hoofdstuk 4 werd op basis van een lacuneanalyse onderzocht welke ESG-criteria momenteel nog niet of onvoldoende geïntegreerd zijn in de Belgische Code. Daarbij werd enerzijds rekening gehouden met het soft law-karakter van de Belgische Code, en anderzijds met de inhoud en reikwijdte van internationale kaders zoals de ESRS. Deze vergelijking bracht vijf inhoudelijke clusters aan het licht die als ontbrekend kunnen worden beschouwd binnen het huidige governancekader: klimaatstrategie, social due diligence (waaronder ketenverantwoordelijkheid), lobbytransparantie, corruptiepreventie en data-ethiek. De integratie van deze thema's zou bijdragen tot een meer sluitende en toekomstgerichte ESG-benadering binnen het Belgisch corporate governancebeleid.

Een eerste en cruciaal ontbrekend criterium betreft de klimaatstrategie. Dit begrip omvat zowel klimaatmitigatie als klimaatadaptatie. Concreet verwijst het naar het geheel van beleidskeuzes, maatregelen en governancepraktijken waarmee ondernemingen systematisch omgaan met de risico's en opportuniteiten die gepaard gaan met klimaatverandering. Enerzijds vereist dit het beperken van de uitstoot van broeikasgassen en het reduceren van de ecologische voetafdruk van de onderneming (mitigatie), anderzijds gaat het om het anticiperen op en aanpassen aan fysieke klimaatrisico's, zoals overstromingen, droogte of verstoringen in de toeleveringsketen (adaptatie).²⁸⁶

De CSRD vereist dat ondernemingen uitgebreide duurzaamheidsinformatie rapporteren, waaronder gedetailleerde klimaatgegevens, op basis van wetenschappelijk onderbouwde standaarden zoals de ESRS E1 over klimaatverandering.²⁸⁷ De richtlijn benadrukt zowel mitigatie als adaptatie, waarbij het bestuursorgaan verantwoordelijk is voor de integratie van klimaatrisico's en -kansen in de bedrijfsstrategie en governance. Verder vereist de CS3D dat ondernemingen passende zorgvuldigheid toepassen om negatieve gevolgen van haar activiteiten vast te stellen, beoordelen, voorkomen of beëindigen en indien nodig herstellen.²⁸⁸ Dit omvat ook negatieve milieueffecten.²⁸⁹ Om aan deze Europese eisen tegemoet te komen, verdient het aanbeveling dat de Belgische

²⁸⁶ ESRS E1 tabel 1.

²⁸⁷ Art. 19bis, lid 2, a) CSRD

²⁸⁸ Art. 8, 10-12 CS3D.

²⁸⁹ Art. 3, lid 1, d) CS3D.



Code expliciet een bepaling omvat dat ondernemingen verplicht een klimaatstrategie te ontwikkelen, implementeren en periodiek te evalueren, conform de vereisten van de CSRD en de ESRS. Het opnemen van een klimaatstrategie in de Belgische Code zou op meerdere niveaus kunnen worden verwezenlijkt. In de eerste plaats ligt het voor de hand om deze expliciet te integreren in het nieuw voorgestelde governanceprincipe rond maatschappelijk doel (zie aanbeveling 2), waarin de doelstelling van de onderneming in relatie tot duurzaamheid centraal wordt gesteld. Daarnaast kan in het bestaande principe 2, onder de rubriek 'strategie', een aanvullende bepaling worden opgenomen waarin ondernemingen worden aangemoedigd om een concrete klimaatstrategie te ontwikkelen en periodiek te herevalueren.

Het nieuwe ESG-comité, zoals voorgesteld in aanbeveling 3, zou de verantwoordelijkheid kunnen dragen om toezicht te houden op de implementatie en naleving van deze strategie. Daarbij moet worden gewaarborgd dat de strategie in overeenstemming is met wetenschappelijk onderbouwde planetaire grenzen, zoals omschreven in het begrippenkader (zie aanbeveling 1). Op die manier kan klimaatstrategie verankerd worden als structureel onderdeel van duurzaam ondernemingsbestuur.

Een tweede essentieel ESG-criterium dat in de Belgische code ontbreekt, betreft *social due diligence*. Zoals in hoofdstuk 4 werd aangetoond, gaat dit concept verder dan interne gedragscodes of ethisch leiderschap: het veronderstelt een systematische identificatie, beoordeling en opvolging van sociale risico's binnen het personeelsbestand, de waardeketen en de bredere maatschappelijke context.²⁹⁰ De CS3D introduceert een wettelijke due diligence-plicht voor grote ondernemingen, gericht op het identificeren, voorkomen en mitigeren van negatieve impact op mensenrechten en milieu in hun waardeketen.²⁹¹ Dit gaat verder dan klassieke compliance en omvat ook maatschappelijke risico's binnen en buiten de onderneming. De Belgische Code zou, in lijn met artikel 6 van de CS3D²⁹², een beginsel moeten opnemen dat ondernemingen een systematisch social due diligence-beleid voeren en sociale risico's, zowel binnen als buiten de

²⁹⁰ FOD Economie, 'Wat is due diligence voor ondernemingen', 2021, https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/een-onderneming-beheren-en/maatschappelijk-verantwoord/wat-due-diligence-voor?utm_source=chatgpt.com

²⁹¹ Art. 7 - 11 CS3D

²⁹² Art 6. CS3D



eigen organisatie, integraal betrekken bij de strategische besluitvorming, bijvoorbeeld door een uitbreiding van bepaling 2.2 over stakeholderbetrokkenheid.²⁹³ Het nieuw voorgestelde ESG-comité (zie aanbeveling 3) zou tevens toezicht kunnen houden op dit proces. Zo wordt social due diligence niet alleen een operationele of compliance verantwoordelijkheid, maar erkend als een kernaspect van strategisch bestuur en verantwoord ondernemerschap.

Een derde cluster van ontbrekende ESG-criteria betreft de afwezigheid van expliciete bepalingen over corruptiepreventie en lobbytransparantie in de Belgische Code. Hoewel de Belgische Code inzet op ethisch handelen, integriteit en transparantie, blijft de aanpak van corruptierisico's grotendeels impliciet. Internationale kaders zoals de OESO Guidelines²⁹⁴ en de ESRS G1²⁹⁵ beschouwen corruptiepreventie evenwel als een fundamenteel element van goed bestuur. De CSRD vereist bijvoorbeeld dat ondernemingen hier over rapporteren, meer bepaald hoe zij corruptie en omkoping tegengaan.²⁹⁶ Binnen de Belgische Code zijn wel bouwstenen aanwezig, zoals meldprocedures (bepaling 4.13) en gedragscodes (bepaling 2.18), maar een systematische benadering van corruptie als strategisch governancevraagstuk ontbreekt. Ook lobbytransparantie blijft afwezig. Internationale standaarden benadrukken dat openheid over beleidsbeïnvloeding, lidmaatschappen in belangengroepen en politieke bijdragen essentieel is voor publieke verantwoording en stakeholdervertrouwen. Specifiek vereist ook hier de CSRD dat ondernemingen rapporteren over hoe zij haar politieke invloed uitoefent en haar lobbyactiviteiten.²⁹⁷ In tegenstelling tot deze aanbevelingen voorziet de Belgische Code in geen enkele rapportering of gedragslijn over lobbyactiviteiten, ondanks de reputatierisico's die ermee gepaard kunnen gaan.

Gelet op de nauwe band tussen beide thema's en de gedragsverwachtingen van bestuurders, ligt integratie binnen principe 6 voor de hand. Dit principe beklemtoont het belang van een onafhankelijke geest, integriteit en het

²⁹³ Principe 2, Belgische corporate governance code 2020.

²⁹⁴ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

²⁹⁵ ESRS G1.

²⁹⁶ Art. 29ter, lid 2, c), iii) CSRD.

²⁹⁷ Art. 29ter, lid 2, c), iv) CSRD.



vennootschapsbelang. Een aanvullende bepaling kan ondernemingen aanmoedigen om een expliciet anticorruptiebeleid te formuleren en openheid te bieden over lobbyactiviteiten. Het voorgestelde ESG-comité (zie aanbeveling 3) kan hierbij toezien op naleving en verslaggeving. Op die manier worden ook corruptiepreventie en lobbytransparantie structureel ingebed in het bestuursproces.

Een laatste ontbrekend ESG-criterium betreft data-ethiek en digitale governance. Zoals in hoofdstuk 4 werd vastgesteld, bevat de Belgische Code geen enkele verwijzing naar verantwoord datagebruik, IT-beleid of ethische risico's van digitalisering. Dit vormt een leemte in een tijd waarin digitale processen steeds centraler staan binnen strategie, risicobeheer en stakeholdervertrouwen. Europese kaders zoals de NIS2-richtlijn²⁹⁸ en ESRS G1²⁹⁹ leggen nadruk op cyberveiligheid, datatransparantie en risicobeheersing, terwijl de AVG het belang benadrukt van transparantie³⁰⁰ en verantwoording³⁰¹ bij het gebruik van persoonsgegevens.

Om dit te verankeren binnen het Belgische governancekader, kan binnen principe 2 een aanvullende bepaling worden opgenomen die ondernemingen aanmoedigt om een digitale strategie te ontwikkelen waarin aandacht wordt besteed aan data-ethiek, cyberveiligheid en IT-risico's. Dit omvat zowel het verzamelen en verwerken van gegevens, als het verantwoord toepassen van technologieën met maatschappelijke impact. Ook het ESG-comité (zie aanbeveling 3) kan hierin een toezichthoudende rol spelen. Op die manier wordt erkend dat digitalisering niet louter een operationeel vraagstuk is, maar ook een strategisch en ethisch governance-onderdeel vormt.

6.3 Conclusie

Hoewel ESG-aspecten reeds in zekere mate geïntegreerd zijn in de Belgische Code, toont onderzoek aan dat een diepgaandere verankering niet alleen maatschappelijk wenselijk is, maar ook economisch verantwoord. Bedrijven die ESG structureel integreren, blijken doorgaans te profiteren van lagere

²⁹⁸ NIS2 richtlijn

²⁹⁹ ESRS.

³⁰⁰ Overweging 58 (The principle of transparency), AVG.

³⁰¹ Art 5, lid 2 AVG.



kapitaalkosten, verhoogde aantrekkelijkheid voor investeerders en een grotere langetermijnwaardecreatie.³⁰²

De bestaande bepalingen in de Belgische Code zouden daarom versterkt moeten worden, waarbij ontbrekende ESG-elementen aanvullend worden geïntegreerd. Daarnaast verdient het aanbeveling het begrippenkader van de Belgische Code te verruimen. Dit kan onder meer door het expliciteren van sleutelconcepten zoals 'stakeholders' en het opnemen van het principe van planetaire grenzen.

Voorts wordt voorgesteld een afzonderlijk principe op te nemen dat het maatschappelijk doel van ondernemingen richt op duurzame waardecreatie en eventueel een verdergaand begrip. Tot slot kan een gespecialiseerd ESG-comité, al dan niet gecombineerd met het bestaande auditcomité, de governancestructuur versterken door toezicht te houden op de integratie en verwezenlijking van ESG-doelstellingen. Deze aanbevelingen beogen een systemische verankering van duurzaamheid als fundamenteel onderdeel van de bedrijfsfilosofie.

Conclusie

Het doel van dit rechtswetenschappelijk onderzoek was tweeledig: enerzijds wordt onderzocht in hoeverre ESG-criteria reeds aanwezig zijn in de Belgische Code, en anderzijds werd nagegaan hoe de Belgische Code aangepast kan worden zodat ESG niet langer slechts een beoordelingsinstrument vormt, maar daadwerkelijk geïntegreerd wordt in de bedrijfsfilosofie van ondernemingen. Dit onderzoek, dat ontwerpgericht van aard is, situeert zich binnen het domein van het economisch recht en vertrekt vanuit de overtuiging dat duurzaamheid en ondernemen met ESG-waarden vandaag geen vrijblijvende keuzes meer zijn, maar een noodzakelijke hervorming van het ondernemingsrecht vergen.

De relevantie van dit onderzoek is zowel juridisch als maatschappelijk significant. ESG is een concept dat zich de voorbije decennia ontwikkeld heeft van een activistische ethiek tot een juridische realiteit, sterk gestuwd door Europese

³⁰² HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.



regelgeving zoals de CSRD, SFDR, EU-taxonomie en de CS3D.³⁰³ Tegelijk groeit ook de druk vanuit de financiële markten, investeerders en het maatschappelijk middenveld om ESG-criteria niet langer louter als rapporteringsvereisten te behandelen, maar als strategisch kompas voor lange-termijnwaardecreatie. De Belgische Code staat in dit spanningsveld centraal als instrument dat ondernemingsbestuur richting geeft. De vraag hoe en in welke mate ESG daarin geïntegreerd is, raakt dus aan de kern van het duurzaam ondernemingsrecht.

De centrale onderzoeksvraag kan worden opgesplitst in twee luiken:

- Welke ESG-criteria zijn reeds geïmplementeerd in de Belgische Code?
- Hoe kan de Belgische Code worden aangepast zodat ESG daadwerkelijk de nieuwe bedrijfsfilosofie van ondernemingen wordt?

Om deze dubbele vraag te beantwoorden, is de thesis opgedeeld in twee grote delen. Elk deel werd opgebouwd rond een set van deelvragen die stapsgewijs toelieten om tot een gefundeerd en genuanceerd antwoord te komen.

Deel I: ESG en de Belgische Corporate Governance Code – status quo

Het eerste deel van dit onderzoek had tot doel om te verhelderen wat het ESG-concept juridisch inhoudt, hoe het verankerd is in (inter)nationale regelgeving, en hoe de Belgische Code daarmee omgaat. Hoofdstuk 1 bracht de historische en normatieve context van ESG in kaart. ESG vindt zijn oorsprong in ethisch investeren, maar heeft zich intussen ontwikkeld tot een gelaagd beoordelingskader met juridische implicaties, gevoed door Europese wetgeving. In België werd dit kader geïmplementeerd via verschillende richtlijnen (CSRD en CS3D) en verordeningen (Taxonomieverordening en SFDR), die deels rechtstreeks, deels via omzetting werken.³⁰⁴

In hoofdstuk 2 werd de Belgische Code zelf geanalyseerd. De Belgische Code vormt sinds haar invoering een essentieel instrument voor het ondernemingsbestuur bij

³⁰³ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.; PWC, 'ESG regulatory landscape: Driving business change to protect people and the planet', <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/regulatory-landscape.html> (geraadpleegd op 16/02/2025);
BOURGUIGNON G. & DICTUS T., 'ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape', Clearly Gottlieb, 2021.

³⁰⁴ POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.



beursgenoteerde ondernemingen. Haar soft law-karakter, gebaseerd op het “comply or explain”-principe, laat ruimte voor contextspecifieke invulling, maar vereist transparantie en verantwoording.³⁰⁵ Onderzoek toont aan dat de Belgische Code overwegend wordt nageleefd, al blijft er ruimte voor verdieping, met name inzake beloningsbeleid en kwalitatieve argumentatie bij afwijkingen.³⁰⁶

Hoofdstuk 3 ging vervolgens na in welke mate ESG-principes reeds gereflecteerd worden in de huidige Belgische Code. Deze analyse, gebaseerd op het ESRS-kader, bracht aan het licht dat de Governance-dimensie (G) sterk vertegenwoordigd is, via principes zoals onafhankelijkheid, transparantie, auditstructuren en klokkenluidersprocedures. De Social-dimensie (S) krijgt enige aandacht via bepalingen over diversiteit en stakeholderdialoog, maar mist bindende kracht. De Environment-dimensie (E) blijft het minst ontwikkeld, beperkt tot enkele vage verwijzingen. De conclusie van dit eerste deel luidt dan ook als volgt: ESG is wel degelijk aanwezig in de structuur van de Belgische Code, maar slechts gedeeltelijk, ongelijkmatig en onvoldoende expliciet.

Deel II: Naar een nieuwe bedrijfsfilosofie — voorstellen voor versterking

In het tweede deel van de thesis werd de blik gericht op de toekomst. Welke elementen ontbreken vandaag in de Belgische Code, en hoe kan een structurele verankering van ESG als bedrijfsfilosofie vorm krijgen?

Hoofdstuk 4 bracht de lacunes in kaart. Onder de E-dimensie ontbreken concrete strategieën inzake klimaat, ecologische risicobeheersing en rapportering. De S-dimensie mist een benadering die sociale due diligence over de hele waardeketen integreert. Zelfs binnen de G-dimensie zijn er hiaten, zoals rond gegevensethiek, lobbytransparantie en anticorruptiebeleid. Tegelijk bevestigt de literatuur dat bedrijven die ESG structureel implementeren, toegang krijgen tot interessantere financiering, minder risicovol worden gepercipieerd, en beter voorbereid zijn op regelgevende en ecologische schokken.³⁰⁷ ESG biedt dus niet alleen maatschappelijke, maar ook economische meerwaarde.

³⁰⁵ CNOPS G., ‘*Hebben corporate governance codes nog zin?*’, masterproef Ugent, 2024.

³⁰⁶ GUBERNA en VBO, ‘*Studierapport: Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020*’, 2023.

³⁰⁷ HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., ‘Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here’s why’ *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.



In hoofdstuk 5 werd stilgestaan bij het fundament waarop ESG kan worden verankerd: het maatschappelijk doel. De klassieke aandeelhouderswaarde-theorie staat onder druk. Nieuwe benaderingen, zoals Enlightened Shareholder Value en Shared Value, schuiven een bredere verantwoordelijkheid naar voor, met aandacht voor stakeholders en maatschappelijke impact.³⁰⁸ Deze evolutie impliceert dat de bedrijfsfilosofie opnieuw gedefinieerd moet worden, en dat governance-instrumenten, zoals de Belgische Code, die verschuiving moeten faciliteren.

Ten slotte werden in hoofdstuk 6 concrete aanbevelingen geformuleerd: het expliciteren van ontbrekende ESG-elementen, versterken van de reeds geïntegreerde elementen, het uitbreiden van het begrippenkader (bv. rond stakeholders en planetaire grenzen)³⁰⁹, het invoeren van een ESG-comité binnen de bestuursstructuur³¹⁰ en vooral het toevoegen van een apart principe dat een versterkte duurzame waardecreatie als richtsnoer stelt voor het maatschappelijk doel als veruitwendiging van de bedrijfsfilosofie. Deze voorstellen beogen een cultuuromslag: van externe rapporteringsdruk naar interne overtuiging, van naleving naar identiteit.

Reflectie en aanbevelingen voor vervolgonderzoek

Zoals elk onderzoek kent ook deze thesis haar beperkingen. Enerzijds werd de focus bewust beperkt tot België, wat toeliet om diepgaand te analyseren binnen één nationaal kader. Anderzijds gaat daarmee ook de kans verloren om verschillen en parallellen met andere landen te belichten. Een rechtsvergelijkend onderzoek met buurlanden of landen met vooruitstrevende governance codes zou bijkomende perspectieven kunnen aanreiken over hoe ESG daadwerkelijk vertaald wordt in soft law-instrumenten.

Daarnaast baseerde dit onderzoek zich uitsluitend op literatuurstudie en juridische analyse. Interviews met bedrijfsleiders, investeerders of bestuurders zouden waardevolle praktijkinzichten kunnen opleveren over de feitelijke implementatie

³⁰⁸ FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4

³⁰⁹ TSAGAS, G., 'A proposal for reform of EU member states' corporate governance codes in support of sustainability', *Sustainability*, 2020/12(10), 4328.

³¹⁰ SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6.



en beleving van ESG. Hoe wordt ESG geïnterpreteerd in raden van bestuur? Welke obstakels worden ervaren? Waar liggen kansen voor versterking? Een kwalitatieve benadering zou deze vragen kunnen beantwoorden.

Toch heeft dit verkennend onderzoek, ondanks deze beperkingen, waardevolle inzichten opgeleverd over de huidige positie van ESG in het Belgische governancekader en de weg naar versterking. De structurele analyse van de Belgische Code via het ESRS-kader, gekoppeld aan theoretische reflecties over het maatschappelijk doel, laat toe om gefundeerde en bruikbare aanbevelingen te doen die de Commissie Corporate Governance verder zou kunnen meenemen in haar werk.

Dat laatste is bijzonder relevant, want op het moment van schrijven onderzoekt de Commissie zelf of en hoe de Belgische Code zal worden aangepast. Deze thesis levert een bijdrage aan die discussie, niet door een eindpunt te formuleren, maar door bouwstenen aan te reiken voor een meer duurzame, coherente en toekomstgerichte invulling van governance in België.

Een laatste noot

De integratie van duurzaamheid en ESG in corporate governance is geen vrijblijvende keuze meer, maar een noodzakelijke ontwikkeling binnen het hedendaagse juridisch en economisch bestel. Gezien de toenemende urgentie van mondiale uitdagingen zoals de klimaatverandering, sociale ongelijkheid en het afnemende vertrouwen in markten, wordt ook van juridische en economische actoren verwacht dat zij hun rol opnemen. Dat ESG momenteel nog niet volledig of systematisch verankerd is, vormt geen argument voor uitstel, maar benadrukt net de nood aan verdere institutionele en normatieve verduidelijking. Duurzaamheid is daarbij geen tijdelijke trend, maar een noodzaak die geïntegreerd dient te worden in governancepraktijken en regelgeving.

Bibliografie

Internationale normen

- VN-Verdrag tegen corruptie, New York, 31 oktober 2003, VNTS nr. 2349, <https://www.unodc.org/unodc/en/corruption/uncac.html>
- Akkoord van Parijs betreffende klimaatverandering van de Verenigde Naties, 12 december 2015.
- VN-Mensenrechtenraad, 'Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework', 21 maart 2011, A/HRC/17/31, https://www.ohchr.org/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf.
- GRI, 'Our mission and History', <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>.
- Principles for Responsible Investment, Wat zijn de principes voor verantwoord beleggen?, <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment#:~:text=Principle%201:%20We%20will%20incorporate,entities%20in%20which%20we%20invest>.
- ICGN Global Governance Principles, International Corporate Governance Network, 2021, <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-11/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>.
- OESO, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris, OECD Publishing, 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.
- OESO, *OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen*, Parijs, OESO, 2023, <https://www.oecd.org/fr/investissement/mne/oecd-guidelines-for-multinational-enterprises.htm>.

Europese normen

- VERORDENING (EU) 2021/1119 van het Europees Parlement en de raad van 30 juni 2021 tot vaststelling van een kader voor de verwezenlijking van klimaatneutraliteit, en tot wijziging van Verordening (EG) nr. 401/2009 en Verordening (EU) 2018/1999 ("Europese klimaatwet"), OJ L 243, 9.7.2021, <http://data.europa.eu/eli/reg/2021/1119/oj>
- VERORDENING (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, OJ L 198, 22.6.2020, <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

- VERORDENING (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector, *OJ L 317*, 9.12.2019, <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>
- GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2023/2772 van de commissie van 31 juli 2023 tot aanvulling van Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft standaarden voor duurzaamheidsrapportage, *PB L*, 2023/2772, 22.12.2023, http://data.europa.eu/eli/reg_del/2023/2772/oj
- GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2022/1288 van de Commissie van 6 april 2022 tot aanvulling van Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen tot nadere bepaling van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het beginsel "geen ernstige afbreuk doen", en tot nadere bepaling van de inhoud, methoden en presentatie van informatie met betrekking tot duurzaamheidsindicatoren en ongunstige effecten op de duurzaamheid en van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het promoten van ecologische of sociale kenmerken en doelstellingen voor duurzaamheidsbeleggingen in precontractuele documenten, op websites en in periodieke verslagen (Voor de EER relevante tekst), *PB L 196* van 25.7.2022, http://data.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj
- RICHTLIJN (EU) 2024/1760 van het Europees Parlement en de raad van 13 juni 2024 inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937 en Verordening (EU) 2023/2859, *OJ L*, 2024/1760, 5.7.2024, <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/1760/oj>
- RICHTLIJN (EU) 2022/2464 van het Europees Parlement en de raad van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen, *OJ L 322*, 16.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>
- RICHTLIJN (EU) 2022/2555 van het Europees Parlement en de Raad van 14 december 2022 betreffende maatregelen voor een hoog gezamenlijk niveau van cyberbeveiliging in de Unie, tot wijziging van Verordening (EU) nr. 910/2014 en Richtlijn (EU) 2018/1972 en tot intrekking van Richtlijn (EU) 2016/1148 (NIS 2-richtlijn), *PB L 333* van 27.12.2022, <http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2555/oj>
- RICHTLIJN (EU) 2019/1937 van het Europees parlement en de raad van 23 oktober 2019 inzake de bescherming van personen die inbreuken op het Unierecht melden, *PB L 305* van 26.11.2019, <http://data.europa.eu/eli/dir/2019/1937/oj>
- Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité

van de Regio's: De Europese Green Deal, Europese Commissie, December 2019, COM/2019/640.

- Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: Actieplan duurzame groei financieren, Europese Commissie, Juni 2018, COM/2018/097.
- 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, 21 mei 2003, COM/2003/0284 def., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/ALL/?uri=CELEX:52003DC0284>.

Nationale normen

België

- WETBOEK van vennootschappen en verenigingen, BS 4 april 2019.
- WET 63 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, BS 23 april 2010, 22709.
- 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 beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, BS 22 augustus 2002 (tweede uitg.).
- Koninklijk Besluit van 12 mei 2019 houdende aanduiding van de na te leven code inzake deugdelijk bestuur door genoteerde vennootschappen, BS 17.05.2019, 47346.
- De Belgische Corporate Governance Code 2020.
- De Belgische Corporate Governance Code 2009.

Frankrijk

- Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, JORF 0119 du 23 mai 2019, <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/jo/2019/5/23/0119>.

Verenigd Koninkrijk

- UK Corporate Governance Code 2024.

Rechtsleer

- ALAREENI, B., & HAMDAN, A., 'ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms', *Corporate Governance*, 2020/20, 1409.
- ARMSTRONG A., 'Ethics and ESG', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 2020/14(3), 7.
- AWATE S. G. & KASAR B. P., 'The evolution of ESG: Trends, Challenges and future directions', *Shodhkosh: Journal of visual and performing arts*, 2024/5, (1270) 1272.
- BARANGA L. P. & TANEI E. I., 'Introducing the ESG reporting-benefits and challenges', *Journal of Financial Studies*, 2022/7, 174-181.
- BORUCKI C., 'Als de vos de passie preekt... Corporate greenwashing als misleidende handelspraktijk', *DCCR 2018*, 2018/31, 33.
- BOSE S., 'Evolution of ESG Reporting Frameworks', in Esty D.C., Cort T. (eds), *Values at Work*, Palgrave Macmillan, Cham., 2020, https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2.
- BOURGUIGNON G. & DICTUS T., 'ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape', Clearly Gottlieb, 2021.
- CLEMENTS-HUNT P., 'The Evolution of ESG', *Medium* 2 februari 2020.
- COLAERT V., GUREAU-AUFIBERT A., e FUNERED U., 'Advice to ESMA', ESMA, 18 januari 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-01/esma22-106-4384_smsg_advice_on_greenwashing.pdf (geraadpleegd op 2 augustus 2025).
- Commissie Corporate Governance, 'Jaarverslag 2020', 2020.
- CNOPS G., 'Hebben corporate governance codes nog zin?', masterproef Ugent, 2024.
- DE WULF H. & VAN MARCKE L., 'Duurzaamheid en vennootschapsrecht: ESG-aansprakelijkheid en de invloed van institutionele aandeelhouders', In *Droit et durabilité= Recht en duurzaamheid*, Larcier, Intersentia, 2022, 349.
- DONALDSON T. & PRESTON L. E., 'The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications', *Academy of Management Review*, 1995/20(1), 65.
- DZHOI A., 'Strategic impact of ESG strategies on attracting investment', *Universum: экономика и юриспруденция : электрон. научн. Журн*, 2024/11, 121, <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/18446>.

- ECCLES R. G., & KLIMENKO S., 'The Investor Revolution', *Harvard Business Review*, 2019/97(3), 106.
- ECCLES R. G., LEE L. E., & STROEHLE J. C., 'The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD', *Organization & Environment*, 2020, 33, (575) 4.
- Europese Commissie, 'Final Report on social taxonomy', Platform on sustainable finance, 2022, <https://commission.europa.eu/system/files/2022-03/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf>.
- Europese Commissie, 'Study on directors' duties and sustainable corporate governance', Brussel, juli 2020.
- FERRARINI G., 'Corporate purpose and sustainability', European Corporate Governance Institute-Law Working Paper, 2020/559.
- FERRARINI G., 'Redefining corporate purpose: Sustainability as a game changer' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 85, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_4.
- FRANCOIS A., 'All we need is... purpose?', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap-Revue Pratique des Sociétés*, 2023/1, 3.
- FREEMAN R. E., 'Strategic Management: A Stakeholder Approach', Pitman Publishing, Boston, 1984.
- FREEMAN R. E., HARRISON J. S. & WICKS A. C., 'Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success', Yale University Press, 2007.
- GADINIS S. & MIAZAD A., 'Corporate law and social risk', *Vand. L. Rev.*, 2020/73, 1401.
- GUBERNA en VBO, 'Studierapport: Naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2020', 2023.
- GUBERNA, 'Wat elke bestuurder moet begrijpen over duurzame waardecreatie - Deel I', 2023, <https://www.guberna.be/nl/know/wat-elke-bestuurder-moet-begrijpen-over-duurzame-waardecreatie-deel-i#:~:text=De%20creatie%20van%20duurzame%20waarde,milieu%20en/of%20maatschappij%20genereren>.
- HART O. & ZINGALES L., 'Companies should maximize shareholder welfare not market value', *ECGI-Finance Working Paper*, 2017/521.
- HAXHI I. & AGUILERA R.V., 'Corporate governance through codes' in COOPER C. (ed.) *Wiley Encyclopedia of Management 3rd Edition*, Hoboken, Wiley-Blackwell, 2014, 5.

- HENISZ W., KOLLER T., & NUTTALL R., 'Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why' *McKinsey Quarterly*, 2019/11, 210.
- HERES L., 'Van amoreel naar ethisch leiderschap', in TALSMA J. en KARSSING E. (eds.) *Jaarboek Integriteit 2015*, 2015, 22.
- HOOGENDIJK F., "Corporate governance in de Belgische rechtsorde" in H. BRAEKMANS (ed.), *De NV in praktijk*, Mechelen, Wolters Kluwer Belgium, 2023, (200), 199.
- JENSEN M. C., 'Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function', *Business Ethics Quarterly*, 2002/12(2), 235.
- KAZMIERCZAK M., 'A literature review on the difference between CSR and ESG', *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska*, 2022/162, 275.
- KHANDELWAL V., TRIPATHI P., CHOTIA V., SRIVASTAVA M., SHARMA P. en KALYANI S., 'Examining the Impact of Agency Issues on Corporate Performance: A Bibliometric Analysis', *Journal Risk Financial Management*, 2023, 497.
- Knol B., 'Taxonomieverordening wordt uitgebreid met een sociale taxonomie', *Duurzaam financieel*, 7 maart 2022, [https://www.duurzaam-beleggen.nl/blog/taxonomieverordening-wordt-uitgebreid-met-een-sociale-taxonomie/#:~:text=in%20your%20browser.-,Wat%20is%20het%20doel%20van%20de%20sociale%20taxonomie?,het%20kiezen%20van%20duurzame%20beleggingen.\(geraadpleegd op 2 augustus 2025\)](https://www.duurzaam-beleggen.nl/blog/taxonomieverordening-wordt-uitgebreid-met-een-sociale-taxonomie/#:~:text=in%20your%20browser.-,Wat%20is%20het%20doel%20van%20de%20sociale%20taxonomie?,het%20kiezen%20van%20duurzame%20beleggingen.(geraadpleegd%20op%202%20augustus%202025)).
- KOTSANTONIS S., PINNEY C., & SERAFEIM G., 'ESG integration in investment management: Myths and realities', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2016/28, 10.
- LEUPE A., 'ESG sustainability', Stageverslag UGent, 2023.
- LOUGEE B. & WALLACE J., 'The corporate social responsibility (CSR) trend', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008/20(1), 96.
- McGLINCH J., & HENISZ W. J., 'Reexamining the Win-Win: Relational Capital, Stakeholder Issue Salience, and the Contingent Benefits of Value Based Environmental, Social and Governance (ESG) Strategies', *Social and Governance (ESG) Strategies*, 2021.
- MEEUS, D., 'De recente Belgische aanbevelingen inzake corporate governance', In DE WULF H. et al (Ed.), *Corporate Governance – Het Belgische Perspectief*, Intersentia, 1998, 33.

- NAZAROVA V. & LAVROVA V., 'Do ESG factors influence investment attractiveness of the public companies?', *Journal of Corporate Finance Research*, 2022/16, 38, <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.38-64>.
- O'CONNELL M., WARD A.M., 'Shareholder Theory/Shareholder Value' in IDOWU S., SCHMIDPETER R., CAPALDI N., ZU L., DEL BALDO M. & ABREU R. (eds), *Encyclopedia of Sustainable Management*. Springer, 2020, doi:10.1007/978-3-030-02006-4.
- PARGENDLER M., 'The rise of international corporate law,' *Wash. UL Rev.*, 2020/98, 1765.
- POLLMAN E., 'The making and meaning of ESG', *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024/14, 403.
- PORTER M. & KRAMER M., 'Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism-And Unleash a Wave of Innovation and Growth', *Harvard Business Review*, 2011/3.
- RAMANAN K., 'Friedman at 50: Is it still the social responsibility of business to increase profits?', *California management review*, 2020/62(3), 28.
- ROCKSTRÖM J., STEFFEN W., NOONE K., e.a., 'Planetary boundaries: exploring the safe operating space for humanity', *Ecology and society*, 2009/14(2).
- ROSZKOWSKA-MENKES M., 'Porter and Kramer's (2006)"shared value"' In Idowu, S., Schmidpeter, R., Capaldi, N., Zu, L., Del Baldo, M., Abreu, R. (eds), *Encyclopedia of Sustainable Management*, Springer Cham., 2021, https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_393-1.
- RUGGIE J. G., 'The United Nations and globalization: Patterns and limits of institutional adaptation', *Global Governance*, 2003/9, 301.
- Sezen C., '*Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de bedrijfsprestaties in private bedrijven*', Masterproef UHasselt, 2023.
- SIRI M. & ZHU S., 'Integrating sustainability in EU corporate governance codes' in Busch D., Ferrarini G. & Grünewald S. (eds.), *Sustainable finance in Europe: Corporate governance, financial stability and financial markets*, Palgrave Macmillan Cham, 2021, 175, https://doi.org/10.1007/978-3-030-71834-3_6.
- SJAFJELL B., 'When the solution becomes the problem: the triple failure of corporate governance codes' In DU PLESSIS J.J. en LOW C.K. (eds) *Corporate governance codes for the 21st century: international perspectives and critical analyses*, 2017, 23.
- SZABÓ D. G., 'Integrating corporate social responsibility in corporate governance codes in the EU', *European Business Law Review*, 2013/24(6).

- The British Academy, '*Policy & Practice for purposeful business. The final report of the Future of the Corporation programme*', Br. Acad. 2021, 58 p. (www.thebritishacademy.ac.uk/publications/policy-and-practice-for-purposeful-business/).
- The Global Impact, '*Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*', 2004.
- THERIEN J. P. & POULIOT V., 'The global compact: shifting the politics of international development?', *Global governance*, 2006/12, 55.
- TOCCHINI F. & CAFAGNA G., '*Het ABC van ESG-rapportages: Wat zijn ESG-rapportages en duurzaamheidsverslagen, waarom zijn ze belangrijk en wat moeten CFO's weten?*', Wolters Kluwer 9 maart 2022, <https://www.wolterskluwer.com/nl-nl/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting> (geraadpleegd op 4 augustus 2024)
- TRUMPENER J., VANDEMAELE S. & VERGAUWEN P., 'De toepassing van de code Lippens: een analyse van de jaarverslagen en corporate governance-charters van Belgische beursgenoteerde bedrijven', *Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde*, 2007/29(7), 17.
- TSAGAS, G., 'A proposal for reform of EU member states' corporate governance codes in support of sustainability', *Sustainability*, 2020/12(10), 4328.
- VAN DER ELST C., '*The Belgian struggle for corporate governance improvements*', ECGI Working Paper Series in Law, 2008/114.
- VAN DER ELST C., 'Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie', *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*, 2004/2, 69.
- VAN DER ELST C., 'The 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor', *Tax, Audit & Accountancy*, 2020, 56.
- VANSTEELANT A., '*Transparantie inzake corporate governance bij Belgische beursgenoteerde niet-geïndexeerde ondernemingen*', Masterproef UGent, 2017.
- VERMEERSCH W. & VAN DE POEL K., 'Corporate governance en de implementatie van de code Lippens: een empirische studie', *Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde*, 2008/30(1), 12.
- WOOD D., 'What do we mean by the S in ESG?: Society as a stakeholder in responsible investment.' In Hebb T., HAWLEY J., HOEPNER A., NEHER A. & WOODS D.(eds.) *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Routledge, 2015, 553.
- WYMEERSCH E., 'European corporate governance codes and their effectiveness', In BELCREDI M. en FERRARINE G. (eds.) *Boards and*

Varia

- Commissie corporate governance, *'Toelichtende nota inzake het begrip duurzame waardecreatie'*, juni 2021.
- DE BRUIN M., *'Greenwash je imago niet langer: De CSRD komt eraan!'*, Duurzaam ondernemen, 4 maart 2024, [https://www.duurzaam-ondernemen.nl/martin-de-bruin-credit-risk-greenwash-je-imago-niet-langer-de-csrd-komt-eraan/#:~:text=Conclusie,om%20Europese%20richtlijnen%20te%20implémenteren](https://www.duurzaam-ondernemen.nl/martin-de-bruin-credit-risk-greenwash-je-imago-niet-langer-de-csrd-komt-eraan/#:~:text=Conclusie,om%20Europese%20richtlijnen%20te%20implémenteren.). (geraadpleegd op 1 augustus 2025).
- Europees Parlement, *'Duurzaamheid en zorgvuldigheid: Europarlementariërs stemmen in met uitstel van toepassing nieuwe regels'*, Persbericht Europees Parlement 3 april 2025, <https://www.europarl.europa.eu/news/nl/press-room/20250331IPR27557/europarlementariërs-stemmen-in-met-uitstel-van-toepassing-nieuwe-regels>.
- FOD Economie, *'Wat is due diligence voor ondernemingen'*, 2021, https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/een-onderneming-beheren-en/maatschappelijk-verantwoord/wat-due-diligence-voor?utm_source=chatgpt.com.
- Instituut voor Bedrijfsrevisoren, *'Factsheet Omnibus'*, Persbericht IBR-IRE 10 april 2025.
- PWC, *'ESG regulatory landscape: Driving business change to protect people and the planet'*, <https://www.pwc.be/en/challenges/esg/regulatory-landscape.html> (geraadpleegd op 16/02/2025).
- U.N. Secretaris-Generaal, *'Cooperation Between United Nations and Business'*, U.N. Press Release 9 February 1998.
- VGD, *'EU Omnibus verlicht regulatoire druk op vlak van CSRD & EU Taxonomy'*, 28 februari 2025, <https://blogbe.vgd.eu/nl/eu-omnibus-verlicht-regulatoire-druk-op-vlak-van-csrd-en-eu-taxonomy#:~:text=De%20impact%20voor%20Belgische%20ondernemingen,vooraleer%20de%20huidige%20verplichtingen%20wijzigen>.
- X, *'Bedrijfsfilosofie'*, encyclo.nl, <https://www.encyclo.nl/begrip/bedrijfsfilosofie>, geraadpleegd op 7 juni 2025.
- X, *'Duurzame financiering'*, FSMA, <https://www.fsma.be/nl/duurzame-financiering> (geraadpleegd op 1 augustus 2025).
- X, *'More needs to be done tackle "greenhushing" and "green-bleaching"'*, GRC World Forums, 22 Januari 2024,



<https://www.grcworldforums.com/esg/more-needs-to-be-done-tackle-greenhushing-and-green-bleaching/9268.article#:~:text=Meanwhile%2C%20green%2Dbleaching%20is%20the,get%20around%20further%20regulatory%20obligations.>
(geraadpleegd op 2 Augustus 2025).

Bijlagen

Bijlage 1: Lijst van duurzaamheidsthema's die in de thematische ESRS worden behandeld (Bijlage 1, ESRS 1).³¹¹

Thematische ESRS	Duurzaamheidsthema's behandeld in thematische ESRS		
	Thematisch	Subthematisch	Sub-sub-thematisch
ESRS E1	Klimaatverandering	- Klimaatadaptatie - Klimaatmitigatie - Energie	
ESRS E2	Verontreiniging	- Luchtverontreiniging - Waterverontreiniging - Bodemverontreiniging - Verontreiniging levende organismen en voedselbronnen - Zorgwekkende stoffen - Zeer zorgwekkende stoffen - Microplastics	
ESRS E3	Water en mariene hulpbronnen	- Water - Mariene hulpbronnen	- Waterverbruik - Wateronttrekking - Waterlozing - Waterlozing in oceanen - Ontginning en gebruik mariene hulpbronnen
ESRS E4	Biodiversiteit en ecosystemen	Directe drukfactoren biodiversiteitsverlies	- Klimaatverandering - Verandering in gebruik land, zoet water en zee - Directe exploitatie - Invasieve exoten - Verontreiniging - Overig
		Impact op toestand soorten	Voorbeelden: - Populatiegrootte soort - Mondiaal risico uitsterven soort
		Impact op omvang en toestand ecosystemen	Voorbeelden: - Landdegradatie - Verwoestijning - Bodemafdekking

³¹¹ ESRS 1.

		Impacts op en afhankelijkheden van ecosysteemdiensten	
ESRS E5	Circulaire economie	- Materiaalinstromen, incl. materiaalgebruik - Materiaaluitstromen m.b.t. producten en diensten - Afval(stoffen)	
ESRS S1	Eigen personeel	Arbeidsvoorwaarden	- Baanzekerheid - Werktijden - Leefbaar loon - Sociale dialoog - Vrijheid van vereniging, het bestaan van ondernemingsraden, en de informatie-, consultatie- en participatierechten van werknemers - Collectieve onderhandelingen, incl. cao-dekkingsgraad werknemers - Werk-privébalans - Veiligheid en gezondheid
		Gelijke behandeling en gelijke kansen voor iedereen	- Gendergelijkheid en gelijke beloning bij gelijkwaardig werk - Opleiding en Ontwikkeling vaardigheden - Werkgelegenheid voor en inclusie van mensen met een beperking - Maatregelen tegen geweld en intimidatie op de werkvloer - Diversiteit
		Andere arbeidsrechten	- Kinderarbeid - Gedwongen arbeid - Adequate huisvesting - Privacy
ESRS S2	Werknemers in de waardeketen	Arbeidsvoorwaarden	- Baanzekerheid - Werktijden - Leefbaar loon - Sociale dialoog

			- Vrijheid van vereniging, incl. bestaan ondernemingsraden - Collectieve onderhandelingen - Werk-privébalans - Veiligheid en gezondheid
		Gelijke behandeling en gelijke kansen voor iedereen	- Gendergelijkheid en gelijke beloning bij gelijkwaardig werk - Opleiding en ontwikkeling vaardigheden - Werkgelegenheid voor en inclusie van mensen met een beperking - Maatregelen tegen geweld en intimidatie op de werkvloer - Diversiteit
		Andere arbeidsrechten	- Kinderarbeid - Gedwongen arbeid - Adequate huisvesting - Schoon water en sanitair - Privacy
ESRS S3	Getroffen gemeenschappen	Economische, sociale en culturele rechten van gemeenschappen	- Adequate huisvesting - Voldoende te eten - Schoon water en sanitair - Impact op gronden - Impact op veiligheid
		Burger- en politieke rechten van gemeenschappen	- Vrijheid van meningsuiting - Vrijheid van vergadering - Impacts op verdedigers mensenrechten
		Rechten inheemse volken	- Vrijwillige, voorafgaande en geïnformeerde instemming - Zelfbeschikking - Culturele rechten

ESRS S4	Consumenten en eindgebruikers	Impact op informatie voor consumenten en/of eindgebruikers	- Privacy - Vrijheid van meningsuiting - Toegang tot (kwalitatieve) informatie
		Persoonlijke veiligheid consumenten en/of eindgebruikers	- Veiligheid en gezondheid - Veiligheid van een persoon - Bescherming kinderen
		Sociale inclusie consumenten en/of eindgebruikers	- Non-discriminatie - Toegang tot producten en diensten - Maatschappelijk verantwoorde marketingpraktijken
ESRS G1	Zakelijk gedrag	- Bedrijfscultuur - Bescherming klokkenluiders - Dierenwelzijn - Verhouding met de politiek en lobbyactiviteiten - Beheer relaties met leveranciers, incl. betalingspraktijken	
		Corruptie en omkoping	- Preventie en opsporing, incl. opleiding - Incidenten