

COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

Contrôle de l'information et des marchés financiers

Études et documents : n° 33
Décembre 2006

Etude comparative sur les informations en matière de “gouvernance d’entreprise” publiées par les entreprises cotées dans la “Charte de gouvernance d’entreprise”

L' ETUDE EN BREF

- **79 % des sociétés cotées belges ont une charte de gouvernance d’entreprise. Les sociétés du BEL 20 ont toutes établi une charte, ce qui est également le cas pour 9 sociétés sur 10 du segment continu.**
- **A la mi-octobre 2006, 1 société cotée sur 5 (principalement de moindre taille) n’avait pas encore établi de charte.**
- **Toutes les sociétés disposant d’une charte ont adopté une structure claire de gouvernance d’entreprise et disposent d’un règlement d’ordre intérieur du conseil d’administration.**
- **97 % des sociétés disposant d’une charte ont arrêté un règlement d’ordre intérieur du management exécutif.**
- **96 % des chartes contiennent des informations sur la politique de rémunération.**
- **76 % des chartes contiennent des informations sur la structure de l’actionariat et celle de contrôle ainsi que sur les participations croisées. Dans 64 % des cas, la charte publie l’identité des actionnaires principaux et décrit leurs droits de vote et de contrôle. Seulement dans 16 % des cas, la charte fait état de l’existence d’autres relations directes ou indirectes entre la société et ses principaux actionnaires.**
- **85 % des sociétés disposant d’une charte ont pris des mesures formelles pour se conformer aux règles relatives aux abus de marché. Plus de 4 sociétés sur 5 ont désigné un compliance officer chargé de veiller aux transactions sur titres effectuées par des personnes dites « initiées » et à leur publication.**

TABLE DES MATIÈRES

PRÉAMBULE	3
Objet et champ d'application de l'étude	3
Périmètre de l'étude	4
RÉSULTATS DE L'ÉTUDE	5
I. Résultats globaux: la présence d'une 'charte'	5
II. Publication adéquate de la Gouvernance d'entreprise de la société (principe 9)	5
a) Déclaration d'adoption des principes de gouvernance d'entreprise	5
b) Mise à jour & date	5
c) Publication et mise à disposition	6
d) Mention dans la charte de gouvernance d'entreprise des éléments prévus à l'annexe F du Code de gouvernance d'entreprise (points III-X de l'étude)	6
III. L'adoption d'une structure claire de gouvernance d'entreprise (structure de gouvernance et règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration: principe 1.1)	7
IV. Le règlement d'ordre intérieur des Comités d'audit, de nomination et de rémunération (principe 5.1)	8
V. Règlement d'ordre intérieur du management exécutif (comité de management ou administrateurs exécutifs) (principe 6.1)	9
VI. Politique de rémunération de la société (principe 7.2)	10
VII. Publication de la structure de l'actionariat et de contrôle ainsi que des participations croisées (supérieures à 5%) (principe 8.4)	12
VIII. Identité des principaux actionnaires; description de leurs droits de vote et de leurs droits de contrôle et, s'ils agissent de concert, les éléments clés des accords d'actionnaires (principe 8.5)	12
IX. Autres relations directes et indirectes entre la société et ses principaux actionnaires (principe 8.5)	14
X. Politique du conseil d'administration relative aux transactions (ou autres relations contractuelles) entre la société (y compris les sociétés liées) et les administrateurs et membres du management exécutif non couvertes par les dispositions légales en matière de conflits d'intérêts (principes 3.6 et 3.7)	14
XI. Quelles sont les mesures prises par la société en vue de se conformer aux règles en matière d'abus de marché (principes 3.7 et 6.8)	15
a) Les limites pour l'exécution de transactions sur les titres de la société pendant certaines périodes	16
b) Désignation d'un compliance officer	18
c) Publicité des transactions sur les titres de la société préalablement déclarées	19
CONCLUSION	20
ANNEXE : LISTE DES ETUDES PRECEDEMMENT PUBLIEES	21

Préambule

Objet et champ d'application de l'étude

A. Objet de l'étude

Le 9 décembre 2004, la Commission Corporate Governance a formulé, à l'intention des sociétés cotées belges, neuf principes en matière de gouvernance d'entreprise, qu'elle a consacrés dans un Code. Un aspect essentiel de ce Code concerne la publication des informations à diffuser par les sociétés visées afin de permettre un contrôle externe. Selon ce Code, la transparence de l'entreprise résulte de la publication d'informations dans deux documents différents: la **charte de gouvernance d'entreprise**, et le **chapitre de gouvernance d'entreprise** du rapport annuel.

Le Code de gouvernance d'entreprise prévoit que la société décrit dans 'sa charte' les principaux aspects de sa *politique* de gouvernance d'entreprise (notamment sa structure de gouvernance, le règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration et de ses comités,...). Cette charte doit régulièrement être mise à jour par la société.

Le chapitre de gouvernance d'entreprise du rapport annuel, par contre, doit contenir davantage d'informations *factuelles* sur la gouvernance d'entreprise mise en oeuvre par la société, comme la rémunération des administrateurs et des membres du management, la création de comités spécialisés, ...

La présente étude consiste à passer en revue le contenu des chartes établies par les entreprises, afin d'y vérifier la présence des principaux aspects de la politique de gouvernance d'entreprise.

B. Champ d'application et méthodologie

Les sociétés retenues dans cette étude sont celles cotées sur l'Eurolist d'Euronext Bruxelles et dont le siège social est établi en Belgique. Comme dans les études précédentes, la Banque Nationale de Belgique, qui est régie par une législation spéciale, n'a pas été reprise dans l'étude. Les sociétés cotées en liquidation ont également été exclues.

En vertu du Code de gouvernance d'entreprise, les sociétés étaient tenues de publier, au 1^{er} janvier 2006, leur charte sur leur site internet. La collecte des chartes a dès lors été faite par la consultation de ces sites internet. Lorsque la charte ne s'y trouvait pas, contact a été pris avec la société pour connaître la raison de cette absence. L'étude n'a été finalisée qu'au 15 octobre 2006, ce qui a permis d'y associer beaucoup plus de chartes que celles répertoriées au début de 2006.

Les sociétés qui ont été radiées de la cote entre le 1^{er} janvier et le 15 octobre 2006, ont été exclues des résultats de l'étude.

Périmètre de l'étude

L'étude vise principalement à mettre en lumière si les informations demandées par le Code, ont été effectivement et explicitement fournies dans la charte de la société.

La portée de l'étude et l'interprétation qu'il convient de lui donner, concernent donc l'étendue des informations que les sociétés belges ont publiées dans leur charte, et non la qualité de celles-ci. Pour certains aspects, cependant, l'étude a également examiné le contenu de l'information. Il s'agissait plus particulièrement de vérifier si l'information fournie par la société était sommaire ou étendue.

Résultats de l'étude

I. Résultats globaux: la présence d'une 'charte'

132 sociétés ont été retenues pour la présente étude. 104 d'entre elles (soit **78,78 %**) disposent d'une charte. Pour l'appréciation de la présence/l'absence des critères repris ci-après, l'ensemble des sociétés ayant effectivement établi une charte (104 au total) ont été prises en considération – sauf indication contraire.

La ventilation par segment de marché sur lequel l'entreprise visée est cotée, donne les résultats suivants: Bel20, 18 sociétés, soit 100% ; segment continu, 63 sociétés, soit 87,32% ; et le marché du fixing, 23 sociétés, soit 53,48%.

Bel 20	Marché continu	Marché du fixing
18 sociétés	63 sociétés	23 sociétés
100%	87,32 %	53,48%

Tableau 1 : présence d'une charte: ventilation par segment

Les résultats permettent de conclure que ce sont principalement les sociétés à faible capitalisation boursière qui ne disposent pas de la charte de gouvernance d'entreprise requise et qui dès lors ne respectent pas le Code de gouvernance d'entreprise sur ce point. Les sociétés faisant partie du BEL 20 ont toutes établi une charte. Quant aux autres sociétés cotées sur le marché continu, 9 sur 10 répondent à cette exigence.

II. Publication adéquate de la gouvernance d'entreprise de la société (principe 9)

a) *Déclaration d'adoption des principes de gouvernance d'entreprise*

L'étude a vérifié tout d'abord si la déclaration que la société suit les principes de gouvernance d'entreprise, est reproduite ou non dans la charte. Le résultat montre que globalement 78 sociétés (soit 75%) mentionnent explicitement qu'elles adopteront les principes du Code. Elles précisent également qu'elles mentionneront la raison d'une éventuelle dérogation ('comply or explain').

b) *Mise à jour & date*

Plus de la moitié des chartes (62,50%) indiquent – ainsi que prévu par le Code de gouvernance d'entreprise – la date à laquelle elles ont été établies ou mises à jour. Dans un cas sur trois il est cependant impossible de vérifier à quel moment la charte a été établie ou mise à jour.

c) Publication et mise à disposition

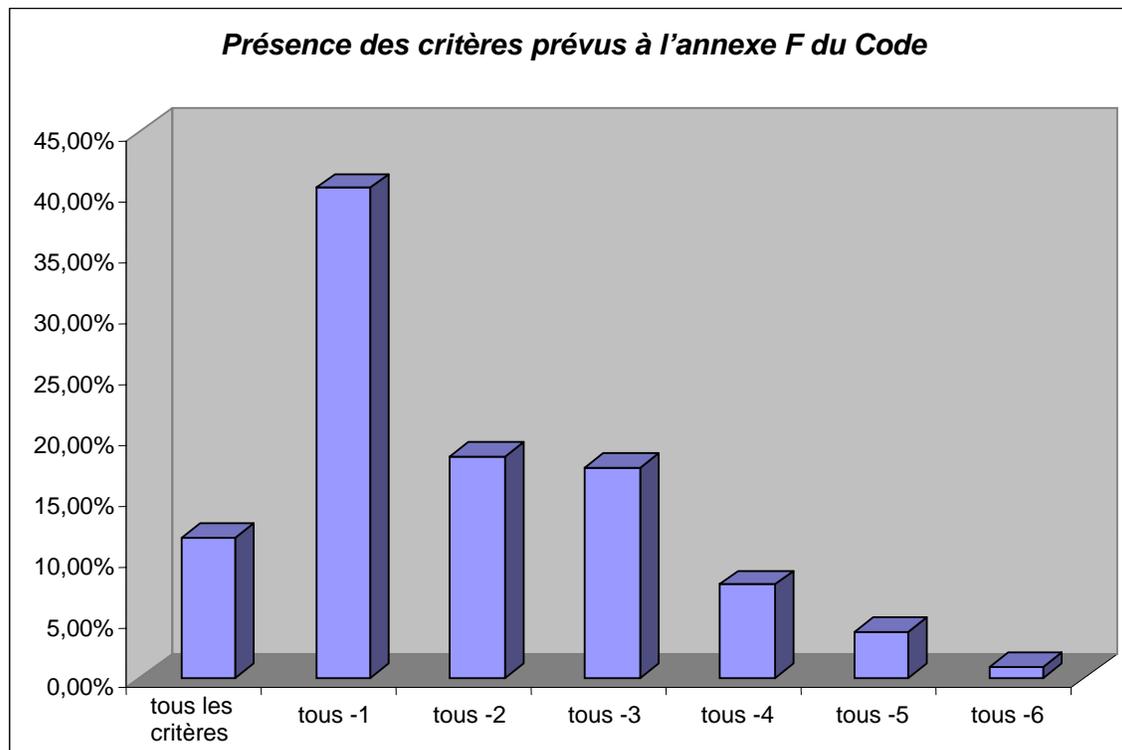
La charte de gouvernance d'entreprise doit être disponible à tout moment. La grande majorité des sociétés (94,23%) ont publié leur charte sur leur site Internet, conformément au Code de gouvernance d'entreprise. Seule 1 société assure la mise à disposition de sa charte par la voie de sa brochure annuelle 2005, et seules 4 sociétés annoncent la mise à disposition de leur charte au siège de la société. Ajoutons cependant que parmi ces 5 sociétés, 4 ne disposent pas d'un site Internet ou n'ont pas été habilitées à publier des informations financières de la société sur le site internet.

d) Mention dans la charte de gouvernance d'entreprise des éléments prévus à l'annexe F du Code de gouvernance d'entreprise (points III-X de l'étude)

Conformément au Code de gouvernance d'entreprise, la charte comprendra au moins les éléments suivants:

- **L'adoption d'une structure claire de gouvernance d'entreprise (structure de gouvernance et règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration: principe 1.1)**
- **La politique du conseil d'administration relative aux transactions (et aux relations contractuelles) entre la société (et ses filiales) et les administrateurs et les membres du management exécutif, lorsque celles-ci ne sont pas couvertes par les dispositions légales en matière de conflits d'intérêts. (principes 3.6 et 3.7)**
- **Les mesures prises pour se conformer aux règles en matière d'abus de marché (principes 3.7 et 6.8)**
- **Le règlement d'ordre intérieur des Comités d'audit, de nomination et de rémunération (principe 5.1)**
- **Le règlement d'ordre intérieur du management exécutif (le comité de management ou les administrateurs exécutifs) (principe 6.1)**
- **La politique de rémunération de la société (principe 7.2)**
- **La structure de l'actionnariat et celle de contrôle et les participations croisées (supérieures à 5%) dans la mesure où la société en a connaissance et qu'elle dispose d'informations significatives à leur sujet (principe 8.4)**
- **L'identité des principaux actionnaires; la description de leurs droits de vote et leurs droits de contrôle et, s'ils agissent de concert, les éléments clés des accords d'actionnaires (principe 8.5)**
- **Les autres relations directes et indirectes entre la société et ses principaux actionnaires (principe 8.5)**

La vérification des chartes sur la présence de ces éléments a permis de constater que dans 51,92% des cas, elles publient des informations sur les points précités soit dans leur totalité, soit à un élément près. Pour 13 sociétés (12,5%), la charte ne comprend pas d'indications sur 4 à 6 des éléments dont la publication est obligatoire. Se pose alors la question de savoir dans quelle mesure il s'agit encore d'une charte. Le graphique ci-dessous reproduit les résultats de l'étude horizontale.



Graphique 1: présence dans la charte des critères prévus à l'annexe F du Code de gouvernance d'entreprise

III. L'adoption d'une structure claire de gouvernance d'entreprise (structure de gouvernance et règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration: principe 1.1)

Le Code de gouvernance d'entreprise recommande à la société l'adoption d'une structure claire de gouvernance d'entreprise. A cet effet, la société sera dirigée par un conseil d'administration collégial. Le *règlement d'ordre intérieur* du conseil d'administration définit notamment les responsabilités, les obligations, la composition et le fonctionnement du conseil d'administration. Toute société est tenue de définir ce règlement d'ordre intérieur et de le publier dans sa charte.

Dans le cadre de la vérification de ce point, des 'scores qualitatifs' ont été attribués, plus particulièrement en fonction du détail et de l'étendue des informations fournies. Lorsque le règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration définit et décrit aussi bien les obligations que la composition et le fonctionnement du conseil, l'information a été qualifiée de 'détaillée'. Lorsqu'une ou plusieurs descriptions font défaut, l'information est réputée être 'sommaire'. Ensuite, l'étude a vérifié si le règlement d'ordre intérieur était soit joint en annexe, soit intégré dans l'ensemble.

Toutes les sociétés disposant d'une charte (104), ont également adopté une structure claire de gouvernance d'entreprise. Il y a toutefois lieu de souligner que ce règlement d'ordre intérieur n'est pas publié dans tous ses détails par chaque société. Parmi celles qui le font se trouvent principalement les sociétés cotées sur le segment du fixing d'Euronext Bruxelles.

Le tableau ci-dessous présente par segment les résultats relatifs à la 'qualité' du règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration.

	Bel 20	Continu	Fixing
Règlement détaillé	88,46%	95,23%	65,21%
Description sommaire	11,53%	4,76%	34,78%
Absent	0%	0%	0%

Tableau 2 : présence du règlement d'ordre intérieur: ventilation par segment (base 104)

Enfin, il est utile de signaler qu'une minorité des sociétés (41,34%) préfère joindre son règlement d'ordre intérieur à sa charte, sous la forme d'une annexe distincte.

IV. Le règlement d'ordre intérieur des Comités d'audit, de nomination et de rémunération (principe 5.1)

Le Principe 5 du Code recommande à la société de constituer des comités spécialisés ayant pour mission de procéder à l'examen de questions spécifiques et de conseiller le conseil d'administration à ce sujet. Le conseil d'administration est tenu d'établir les règlements d'ordre intérieur respectifs (en ce compris le rôle, la composition et le fonctionnement de ces derniers) et de les publier dans la charte de gouvernance d'entreprise.

L'étude s'est limitée à vérifier la présence du règlement d'ordre intérieur d'un comité spécialisé. Elle ne se prononce pas sur la présence du comité en tant que tel. Certaines sociétés précisent explicitement dans leur charte qu'elles ne disposent pas d'un ou de plusieurs comités. En l'occurrence, cette précision a été prise en compte pour le calcul des pourcentages.

La vérification de la présence de ce règlement a fait, elle aussi, l'objet de 'scores qualitatifs'. Le tableau reproduit ci-dessous reflète la 'qualité' du règlement d'ordre intérieur des comités respectifs. Il en ressort que si la charte comprend un règlement, celui-ci définit quasi toujours de façon détaillée le rôle, la composition et le fonctionnement du comité. Au cas où le règlement ne comporte pas d'informations sur un ou plusieurs de ces éléments, par exemple sur le fonctionnement du comité en question ou sa composition, la description de cet élément a été qualifiée de 'sommaire'.

	Comité de rémunération	Comité de nomination	Comité d'audit
Règlement détaillé	87,77%	87,50%	89,24%
Description sommaire	8,88%	10%	8,60%
Règlement non disponible	3,33%	2,50%	2,15%
Absence de comité	Sans objet 14 sociétés	Sans objet 24 sociétés	Sans objet 11 sociétés

Tableau 3 : informations règlement d'ordre intérieur: ventilation par comité (base 104)

En résumé, cette recommandation est très bien suivie par les sociétés ayant constitué un comité. Plus de 9 sociétés sur 10 qui ont établi une charte disposent d'un règlement d'ordre intérieur pour les comités spécialisés.

V. Règlement d'ordre intérieur du management exécutif (comité de management ou administrateurs exécutifs) (principe 6.1)

En vertu du Code, le conseil d'administration est tenu d'arrêter, en concertation avec le CEO, le règlement d'ordre intérieur du management exécutif. Ce règlement est publié dans la charte et comporte des précisions quant aux responsabilités, aux obligations, aux pouvoirs, à la composition et au mode de fonctionnement du management exécutif.

La vérification de la présence de ce règlement a fait, elle aussi, l'objet d'un 'score qualitatif'. Le tableau reproduit ci-dessous reflète la 'qualité' du règlement d'ordre intérieur du management exécutif. L'exercice consiste plus particulièrement à vérifier si le règlement comporte des précisions tant sur les responsabilités que sur les obligations, les pouvoirs, la composition et le mode de fonctionnement du management exécutif. Au cas où un ou plusieurs de ces cinq éléments ne sont pas repris dans la charte, le règlement est réputé être 'sommaire'.

Il y a lieu d'observer que 4 sociétés (cotées sur le segment du fixing) indiquent ne pas disposer d'un management exécutif, en raison de leur structure juridique. Ces sociétés n'ont, par conséquent, pas été retenues pour le calcul des pourcentages. En revanche, les sociétés disposant d'un management exécutif sans avoir arrêté le règlement exigé, ont été reprises sur une ligne distincte du tableau 4.

Au total, 97% des chartes comportent un règlement d'ordre intérieur du management exécutif. Dans 70% des cas, ce règlement est effectivement détaillé. Le tableau 4 présente une ventilation des résultats selon le segment sur lequel la société est cotée.

	Bel 20	Continu	Fixing
Règlement détaillé	88,88%	76,19%	31,57%
Description sommaire	11,11%	20,63%	63,15%
Absence de règlement	0%	3,17%	5,26%

Tableau 4: contenu du règlement d'ordre intérieur du management exécutif: ventilation par segment (base 100)

Ces résultats permettent de conclure à l'existence d'une relation linéaire entre la 'qualité' du règlement d'ordre intérieur et le segment sur lequel la société est cotée. Autrement dit, la 'qualité' du règlement est dans une large mesure proportionnelle à la taille de la société concernée.

Quant à la présence du règlement d'ordre intérieur sous la forme d'une annexe distincte de la charte, nous avons relevé que seul un tiers des sociétés (35%) a préféré la joindre à la charte.

VI. Politique de rémunération de la société (principe 7.2)

La politique suivie par la société en matière de rémunération des administrateurs (non exécutifs et du management exécutif, doit être publiée dans sa charte de gouvernance d'entreprise. Dans le chapitre relatif à la gouvernance d'entreprise du rapport annuel, par contre, la société devra publier les montants concrets.

Pour ce qui concerne cette politique de rémunération, l'étude vérifie si la charte prévoit une procédure formelle et transparente en la matière, ou si, par contre, la publication se résume à une information sommaire sur la politique de rémunération.

Afin de déterminer le caractère détaillé ou sommaire de l'information publiée dans la charte, l'étude cherche une réponse aux questions suivantes:

- La charte prévoit-elle des procédures claires en matière de politique de rémunération (par exemple, qui décide des rémunérations, des lignes de force,... ?), ou la société se limite-t-elle à donner une vague impression de la politique de rémunération ?
- La société décrit-elle le mode de détermination de la rémunération des administrateurs / du management exécutif (par exemple, un pourcentage du bénéfice, absence de rémunération pour certains membres, ...)?

Si les questions posées restent en partie sans réponse, l'information est qualifiée de 'sommaire'. Si la charte ne contient aucune information (et dès lors pas de rémunérations concrètes), la société concernée est répertoriée sous la rubrique 'absence d'information'.

Sur 104 chartes, 100 (96,15%) contiennent des informations sur la politique de rémunération, et parmi ces dernières, 79 (75,96%) le font de manière formelle et transparente

Les résultats (tableau 5) montrent que dans la quasi-totalité des cas, la politique de rémunération est publiée dans la charte de la société. Les résultats reproduits ci-dessous sont ventilés par segment de cotation.

	Bel 20	Continu	Fixing
Procédure formelle et transparente	83,33%	79,36%	60,86%
Information sommaire	11,11%	17,46%	34,78%
Absence d'information	5,55%	3,17%	4,34%

Tableau 5 : politique de rémunération: ventilation par segment (base 104)

Par ailleurs, l'étude vérifie (tableau 6) dans quelle mesure la charte – contrairement au prescrit du Code – contient également des informations *concrètes* sur la rémunération des administrateurs et/ou du management exécutif. Il est remarquable de constater que plus d'un quart des chartes (28 sociétés au total) publie également des informations concrètes sur les rémunérations. La charte devra par conséquent être régulièrement mise à jour sur ce point.

Etant donné que le montant des rémunérations doit être publié dans le rapport annuel et non dans la charte de la société, l'étude a étendu l'examen de ce point aux rapports annuels. L'objectif était plus particulièrement de vérifier si, pour la rémunération des organes d'administration, la société n'avait pas recours à la charte pour la publication des montants en cause, afin de contourner de la sorte l'obligation de publier ceux-ci dans le rapport annuel.

L'examen des rapports annuels des sociétés visées a toutefois permis de constater que ce n'est pas le cas. En effet, pour chacune des 18 sociétés (17,30%) qui publient dans leur charte des informations concrètes sur les rémunérations, il s'avère que le rapport annuel contient des informations (au moins) équivalentes.

	Bel 20	Continu	Fixing
Absence de montants concrets	61,11%	80,95%	60,86%
Mention de la rémunération des administrateurs <u>ou</u> du management exécutif	27,77%	9,52%	21,73%
Mention de la rémunération des administrateurs <u>et</u> du management exécutif	11,11%	9,52%	17,39%

Tableau 6 : publication dans la charte d'informations concrètes sur les rémunérations: ventilation par segment (base 104)

VII. Publication de la structure de l'actionnariat et de contrôle ainsi que des participations croisées (supérieures à 5%) (principe 8.4)

La société est tenue de publier dans sa charte la structure de son actionnariat et celle de son contrôle. Elle doit également publier toutes les participations croisées supérieures à 5% des actions ou droits de vote. Il est vrai que cette publication n'est requise que dans la mesure où la société en a connaissance et qu'elle dispose d'informations significatives à ce sujet. En ce qui concerne la structure de contrôle, le tableau 7 opère une distinction entre les sociétés qui publient une information étendue et détaillée (notamment la mention des options et warrants, le seuil de première déclaration de participation (3 ou 5%), des mentions explicites concernant les participations croisées, les actionnaires détenant moins de 3 ou 5% des titres, ...) et celles qui publient une information plutôt sommaire (par exemple, une simple référence à une déclaration de participation).

Il ressort de l'étude que, sur un total de 104 sociétés, 79 (76%) publient dans leur charte des informations sur leur structure. Dans le tableau 7 ci-dessous, ces résultats sont ventilés par segment de cotation.

	Bel 20	Continu	Fixing
Description détaillée	33,33%	22,22%	13,04%
Information sommaire	44,44%	50,79%	43,47%
Absence d'informations	22,22%	26,98%	34,78%

Tableau 7: informations sur l'actionnariat et la structure de contrôle ainsi que sur les participations croisées: ventilation par segment (base 104)

VIII. Identité des principaux actionnaires; description de leurs droits de vote et de leurs droits de contrôle et, s'ils agissent de concert, les éléments clés des accords d'actionnaires (principe 8.5)

En vertu du Code de gouvernance d'entreprise, la société est tenue de publier dans sa charte l'identité des principaux actionnaires, avec une description de leurs droits de vote et de leurs droits de contrôle spéciaux. Le tableau reproduit ci-dessous opère à son tour une distinction entre les sociétés qui se limitent à publier une brève description de certains éléments (répertoriées sous la rubrique 'information sommaire'), et celles qui publient des précisions explicites (répertoriées sous la rubrique 'description détaillée') pour chacun des éléments prévus sous le point VIII.

Si les actionnaires agissent de concert, la charte devra également publier une description des éléments clés des accords d'actionnaires existants.

Pour l'ensemble des chartes, l'étude a permis de constater que dans 35,57% des cas (37 sociétés), la charte ne contient aucune information sur les principaux actionnaires ni sur leurs droits de vote. En revanche, s'il est vrai que ces informations sont présentes dans 64,43% des chartes, elles ne sont détaillées que dans 15,38% des cas (16 sociétés). Le tableau 8 reflète la ventilation des résultats par segment de cotation.

	Bel 20	Continu	Fixing
Description détaillée	5,55%	19,04%	13,04%
Information sommaire	61,11%	44,44%	52,17%
Absence d'informations	33,33%	36,50%	34,78%

Tableau 8: informations sur l'identité des actionnaires, description des droits de vote et de contrôle: ventilation par segment

Le tableau 8 montre à l'évidence que, contrairement aux constatations faites pour les autres éléments ayant fait l'objet de l'étude, l'information soit fait défaut (pour un tiers des sociétés), soit se révèle succincte, tous segments confondus. Seules 16 chartes (15,38% du total) présentent au lecteur une image claire de l'identité des principaux actionnaires et une description détaillée des droits de vote et de contrôle. La principale explication de cet état des choses pourrait se trouver dans le renvoi fait par de nombreuses sociétés à leur site Internet pour l'aperçu le plus récent de la structure de leur actionnariat.

Le tableau 9 présente un aperçu des résultats détaillés de l'examen de la description des éléments clés des accords d'actionnaires. Les 3 sociétés qui ont explicitement déclaré ne pas avoir connaissance d'accords d'actionnaires, n'ont pas été retenues pour le calcul des pourcentages. Sur un total de 101 sociétés, 57 (56,43%) publient effectivement des informations sur les éléments clés des accords d'actionnaires existants.

Les sociétés qui ont explicitement déclaré dans leur charte ne pas avoir connaissance d'accords d'actionnaires, ont été rajoutées aux sociétés qui publient dans leur charte une description claire des accords d'actionnaires.

	Bel 20	Continu	Fixing
Description	27,77%	47,54%	45,45%
Absence de description	72,22%	52,45%	56,92%

Tableau 9: description des éléments clés des accords d'actionnaires existants: ventilation par segment.

Il ressort du tableau 9 que dans la majorité des cas (72,22%), la charte ne publie pas de description claire d'un (des) accord(s) d'actionnaires. Il est remarquable de constater que ce soit le cas pour 75% des sociétés du Bel20.

IX. Autres relations directes et indirectes entre la société et ses principaux actionnaires (principe 8.5)

La société devrait publier également les autres relations directes et indirectes entre elle-même et ses principaux actionnaires.

L'étude montre que seules 17 sociétés (16,34%) publient dans leur charte les relations entre elles-mêmes et leurs principaux actionnaires ou déclarent explicitement qu'il n'existe pas d'autres relations entre la société et ses actionnaires. Cette obligation s'avère généralement la moins suivie par les sociétés cotées.

X. Politique du conseil d'administration relative aux transactions (ou autres relations contractuelles) entre la société (y compris les sociétés liées) et les administrateurs et membres du management exécutif non couvertes par les dispositions légales en matière de conflits d'intérêts (principes 3.6 et 3.7)

En vertu du Code de gouvernance d'entreprise, le conseil d'administration est tenu d'établir une politique relative aux transactions ou autres relations contractuelles entre la société, y compris les sociétés liées, et les administrateurs, lorsque ces transactions ou les autres relations contractuelles ne sont pas couvertes par les dispositions légales en matière de conflit d'intérêts. Cette politique est publiée dans la charte. Les commentaires sur l'application de cette politique sont publiés dans le rapport annuel de la société et sortent dès lors du cadre de la présente étude.

Dans son examen de la politique, l'étude opère une distinction selon la nature de l'information publiée par la société dans sa charte (information détaillée ou sommaire). Lorsque la charte contient des informations sur le champ d'application à savoir 'qui est visé par cette règle', sur les conditions auxquelles les transactions entre la société et les administrateurs ou membres du management exécutif peuvent être conclues et qu'elle décrit les procédures à suivre, le résultat est répertorié sous la rubrique 'politique détaillée'. Si la publication se résume à quelques-uns de ces éléments, elle sera répertoriée sous la rubrique 'politique sommaire'.

16 chartes (15,35%) ne donnent aucune précision sur la politique mise en oeuvre. En revanche, s'il est vrai que dans la grande majorité des cas (88 du total ou 84.61%), la charte décrit la politique suivie, cette description n'est détaillée que dans 53 chartes. Le tableau 10 présente la ventilation des résultats par segment de cotation.

	Bel 20	Continu	Fixing
Politique détaillée	72,22%	52,38%	30,43%
Politique sommaire	5,55%	36,50%	47,82%
Absence de politique	22,22%	11,11%	21,73%

Tableau 10: description de la politique relative aux transactions entre la société et les administrateurs/le management non visées par le régime en matière de conflits d'intérêts: ventilation par segment

Ce tableau montre à son tour l'existence d'une relation entre la 'qualité' de l'information publiée et le segment sur lequel la société concernée est cotée.

XI. Quelles sont les mesures prises par la société en vue de se conformer aux règles en matière d'abus de marché (principes 3.7 et 6.8)

La société est tenue de prendre toutes les mesures nécessaires et utiles pour se conformer à la Directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)¹. Le Code dispose que pour les opérations effectuées par les administrateurs et d'autres personnes désignées, sur les instruments financiers de la société, le conseil d'administration doit adhérer au moins aux dispositions et lignes de conduite reprises ci-dessous, lors de l'établissement de règles régissant ce type de transactions:

- Fixer des *limites* pour l'exécution de transactions sur les titres de la société pendant certaines périodes précédant la publication de résultats financiers (périodes fermées ou périodes d'interdiction). Le conseil d'administration précisera par ailleurs les personnes auxquelles ces limites s'appliquent (voir point A ci-dessous) ;
- Désigner un *compliance officer* qui a notamment pour mission d'assurer le suivi du respect de ces règles par les administrateurs et les autres personnes désignées (voir point B ci-dessous);
- Avant toute transaction sur les titres de la société, un administrateur est tenu *d'informer* le compliance officer de ses intentions;
- La transaction sur les titres de la société ainsi déclarée au préalable, *sera rendue publique* (voir point C ci-dessous).

L'étude a vérifié en premier lieu le nombre de sociétés dont la charte comprend une rubrique consacrée aux dispositions en matière 'd'abus de marché'. Elle a également vérifié dans quelle mesure la charte se réfère pour cette rubrique à la Directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

Il ressort de cette vérification que dans 88 cas (soit 84,61% des sociétés publiant une charte), la charte contient des mesures formelles pour se conformer aux règles en matière d'abus de marché. Cependant, 12 chartes seulement se réfèrent explicitement à la Directive 2003/6/CE.

¹ Directive 2003/6/CE du parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, JO L 96 du 12.4.2003, p.16.

Ensuite, l'étude a examiné la conformité des dispositions en matière d'abus de marché, sous l'angle de leur contenu, aux 'règles minimales' prévues par le Code de gouvernance d'entreprise.

Sous l'angle du contenu des dispositions en matière d'abus de marché, il s'avère que la charte comprend dans la majorité des cas (60,22%), outre une référence aux ou un rappel des règles légales (les dispositions relatives aux abus de marché de la Loi du 2 août 2002²), des règles 'complémentaires' applicables aux transactions sur actions propres (les formalités à observer, les périodes d'interdiction, ...). Dans les autres cas, la charte se limite à prévoir une référence sommaire aux dispositions légales régissant les transactions sur les titres de la société cotée.

Comme il a déjà été souligné, la charte doit publier les règles minimales applicables *aux transactions sur titres, à la désignation d'un compliance officer et à la publicité des transactions de dirigeants sur titres émis par la société.*

a) Les limites pour l'exécution de transactions sur les titres de la société pendant certaines périodes

73 chartes (70%) déterminent les périodes pendant lesquelles les transactions sur les titres de la société sont autorisées/interdites. La confrontation de ce résultat au nombre de sociétés qui ont prévu des mesures concrètes pour répondre aux exigences en matière d'abus de marché, a permis de constater que 82,95% de ces chartes prévoient effectivement des périodes pendant lesquelles des transactions sont soit interdites, soit autorisées.

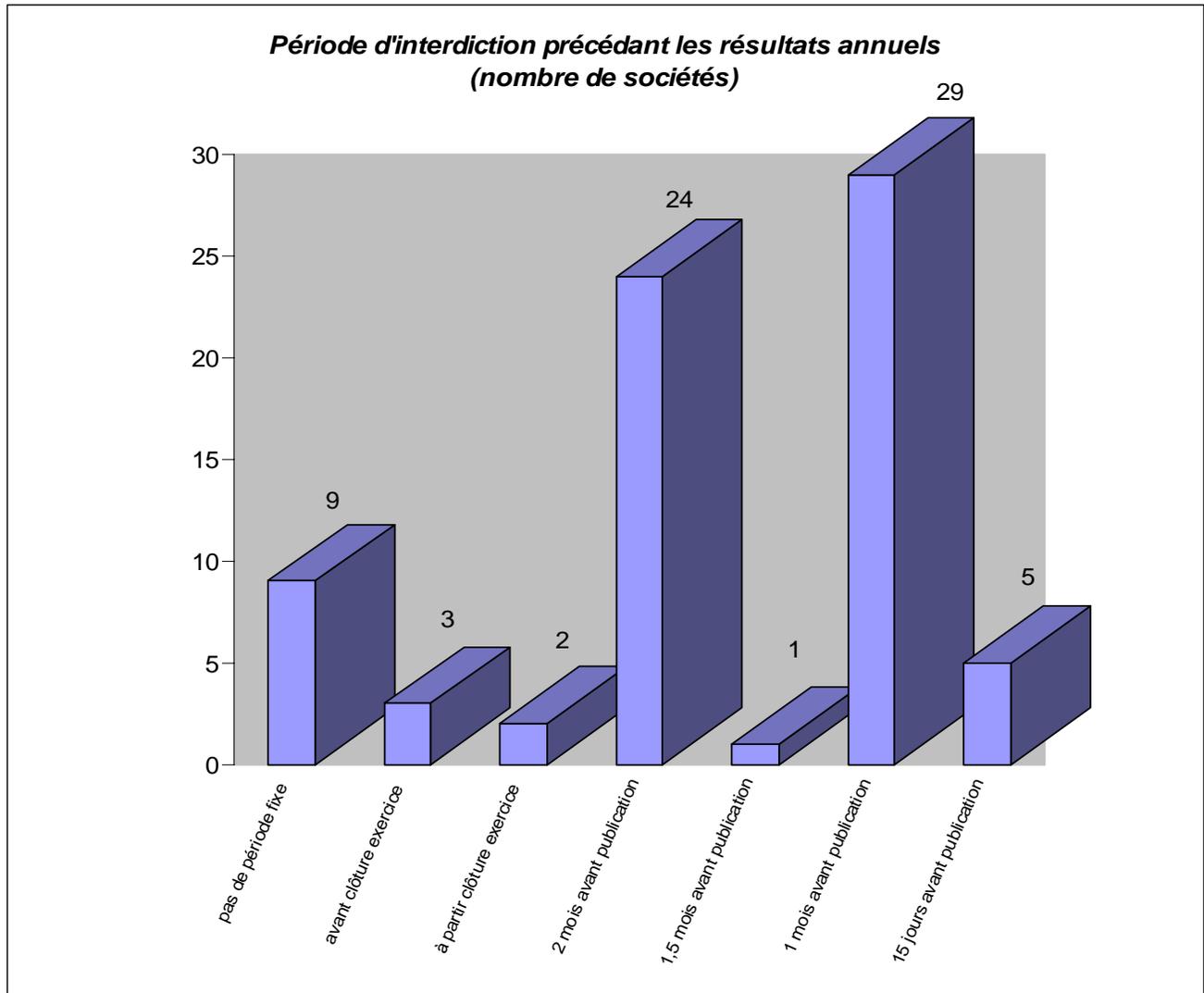
L'étude a permis de constater une grande divergence entre les dispositions prévues par les chartes au sujet de la durée de la période d'interdiction de transactions précédant la publication d'informations périodiques (les résultats annuels, semestriels et trimestriels). La période d'interdiction *maximale* commence à courir 1 mois avant la clôture de l'exercice ou la publication des résultats visés, jusque 3 jours après la publication de ces résultats (pouvant dès lors impliquer une interdiction de transactions s'étalant sur plus de trois mois, mais en réalité nous avons constaté que la période d'interdiction pour les sociétés concernées se limitait à 2 mois et demi). En revanche, la période d'interdiction *minimale* couvre les 15 jours précédant la publication des résultats. Comme ce dernier délai paraît plutôt bref, la question se pose s'il ne serait pas indiqué de moduler la période d'interdiction davantage en tenant compte de la fonction occupée par 'l'initié' au sein de la société.

Il s'avère qu'à l'occasion de la publication des résultats annuels, les sociétés qui déterminent une période d'interdiction, fixent celle-ci dans la majorité des cas (93,15%) à 1 mois au moins, sinon davantage. Lors de la publication de résultats trimestriels ou semestriels, cette période est fixée à 1 mois précédant leur publication dans 84,93% des cas.

Si dans sa charte la société détermine une période d'interdiction de transactions sur titres pour les personnes qu'elle désigne, qui commence à courir avant ou au moment de la clôture du trimestre ou de l'exercice, le risque d'abus de marché s'en trouvera logiquement réduit.

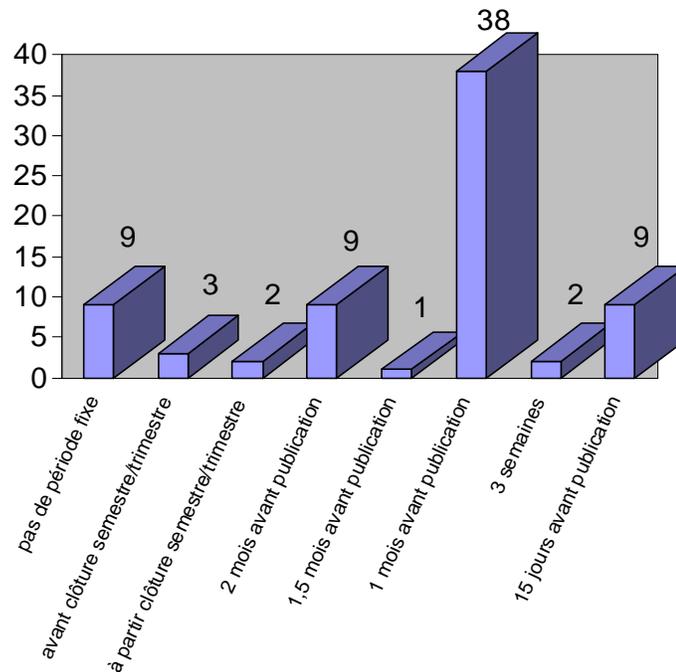
² Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.* 4 septembre 2002.

Les graphiques reproduits ci-dessous donnent un aperçu des périodes d'interdiction précédant la publication des résultats annuels, semestriels et trimestriels.



Graphique 2: durée de la période d'interdiction précédant la publication des résultats annuels

Période d'interdiction précédant les résultats semestriels et trimestriels (nombre de sociétés)



Graphique 3: durée de la période d'interdiction précédant la publication des résultats semestriels et trimestriels

b) Désignation d'un compliance officer

73 sociétés (70% de l'ensemble des chartes) ont désigné un compliance officer ou une personne chargée de ses missions. La confrontation de ce résultat au nombre de sociétés qui ont prévu des mesures concrètes pour répondre aux exigences en matière d'abus de marché, a permis de constater que 82,95% de ces sociétés ont désigné un compliance officer.

Le tableau 11 présente pour les 104 sociétés les résultats de l'examen par segment.

	Bel 20	Continu	Fixing
Présent	72,22%	74,60%	47,82%
Absent	27,78%	25,40%	52,18%

Tableau 11: présence d'un compliance officer: ventilation par segment (base 104)

c) Publicité des transactions sur les titres de la société préalablement déclarées

En vertu du Code, arrêté en 2004, toute transaction effectuée par le groupe des personnes désignées doit également être rendue publique.

Dans l'intervalle, cette publicité a été consacrée par voie légale. Ainsi, les opérations effectuées sur les titres d'une société par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes doivent, en vertu de l'A.R. du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché³, être notifiées à la CBFA, qui les rend publiques sur son site internet.

Eu égard à ce prescrit légal, le respect de cette exigence n'a plus été contrôlé au niveau des chartes.

³ A.R. du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché, *M.B.* 10 mars 2006.

Conclusion

Presque 8 sociétés sur 10 publient une charte, ce qui est un résultat remarquable. Certaines sociétés, principalement celles dont la capitalisation boursière est relativement limitée, devront encore consentir un effort pour répondre aux exigences du Code de gouvernance d'entreprise.

Quant à la forme, les chartes présentent une grande diversité. Quant au fond, elles sont largement cohérentes.

La grande majorité des chartes n'aborde pas tous les éléments imposés par le Code de gouvernance d'entreprise. Certaines chartes se limitent à quelques-uns des thèmes obligatoires. Parmi les thèmes qui ne sont généralement pas repris dans la charte, citons les (autres) relations entre la société et ses actionnaires, l'identité de ses actionnaires et la description de leurs droits de vote, et la structure de l'actionnariat et celle du contrôle de la société.

Les sociétés faisant partie du Bel20 ou cotées sur le segment continu d'Eurolist et de ce chef plus liquides, affichent globalement un résultat variant entre plutôt bien et parfait.

Cependant, un grand nombre de sociétés qui publient déjà une charte, devront encore consentir un effort, afin d'y aborder de manière extensive tous les aspects de fond et d'en augmenter le degré de transparence. En effet, pour certaines sociétés – principalement celles cotées sur le segment du fixing d'Eurolist – l'étude a constaté que les informations publiées dans la charte sont relativement succinctes. Il y a lieu de souligner que, dans ce contexte, le Code ne fait pas de distinction en fonction de la taille de la société.

ANNEXE : liste des études précédemment publiées

1. Les communiqués semestriels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1997).
2. Le tableau de flux de trésorerie ou de financement : un examen comparatif de l'information donnée par les entreprises cotées à terme (février 1998).
3. La publication de données spécialement destinées aux investisseurs par les sociétés cotées au marché à terme (mars 1998).
4. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (mai 1998).
5. Etude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de "corporate governance" (octobre 1998).
6. Les communiqués semestriels 1998 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1998).
7. Quelle transparence pour le portefeuille-titres (janvier 1999).
8. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1998 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (mai 1999).
9. Règles d'évaluation (juillet 1999).
10. Etude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de "corporate governance" dans les rapports annuels 1998 (novembre 1999).
11. La publication de données spécialement destinées aux investisseurs par les sociétés belges cotées au premier marché (décembre 1999).
12. Les communiqués semestriels 1999 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1999).
13. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1999 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juillet 2000).
14. Les communiqués semestriels 2000 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (novembre 2000).
15. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2000 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juillet 2001).
16. Les communiqués semestriels 2001 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (novembre 2001).
17. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2001 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juin 2002).

18. Les communiqués semestriels publiés en 2002 par les sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 2002).
19. Information trimestrielle Q 3/2002, publiée par les sociétés cotées au premier marché (février 2003).
20. Information sur Internet – Commercialisation de parts sur Internet (juillet 2003).
21. Méthodologie utilisée pour le calcul du risque des OPC (juillet 2003).
22. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2002 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (septembre 2003).
23. Les communiqués semestriels publiés en 2003 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (décembre 2003).
24. Les communiqués trimestriels publiés en 2003 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (février 2004).
25. Les communiqués annuels 2003 des sociétés cotées sur Euronext Brussels (juin 2004).
26. Résultats de l'enquête IAS/IFRS menée par la CBFA auprès des sociétés belges cotées (juin 2004).
27. Informations fournies en matière de *corporate governance* par les sociétés belges cotées au premier marché d'Euronext Brussels - *capita selecta* (décembre 2004).
28. Les communiqués semestriels publiés en 2004 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (décembre 2004).
29. Convocations aux assemblées générales de sociétés cotées belges : modalités de publication (novembre 2005).
30. Les communiqués semestriels publiés en 2005 par les sociétés cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (janvier 2006).
31. Informations publiées en 2005 sur le passage aux normes IFRS et impact de ces normes sur les capitaux propres et le résultat dans les sociétés belges dont les actions sont cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (mars 2006).
32. Les communiqués annuels 2005 des sociétés cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (août 2006).
33. Etude comparative sur les informations en matière de gouvernance d'entreprise publiées par les entreprises cotées dans la "Charte de gouvernance d'entreprise".

Toutes les études peuvent être téléchargées sur le site de la CBFA (www.cbfa.be) ou être commandées par e-mail (doc@cbfa.be) pour la somme de 4 € par étude.