



BELGIAN
GOVERNANCE
INSTITUTE



FEB
Fédération des
Entreprises de
Belgique

Respect du Code belge de gouvernance d'entreprise : un état de la question

Pour plus d'information, veuillez contacter :

Belgian Governance Institute
Tristan Dutry
Rue Ravenstein 36, 1000 Bruxelles
Tél. 02/513.18.14
Fax. 02/514.32.82
e-mail: tristan.dutry@b-g-i.be

FEB – VBO
Christine Darville
Rue Ravenstein 4, 1000 Bruxelles
Tél. 02/515.08.29
Fax. 02/515.09.85
e-mail : cda@vbo-feb.be

Tous droits réservés. L'utilisation, la diffusion et la reproduction, d'un quelconque extrait de ce document par quelque procédé que ce soit, notamment par impression, photocopie, microfilm, support magnétique sont interdites sauf autorisation formelle, écrite et préalable du BELGIAN GOVERNANCE INSTITUTE et de la FEDERATION DES ENTREPRISES DE BELGIQUE.

EXECUTIVE SUMMARY

Principale conclusion

Sur la base de l'analyse des rapports annuels, des Chartes de gouvernance d'entreprise et des sites web des sociétés, il apparaît clairement que les sociétés cotées belges ont consenti d'importants efforts en vue de respecter au maximum le Code Lippens et d'informer le public en détail au sujet de leurs pratiques en matière de gouvernance d'entreprise.

1. Cadre de l'étude

Le Belgian Governance Institute et la FEB-VBO ont pris l'initiative de réaliser une étude sur le **respect du Code belge de gouvernance d'entreprise (Code Lippens ou le Code)**. Début 2006, une première étude a été réalisée afin d'évaluer le respect des dispositions relatives à la publication de la **Charte de gouvernance d'entreprise** (Charte GE) sur le site web des 135 sociétés cotées belges. Au cours de la seconde moitié de 2006, l'étude a été élargie à l'analyse du **Chapitre de gouvernance d'entreprise** (Chapitre GE) des rapports annuels de l'exercice 2005 des sociétés belges des indices Bel 20, Bel Mid et Bel Small. Une mise à jour de la première étude a également été réalisée, étendant ainsi l'étude à d'autres chartes.

Conformément au principe '**se conformer ou expliquer**' ('comply or explain'), il convient, dans le cadre de l'évaluation du respect du Code, d'établir une distinction entre **trois catégories** de dispositions, à savoir :

- les dispositions qui sont appliquées purement et simplement ('comply') ;
- les dispositions qui ne sont pas appliquées, mais pour lesquelles les sociétés expliquent ('explain') la raison pour laquelle elles n'appliquent pas la disposition visée ; ces sociétés respectent donc le Code, mais n'appliquent pas lesdites dispositions comme ce dernier le recommande ;
- les dispositions qui ne sont pas respectées, dans la mesure où les sociétés ne les appliquent pas ni n'expliquent la raison pour laquelle elles ne le font pas.

La présente étude ne porte pas sur la nature des 'explications'. Ce point sera approfondi dans une phase ultérieure.

Cette **étude de monitoring externe** se limite aux **informations publiquement disponibles**. Cependant, elle ne porte pas uniquement sur la Charte GE et le Chapitre GE. Toutes les informations publiquement disponibles sur le site web et dans le rapport annuel ont également été examinées. Il convient, à cet égard, de noter qu'un bon nombre de dispositions du Code ne peuvent pas faire l'objet d'une évaluation 'externe'. Certaines dispositions (partielles) sont de nature plutôt qualitative (par ex. les lignes de conduite) ou ont trait au fonctionnement interne de la société, ce qui est difficile à évaluer de l'extérieur (cf. disposition 2.1. "le conseil d'administration est un organe collégial"). A cela s'ajoute que certaines dispositions à caractère 'interne' ne sont soumises à aucune exigence en matière de publication, comme c'est d'ailleurs le cas aussi dans les pays voisins. Cela aurait, en effet, pour conséquence d'imposer aux sociétés une charge administrative excessivement lourde, risquant, par là même, de compromettre l'application effective du Code. L'approche flexible du principe 'se conformer ou expliquer' implique dès lors qu'outre les obligations spécifiques en matière de publication, les sociétés peuvent se limiter à faire rapport sur les dispositions auxquelles elles dérogent.

Si l'on pousse ce raisonnement plus loin, **on pourrait implicitement en conclure que la société respecte effectivement toutes les dispositions au sujet desquelles elle ne fournit pas d'explication**. C'est notamment l'approche qui a été retenue dans le cadre de **l'étude de monitoring aux Pays-Bas**. Sauf information explicite établissant le contraire, les sociétés examinées sont supposées respecter le code néerlandais (Code Tabaksblat). Cela se justifie dans la mesure où le principe 'se conformer ou expliquer' est intégré dans la législation néerlandaise relative à la comptabilité des entreprises, en vertu de laquelle les sociétés sont tenues à une information explicite en la matière.

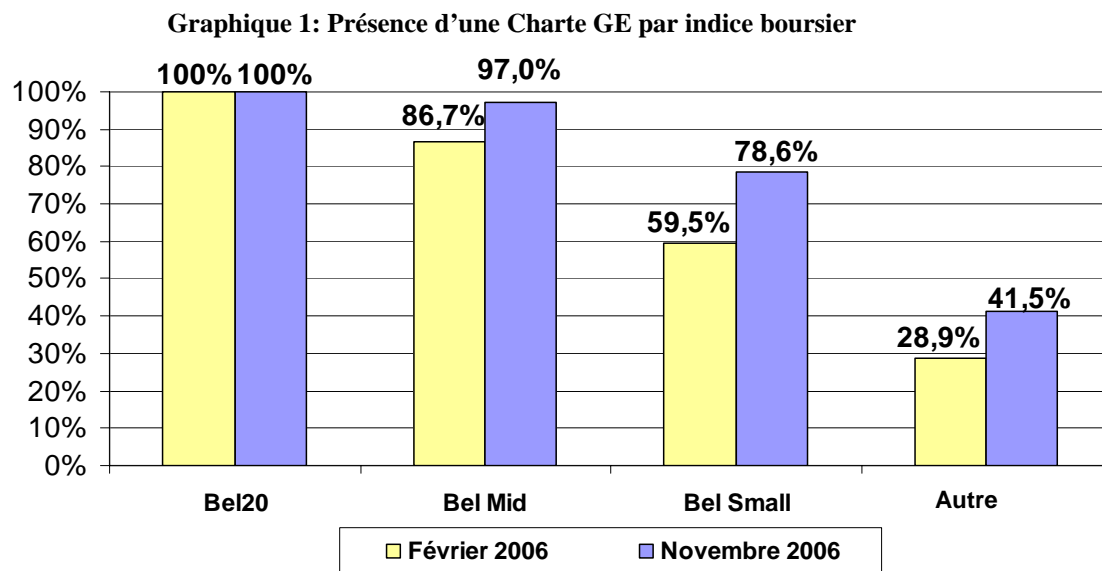
Compte tenu du peu d'expérience qu'ont les sociétés belges de l'usage du principe 'se conformer ou expliquer' et du fait que ce principe n'est pas intégré dans la législation belge relative à la comptabilité des entreprises (pas plus que dans la législation britannique ni dans celle d'autres pays), nous avons **limité le champ d'analyse de l'étude aux seules dispositions (ou parties de celles-ci) pouvant être contrôlées directement sur la base des informations disponibles**. Contrairement à ce qui se fait aux Pays-Bas, nous ne supposons pas, en Belgique, qu'une disposition est respectée en l'absence d'informations à son sujet. Le respect des dispositions n'a été enregistré qu'après vérification effective. Il est fort important, dès lors, d'en tenir compte dans le cadre de l'interprétation et de la comparaison avec les pourcentages de respect du Code Tabaksblat.

2. Résultats globaux de l'étude

Sur la base de l'analyse des rapports annuels, des Chartes GE et des sites web des sociétés des indices Bel 20, Bel Mid et Bel Small, il apparaît clairement que ces sociétés ont consenti **d'importants efforts** en vue de **respecter au maximum le Code et d'informer le public en détail** de leurs pratiques en matière de gouvernance d'entreprise.

Chartes de gouvernance d'entreprise

Compte tenu de l'hétérogénéité et du nombre relativement important de petites sociétés cotées, les **résultats suivants peuvent être considérés comme très positifs**. Les trois quarts (74,8%) des sociétés cotées examinées (**101 sur 135**) publient une Charte GE. Elles représentent ensemble **98,7% de la capitalisation boursière d'Euronext Bruxelles**. Tant celles du Bel 20 que celles du Bel Mid obtiennent des résultats excellents. Quant à celles du Bel Small, on peut affirmer qu'elles respectent déjà très bien cette obligation de publication si l'on tient compte de leur taille (plus) réduite. Pour les sociétés n'appartenant à aucun de ces trois indices boursiers, des progrès sont néanmoins possibles. Ce sont surtout les sociétés avec un 'free float' de moins de 30% qui obtiennent des résultats relativement faibles en ce qui concerne l'obligation de publication.



Si l'on compare les résultats de novembre 2006 avec ceux du mois de février de la même année, on note une **amélioration constante**, ce qui confirme l'acceptation du Code Lippens par les sociétés cotées belges. Par rapport au mois de février, l'évolution se chiffre à 23% (19

nouvelles Chartes GE) ; elle concerne surtout les sociétés du Bel Mid et du Bel Small. Cela indique clairement que les **grandes sociétés ont joué un rôle de pionnier au niveau du respect du Code** et qu'elles ont été suivies en ce sens par les entreprises de taille (plus) restreinte.

Chapitre de gouvernance d'entreprise et respect des dispositions du Code

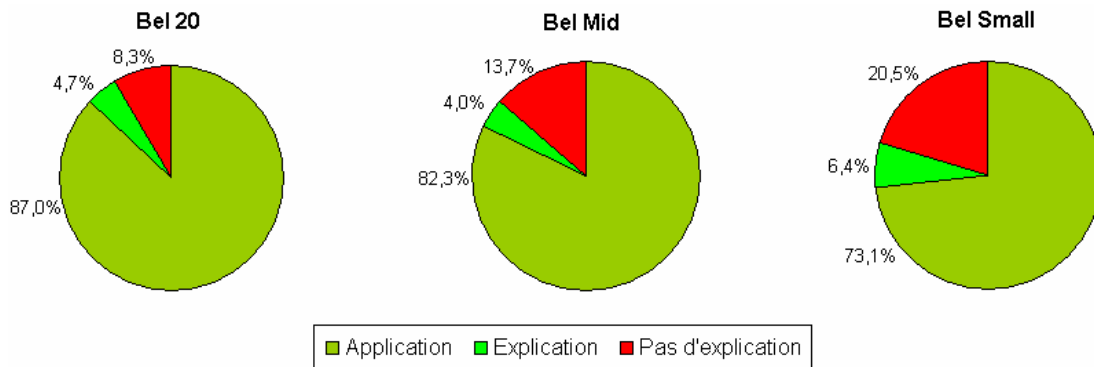
De manière générale, on peut affirmer que les sociétés cotées concernées **respectent déjà bien** les dispositions du Code, surtout si l'on tient compte du fait que l'exercice 2005 peut être considéré comme une année de transition. Au total, 79,7% des dispositions du Code publiquement contrôlables font l'objet d'une application pure et simple. Si l'on prend également en considération les dispositions auxquelles les sociétés dérogent tout en justifiant leur décision dans les formes prévues par le Code ('explain'), le **pourcentage de respect** du Code atteint **84,8%**. Seules 6 sociétés du Bel Small, sur un total de 91, ne respectent pas le Code ; parmi elles, on compte deux holdings de contrôle, une Sicaf et une Pricaf. Si l'on se limite aux sociétés qui suivent le Code, ces pourcentages moyens s'élèvent alors respectivement à 82,2% et **87,5%**.

Les sociétés du **Bel 20** prennent manifestement les devants et montrent l'exemple aux autres. Elles appliquent en moyenne 87% des dispositions publiquement contrôlables de manière pure et simple et, si l'on tient compte des explications fournies, elles respectent **91,7%** des dispositions étudiées.

Tableau 1: Aperçu des résultats par indice

	Application	Explication	Pas d'explication	"Respect"
Bel 20 (N=19)	87,0%	4,7%	8,3%	91,7%
Bel Mid (N= 32)	82,3%	4,0%	13,7%	86,3%
Bel Small (N=40)	73,1%	6,4%	20,5%	79,5%
Total 1 (N= 91)	79,7%	5,1%	15,2%	84,8%

Graphique 2: Résultats par indice



Il ressort aussi de l'analyse que **le principe 'se conformer ou expliquer' est utilisé par les sociétés comme un instrument leur permettant d'expliquer la raison pour laquelle elles ne peuvent pas (encore) satisfaire à certaines dispositions du Code**. Conformément à la philosophie du Code, il appartient d'abord aux actionnaires d'évaluer la validité de cette explication. Cette étude s'est limitée à vérifier l'existence d'une explication sans en contrôler la validité. Un premier examen des arguments avancés révèle toutefois que leur ampleur varie fortement. Certaines sociétés expliquent en détail pourquoi elles dérogent à une disposition du Code, tandis que d'autres se limitent à une référence sommaire à la situation particulière de l'entreprise. L'explication publiée permet aussi de déduire que certaines dérogations (notamment pour la composition des comités) sont considérées comme temporaires.

✚ Les dispositions les plus respectées

Il est frappant d'observer que de nombreuses sections essentielles du Code sont **respectées par plus de 95%** des entreprises qui suivent le Code ('se conformer ou expliquer'). Il s'agit notamment de celles relatives aux obligations en matière de publication, telles que la Charte GE, le Chapitre GE, le site web destiné aux actionnaires (y compris le calendrier financier et les statuts de la société), la publication de la structure de l'actionnariat, ainsi que la publication de la politique de rémunération de la société. On recense également un suivi parfait des dispositions relatives à la création d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération. Les sociétés affichent aussi de très bons résultats en ce qui concerne la composition du management exécutif et du conseil d'administration (moitié d'administrateurs non exécutifs ; séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de CEO).

✚ Les dispositions auxquelles il est le plus dérogé

En dépit du pourcentage élevé de suivi, les sociétés semblent **clairement éprouver des difficultés par rapport à certaines dispositions du Code**. Cela se traduit par un taux de **dérogation** élevé pour ces dispositions (partielles), **en l'absence de toute explication**. Il s'agit essentiellement de la possibilité d'inscrire des points à l'ordre du jour de l'assemblée générale (5% du capital), de la publication d'un commentaire de la politique en matière de conflits d'intérêts, des dispositions relatives à l'engagement et au départ des managers exécutifs et des informations en matière d'options sur actions. Par ailleurs, les dispositions (partielles) portant sur la publication des taux de présence individuels des administrateurs, sur la distinction précise entre rémunération de base, rémunération variable et autres composantes de la rémunération et sur la fréquence des réunions du comité de rémunération et du comité de nomination, sont aussi relativement moins bien respectées.

Vu de l'extérieur, on ne peut évidemment que supputer la cause du non-respect de certaines dispositions (ni application ni explication). Sur la base de l'analyse des rapports annuels, des Chartes GE et des sites web des sociétés, **il semble que la dérogation n'est le plus souvent pas délibérée**. Il semble plutôt que certains éléments d'une disposition du Code aient été négligés ou ne soient pas pertinents pour la société sans qu'elle ne le mentionne explicitement. Dans certaines sociétés qui affirment respecter l'intégralité du Code et expliquent minutieusement les dispositions qu'elles ne suivent pas, des imperfections ont malgré tout été constatées. L'élaboration d'une **ligne de conduite pratique concernant les exigences de publication** du Code pourrait, à cet égard, **avoir un effet positif sur son degré de respect**.

Dans le même ordre d'idées, nous observons que chaque société peut rédiger son rapport sur l'application du Code de manière individuelle, le Code n'ayant **pas établi de canevas global** à cet effet. Certes, l'annexe F du Code énumère le contenu minimal de la Charte GE et du Chapitre GE du rapport annuel, mais il appartient aux sociétés elles-mêmes de donner corps aux recommandations formulées. D'une part, ce dispositif leur offre la flexibilité voulue pour faire rapport, chacune à sa manière, sur l'application du Code, mais, d'autre part, il complique l'évaluation du respect des diverses dispositions du Code, ainsi que la comparaison entre les sociétés.

✚ **La rémunération du management exécutif**

60% des sociétés étudiées publient la rémunération individuelle du CEO. A cet égard, le **Bel 20** enregistre un score significativement meilleur avec 16 des 19 sociétés (**84%**) qui publient la rémunération individuelle du CEO. **27%** des sociétés étudiées justifient leur décision de ne pas le faire, alors que **13%** n'avancent aucune motivation. Ce sont surtout les sociétés du Bel Small qui dérogent (en motivant leur décision) à cette disposition du Code. La rémunération globale des (autres) membres du management exécutif est publiée par **94%** des sociétés, dont toutes celles du Bel 20.

✚ **Les administrateurs indépendants**

Enfin, l'étude a également évalué l'interprétation de la notion d'indépendance des administrateurs. Dans la mesure où il existe **plusieurs définitions couramment utilisées** (Code et législation, en particulier l'article 524 du Code des sociétés) et vu que les sociétés peuvent déroger à la définition contenue dans le Code en vertu du principe 'se conformer ou expliquer', on observe à cet égard des situations très diverses.

I: CADRE DE L'ÉTUDE

1. Commentaires sur l'étude

La présente étude a pour objectif de contrôler le respect du Code belge de gouvernance d'entreprise par les sociétés belges cotées, en ce qui concerne tant ses dispositions en matière de publication (principe 9 et annexe F) que l'application du principe 'se conformer ou expliquer'.

La période étudiée est essentiellement l'exercice 2005 qui fait l'objet du dernier rapport annuel des sociétés. En ce qui concerne la structure du conseil d'administration et des comités, l'étude prend en compte la situation à la fin de cet exercice, à moins que des données plus récentes ne soient disponibles sur la base d'autres sources (site web, procès-verbal de l'assemblée générale).

2. Méthodologie

Interprétation du respect du principe 'se conformer ou expliquer'

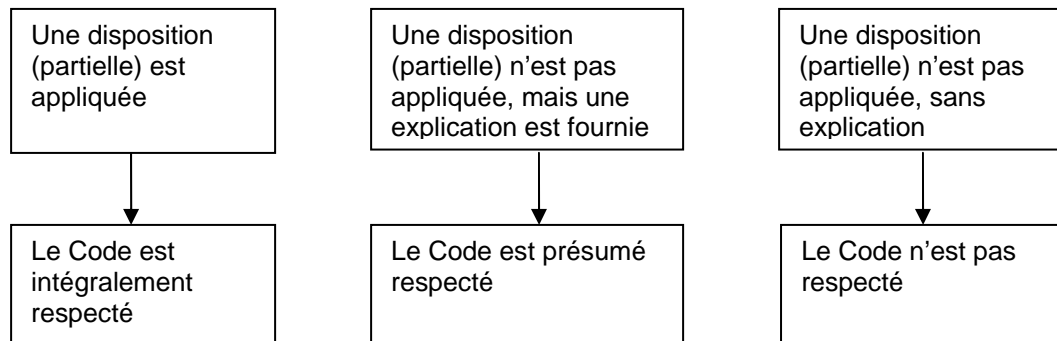
Conformément à la philosophie de flexibilité qui a inspiré le Code, les sociétés sont supposées soit appliquer les dispositions du Code, soit expliquer pourquoi elles ne le font pas au vu de leur situation spécifique. Comme déjà souligné, cette dernière option ne constitue pas une infraction aux principes du Code, dans la mesure où il s'agit d'une explication sensée.

Lors de la réalisation de la présente étude, nous nous sommes inspirés de la méthodologie appliquée dans les pays voisins (cf. Pays-Bas et Grande-Bretagne). Une société est supposée respecter le Code lorsqu'elle fait usage (de manière sensée) du principe 'se conformer ou expliquer'. Ce n'est que lorsqu'elle n'applique pas une disposition et de plus omet d'en expliquer la raison que l'on conclut qu'elle ne respecte pas le Code sur ce point.

Nous effectuerons une analyse plus approfondie de la qualité des explications fournies lors d'une phase ultérieure de l'étude. Aussi distinguerons-nous :

- ⇒ les sociétés qui appliquent une disposition purement et simplement ;
- ⇒ les sociétés qui expliquent pourquoi elles n'appliquent pas une disposition ; et
- ⇒ les sociétés qui n'appliquent pas une disposition ni n'expliquent la raison pour laquelle elles ne l'appliquent pas.

L'évaluation du respect du principe 'se conformer ou expliquer' est dès lors structurée comme suit :



✚ Scission des dispositions du Code en dispositions partielles

Pour pouvoir évaluer le respect du principe 'se conformer ou expliquer', il s'est avant tout avéré nécessaire de scinder la plupart des dispositions du Code en dispositions partielles faisant chacune l'objet d'une vérification distincte. Certaines dispositions ont en effet trait à divers éléments ou à plusieurs aspects d'un même élément, ce qui signifie qu'une disposition pourrait n'être respectée que partiellement. Afin de neutraliser ce risque, les dispositions du Code concernées ont été scindées en dispositions partielles distinctes.

✚ Elimination des dispositions (partielles) et des lignes de conduite qualitatives

Les dispositions du Code sont complétées par des lignes de conduite qui, en raison de leur caractère qualitatif ou subjectif, ne sont pas aisées à évaluer en termes de conformité (cf. par ex., ligne de conduite sous 2.7. "Le conseil d'administration se réunit suffisamment fréquemment pour exercer efficacement ses obligations"). Une analyse plus détaillée du Code, dans la perspective de l'évaluation de son respect, révèle qu'outre les lignes de conduite, certaines dispositions (partielles) ne se prêtent pas non plus à une évaluation externe (cf. par ex., 1.1. "Toute société est dirigée par un conseil d'administration collégial» ou 8.14. "Le conseil d'administration veille à la prise en considération attentive par les

investisseurs des explications qu'il leur donne concernant les aspects pour lesquels la société n'applique pas les recommandations du présent Code."). C'est la raison pour laquelle ces lignes de conduite et dispositions (partielles) spécifiques n'ont pas été retenues dans l'étude. D'autres techniques d'analyse s'imposent pour évaluer le respect (de l'esprit) du Code sur ces points. Une telle analyse dépasse le cadre de cette étude globale, mais sera réalisée à l'occasion des études sur les pratiques de gouvernance des entreprises réalisées périodiquement par le Belgian Governance Institute et par la FEB-VBO.

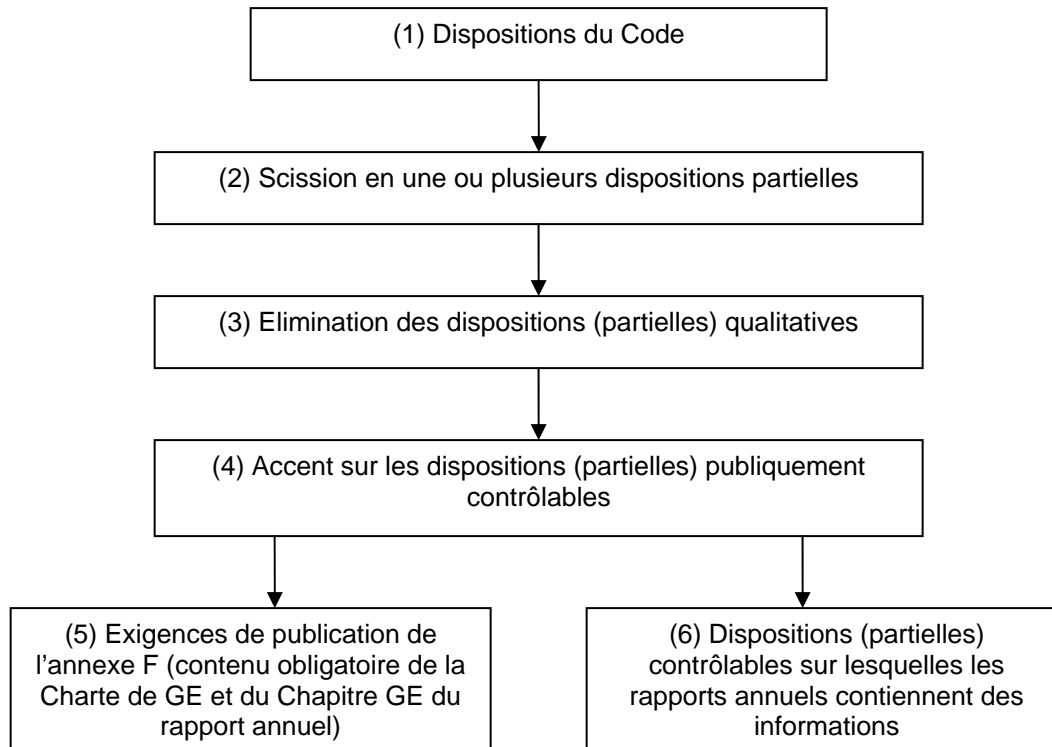
✚ Accent sur les dispositions (partielles) publiquement contrôlables

Enfin, le champ d'analyse de la présente étude se limite aux informations publiquement disponibles (rapport annuel, Charte GE, site web). Ces dispositions (partielles) publiquement contrôlables se répartissent en deux catégories. D'une part, les dispositions de l'annexe F concernant les éléments à publier dans la Charte GE et dans le Chapitre GE du rapport annuel de la société. D'autre part, de nombreuses dispositions (partielles) (concernant la composition du conseil d'administration et des comités, par ex.) dont le respect peut être contrôlé sur la base d'informations disponibles dans presque tous les rapports annuels.

✚ Aperçu des dispositions (partielles) retenues

Le schéma ci-dessous présente les différentes étapes de l'étude. Dans un premier temps, le Code a été réparti en plus de 100 dispositions (1), lesquelles ont ensuite pu être scindées en plus de 300 dispositions partielles susceptibles d'être contrôlées (2). Dans une phase ultérieure, toutes les dispositions (et lignes de conduite) qualitatives et subjectives difficilement évaluables ont été éliminées (3). Enfin, il a été vérifié que le respect des dispositions partielles restantes pouvait être établi sur la base d'informations publiques (4).

En fin de compte, le respect de 50 dispositions (partielles) a été examiné : 26 d'entre elles ont trait aux exigences en matière de publication de l'annexe F (5) ; les 24 autres portent sur les dispositions du Code dont le respect peut être évalué sur base des informations publiquement contrôlables (6). Les résultats mentionnés dans le présent rapport portent sur le degré de respect de ces 50 dispositions (partielles).



✚ Elimination des effets d'interaction

Parmi les 50 dispositions (partielles) étudiées, on en compte 17 dont l'application dépend de l'application d'une autre disposition du Code par la société. Ainsi, si elle n'a pas constitué de comité d'audit, elle ne peut pas, par définition, respecter les dispositions (partielles) relatives à la composition du comité d'audit. Les analyses en tiennent compte puisqu'elles considèrent ces dispositions (partielles) comme non pertinentes pour les sociétés concernées.

II: CHARTES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

1. Commentaire et échantillon

Ce chapitre a trait à l'exigence spécifique du Code belge de gouvernance d'entreprise (principe 9 et annexe F) relative à la publication d'une Charte de gouvernance d'entreprise sur le site web de la société. Il s'agit en fait d'une mise à jour de l'étude réalisée et publiée en février 2006 par le Belgian Governance Institute en collaboration avec la FEB-VBO.

L'échantillon pour cette étude comporte les 135 sociétés belges cotées à l'Euronext Bruxelles, dont 19 appartiennent au Bel 20, 33 au Bel Mid, 42 au Bel Small et 41 à aucun de ces trois indices. En tant que société étrangère, Suez ne relève pas du champ d'application du Code ; l'échantillon reprend donc Electrabel en lieu et place de Suez.

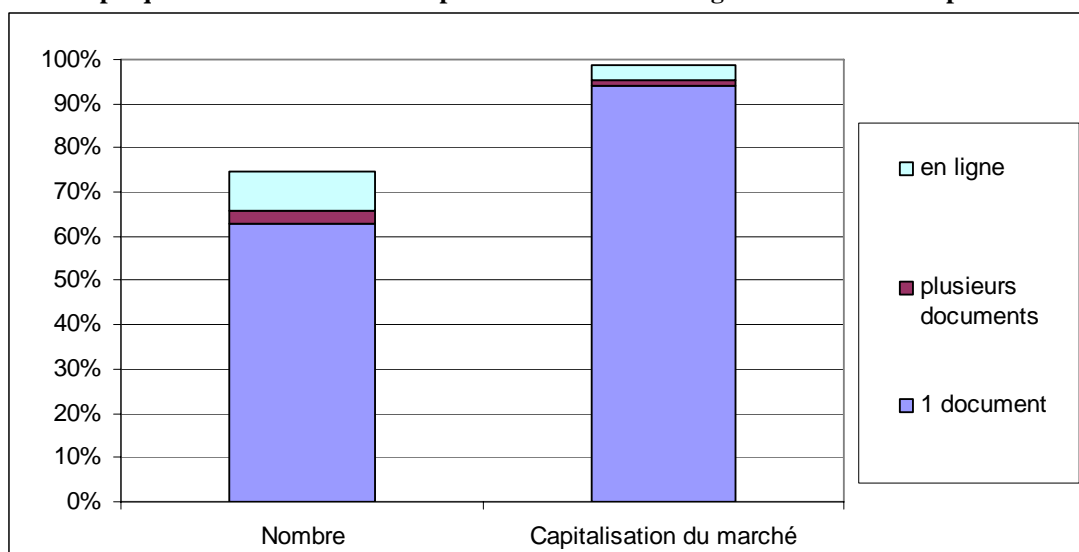
Etant donné que de nouvelles Chartes de gouvernance d'entreprise sont régulièrement publiées, il est important de noter que les résultats de l'étude peuvent évoluer. L'analyse qui suit a été clôturée le 14 novembre 2006.

2. Résultats

Résultats globaux

Les trois quarts (74,8%) des sociétés cotées examinées (**101 sur 135**) publient une Charte de gouvernance d'entreprise. Elles représentent ensemble **98,7%** de la capitalisation boursière à l'Euronext Bruxelles (voir Graphique 3). Par rapport au mois de février 2006, cela constitue une évolution de 23% (19 nouvelles Chartes de gouvernance d'entreprise).

Graphique 3: Nombre de sociétés publiant une Charte de gouvernance d'entreprise



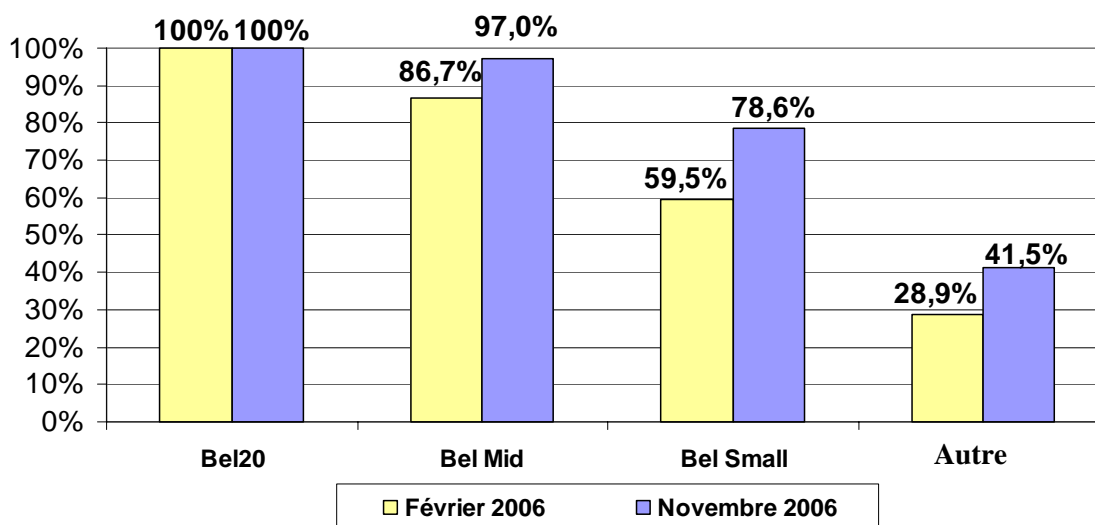
Une seule société déclare explicitement qu'elle va prochainement publier une Charte de gouvernance d'entreprise. Les autres sociétés n'ayant pas de telle charte ont soit:

- un site web contenant des informations générales sur la gouvernance d'entreprise (9) ;
- un site web ne contenant pas d'informations sur la gouvernance d'entreprise (14) ;
- pas de site web (10).

✚ Résultats en fonction de l'indice boursier

Le nombre de sociétés publiant une Charte de gouvernance d'entreprise est nettement plus élevé chez celles appartenant à un des indices boursiers nationaux (Bel 20, Bel Mid et Bel Small). Parmi elles, 89,4% publient une telle Charte, contre 41,5% des autres sociétés. **Toutes les sociétés du Bel 20 ont publié une Charte de gouvernance d'entreprise. Pour ce qui est des sociétés du Bel Mid et du Bel Small, elles atteignent des pourcentages de respectivement 97% et 78,6%.** Par rapport à la situation enregistrée au mois de février, cela représente – surtout pour l'indice Bel Small – une nette amélioration (voir Graphique 4).

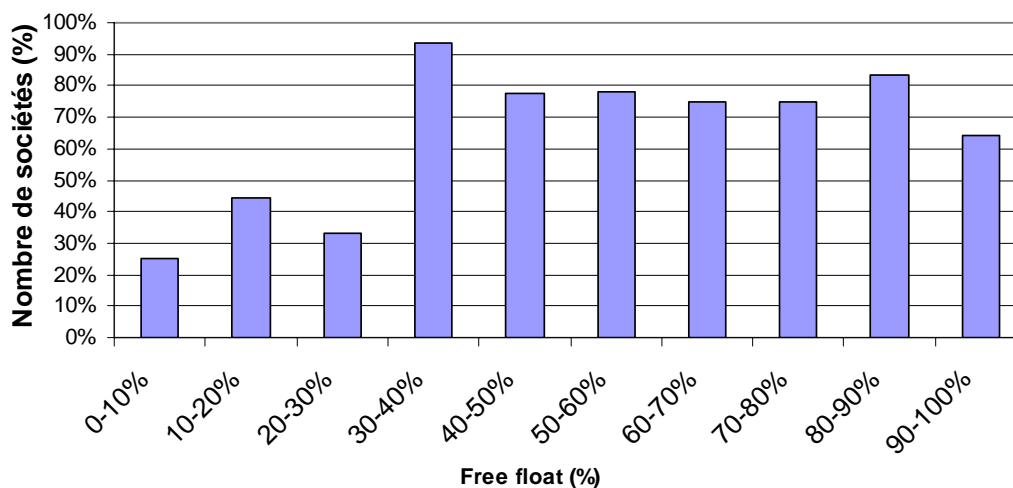
Graphique 4: Présence d'une Charte de gouvernance d'entreprise par indice boursier



✚ Résultats en fonction du free float de la société

Comme l'illustre le graphique 5, il y a moins de sociétés avec un free float de moins de 30% qui publient une Charte de gouvernance d'entreprise.

Graphique 5: Relation entre le free float et la publication d'une Charte de GE



✚ Principales caractéristiques des Chartes de gouvernance d'entreprise

Elles comptent en moyenne 31 pages. 30 sociétés ont publié leur Charte aussi bien en français et en néerlandais qu'en anglais. Les autres l'ont fait soit en deux langues (32 sociétés) ou dans une seule (39 sociétés). Quatre sociétés mentionnent explicitement, sur leur site web, leur intention de publier la Charte dans d'autres langues à l'avenir.

III: CHAPITRE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET RESPECT DES DISPOSITIONS DU CODE

1. Commentaire et échantillon

Alors que le chapitre précédent traitait les résultats relatifs à la présence d'une Charte de gouvernance d'entreprise, celui-ci a pour objectif de vérifier le respect effectif du Code, tant pour ce qui est de ses obligations de publication (principe 9 et annexe F) que du principe 'se conformer ou expliquer'.

Cette étude porte sur toutes les sociétés belges des indices Bel 20, Bel Mid et Bel Small, à l'exception de Leasinvest (exercice divergent), Quest for Growth (scénario d'extinction) et de la Banque nationale de Belgique (cadre administratif distinct). Au total, elle concerne 91 sociétés, dont 19 du BEL 20, 32 du Bel Mid et 34 du Bel Small. En tant que société étrangère, Suez ne relève pas du champ d'application du Code ; l'échantillon reprend donc Electrabel en lieu et place de Suez.

Au sein de l'échantillon initial de 91 sociétés, on en compte 6 (du Bel Small) pour lesquelles il n'a pas été possible d'examiner en détail leur degré de respect du Code. En effet, ces sociétés ne publient ni Charte GE ni Chapitre GE dans le rapport annuel conformément aux exigences de publication du Code. Elles n'ont donc plus été reprises dans l'échantillon, du moins pour ce qui est de l'analyse détaillée des résultats (cf. infra). Parmi ces 6 sociétés, on compte deux holdings de contrôle, une Sicaf et une Pricaf. Elles représentent ensemble 0,4% de la capitalisation boursière d'Euronext Bruxelles.

La période étudiée est essentiellement l'exercice 2005 qui fait l'objet du dernier rapport annuel des sociétés. En ce qui concerne la structure du conseil d'administration et des comités, l'étude prend en compte la situation à la fin de cet exercice, à moins que des données plus récentes ne soient disponibles sur la base d'autres sources (site web, procès-verbal de l'assemblée générale).

2. Résultats globaux

✚ Résultats pour l'échantillon complet

Pour l'échantillon complet de 91 sociétés, on obtient un résultat de **79,7%** de toutes les dispositions (partielles) publiquement contrôlables faisant l'objet d'une **application** pure et simple. Dans 5,1% des cas, les sociétés expliquent pourquoi elles dérogent à une disposition spécifique. On peut donc affirmer que, en moyenne, **84,8%** des dispositions du Code visées par l'étude sont '**respectées**' par les sociétés.

Ce résultat englobe les 6 sociétés qui ne respectent pas les obligations de publication inscrites dans le Code. Si on les exclut des résultats, on obtient, pour les 85 sociétés restantes, une application pure et simple de 82,2% des dispositions du Code. Dans 5,3% des cas de dérogation, les sociétés fournissent une explication, ce qui porte le degré de respect moyen du Code à 87,5%.

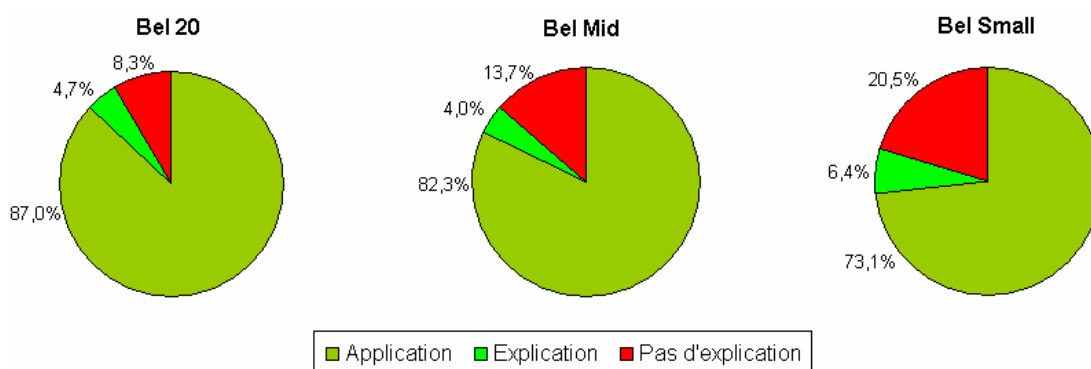
✚ Résultats par indice

Le respect global du Code varie entre les trois indices boursiers. Ainsi, les sociétés du Bel 20 appliquent en moyenne plus de dispositions que celles du Bel Mid, etc. Les différents résultats sont illustrés dans le Tableau 2 et le Graphique 6. Les chiffres relatifs au Bel Small* portent sur les 34 sociétés qui respectent en règle générale le Code.

Tableau 2: Aperçu des résultats par indice

	Application	Explication	Pas d'explication	"Respect"
Bel 20 (N=19)	87,0%	4,7%	8,3%	91,7%
Bel Mid (N= 32)	82,3%	4,0%	13,7%	86,3%
Bel Small (N=40)	73,1%	6,4%	20,5%	79,5%
Bel Small* (N=34)	79,2%	6,9%	13,9%	86,1%
Total 1 (N= 91)	79,7%	5,1%	15,2%	84,8%
Total 1* (N=85)	82,2%	5,3%	12,5%	87,5%

Graphique 6: Résultats par indice



3. Résultats au niveau des sociétés¹

Aucune des sociétés examinées n'applique purement et simplement toutes les dispositions analysées du Code. On en dénombre néanmoins 4 avec un pourcentage de respect de 100% par application du principe 'se conformer ou expliquer' (dont 1 du Bel 20 et 3 du Bel Small). Trois sociétés atteignent un pourcentage d'application effectif de 98% (2 du Bel 20 et 1 du Bel Mid). Seule une société du Bel Mid enregistre un pourcentage de respect inférieur à 50%.

Le Graphique 7 donne un aperçu du pourcentage de respect (cumulatif) de toutes les sociétés examinées. Le Tableau 3 transpose cette information en un certain nombre de catégories, précisant chaque fois le nombre de sociétés obtenant un pourcentage d'application ou de respect de respectivement 100-95%, 95-90%, 90-75%, 75-50% et <50%.

Cette analyse révèle avant tout que 74%, respectivement 91%, des sociétés respectent purement et simplement au moins $\frac{3}{4}$ des dispositions (partielles) examinées. 21% obtiennent un pourcentage d'application de 90% et, si l'on tient compte des explications fournies, 45% respectent plus de 90% des dispositions du Code.

Par ailleurs, il s'avère – ce qui correspond à leur score moyen plus élevé – que les sociétés du Bel 20 obtiennent systématiquement des pourcentages plus élevés que les autres. 42% (8 sur 19) des sociétés du Bel 20 atteignent un pourcentage de respect supérieur à 95%. Même si les sociétés du Bel Mid sont plus nombreuses à obtenir des scores élevés que celles du Bel Small, c'est aussi parmi elles qu'on trouve les résultats les plus médiocres.

¹ A partir de ce point, les résultats concernent uniquement les 85 sociétés qui suivent de façon générale le Code, vu que les 6 autres (de l'indice Bel Small) ne peuvent être analysées en détail.

Graphique 7: Pourcentage de respect cumulatif

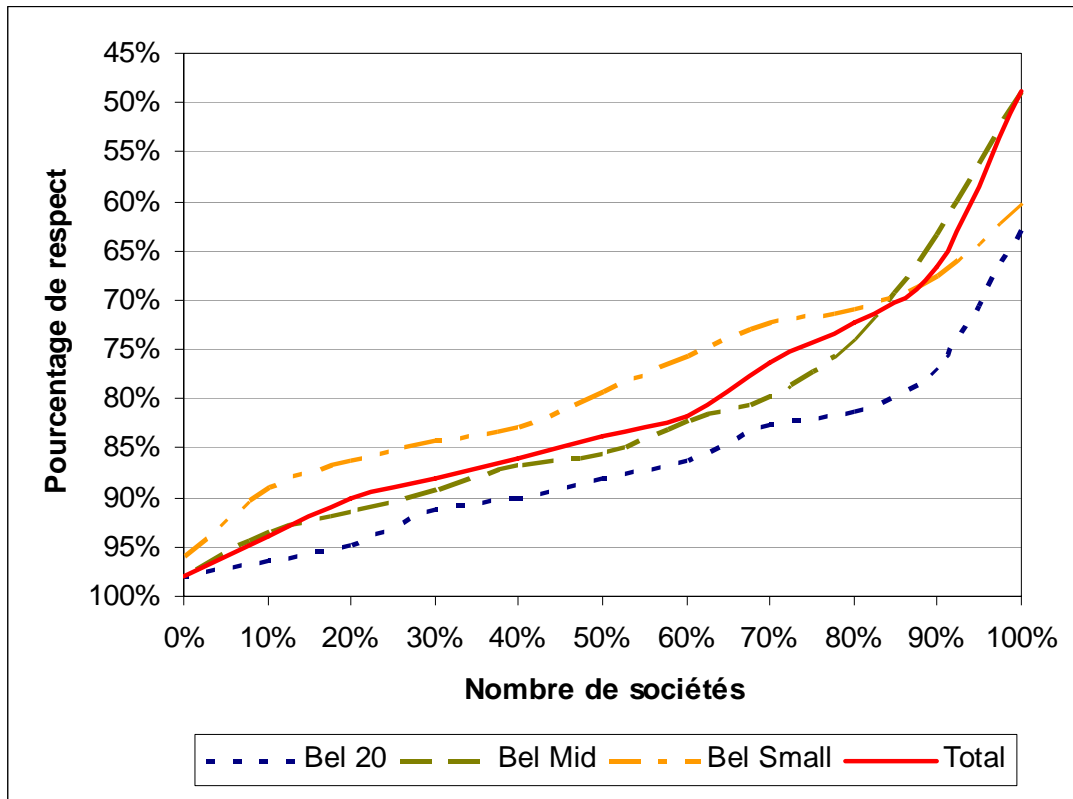


Tableau 3: Nombre de sociétés entre certains pourcentages d'application et pourcentages de respect

Pourcentages d'application					
	100-95%	95-90%	90-75%	75-50%	<50%
Bel 20	21%	26%	42%	11%	0%
Bel Mid	6%	19%	53%	19%	3%
Bel Small	6%	3%	53%	38%	0%
Total	9%	14%	51%	25%	1%
Pourcentages de respect					
	100-95%	95-90%	90-75%	75-50%	<50%
Bel 20 (N=19)	42%	26%	32%	0%	0%
Bel Mid (N=32)	22%	16%	47%	13%	3%
Bel Small (N=34)	18%	21%	53%	9%	0%
Total (N=85)	25%	20%	46%	8%	1%

4. Résultats par thème

Ce chapitre présente en détail les résultats pour les principaux thèmes du Code qui ont pu faire l'objet d'une analyse sur la base des informations publiquement disponibles. Il s'agit successivement de la composition du conseil d'administration, de la présence et de la composition des comités, de la rémunération des administrateurs et du management exécutif, etc.

Composition du conseil d'administration

Les dispositions (partielles) relatives à la composition du conseil d'administration sont respectées par plus de 93% des sociétés. De plus, les résultats sont quasiment parfaits pour ce qui est de la transparence eu égard à la composition du conseil d'administration.

A l'exception de deux sociétés, les administrateurs non exécutifs constituent au moins la moitié du conseil d'administration dans toutes les sociétés examinées (voir Tableau 4). 84% des sociétés disposent déjà d'au moins 3 administrateurs indépendants. Parmi les 14 sociétés qui n'ont pas encore nommé 3 administrateurs indépendants, 8 fournissent une explication. Souvent, elles invoquent la taille restreinte du conseil d'administration, surtout en ce qui concerne les petites sociétés cotées.

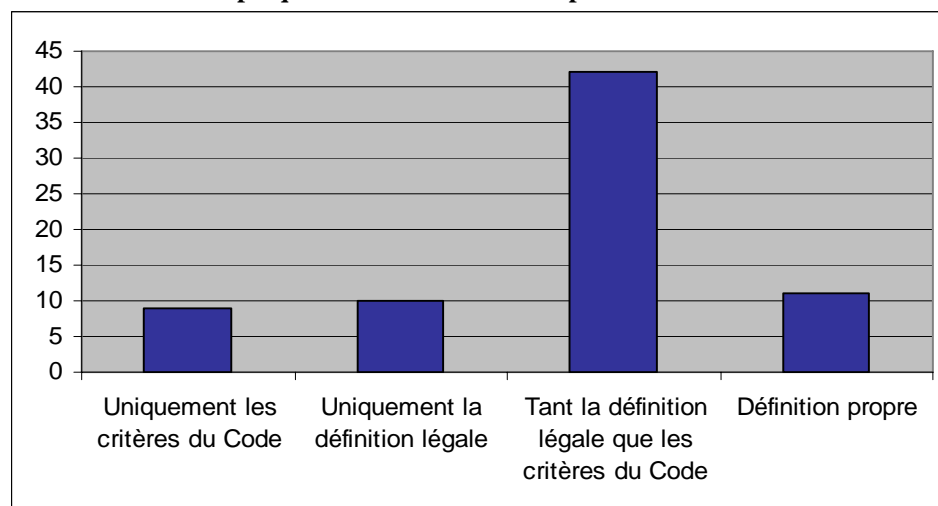
Dans 86% des cas, les fonctions de président du conseil d'administration et de CEO sont distinctes. 12 sociétés (dont 7 du Bel Small) ne séparent pas (encore) ces fonctions, parmi lesquelles 8 s'en expliquent. Dans 7 autres sociétés, les deux fonctions sont certes distinctes, mais le président du conseil d'administration est un administrateur exécutif.

Tableau 4: Composition du conseil d'administration

	Bel 20	Bel Mid	Bel Small	Totaal
- Au moins la moitié d'externes	19/19 (100%)	31/32 (97%)	33/34 (97%)	83/85 (98%)
- Au moins 3 administrateurs indépendants	17/19 (89%)	29/32 (91%)	25/34 (74%)	71/85 (84%)
- Séparation des fonctions de président du CA et de CEO ²	18/19 (95%)	27/31 (87%)	27/34 (79%)	72/84 (86%)

Outre la liste des administrateurs considérés comme indépendants, 73 des sociétés étudiées mentionnent le type de critères utilisés pour évaluer cette indépendance : soit la définition légale de l'article 524 du Code des sociétés, soit les critères d'indépendance prévus à l'annexe A du Code, soit une définition propre, inspirée (d'une combinaison) des critères qui précèdent et/ou d'une autre réglementation pertinente.

Parmi les 73 sociétés qui fournissent des informations à ce sujet, 42 utilisent aussi bien la définition légale de l'indépendance que les critères du Code. 11 sociétés utilisent uniquement les critères légaux, tandis que 9 autres font exclusivement référence aux critères d'indépendance prévus par le Code. Les 13 sociétés restantes ont élaboré leur propre définition (sur la base de la définition légale et/ou des critères du Code) ou appliquent une autre définition (Nasdaq, loi sur le gaz).

Graphique 8: Définition de l'indépendance

² Etant donné qu'une des holdings non opérationnelles ne dispose pas à proprement parler de management, cette disposition ne s'y applique pas.

33 sociétés publient également la liste des critères que le conseil d'administration prend en considération pour évaluer l'indépendance d'un administrateur. Pour ces sociétés, il a, dès lors, été possible de vérifier dans quelle mesure ces critères correspondent aux critères d'indépendance du Code. Il ressort de cette analyse que 16 de ces sociétés reprennent intégralement l'ensemble des critères du Code, tandis que les autres omettent ou assouplissent un ou plusieurs de ces critères. Le critère établissant que pour être considéré comme indépendant, un administrateur ne peut avoir exercé plus de trois mandats successifs (de 4 ans) est celui qui donne lieu au plus grand nombre de dérogations (motivées). 18 sociétés expliquent pourquoi elles n'intègrent pas (automatiquement) ce critère dans l'évaluation de l'indépendance. Pour le reste, les sociétés prévoient principalement des assouplissements des 'périodes d'attente' (les périodes allant du moment où l'administrateur se trouve en situation de conflit d'intérêt à celui à partir duquel il peut être considéré comme indépendant). Abstraction faite des constats précédents, 27 sociétés motivent, sur une base individuelle, leur décision de considérer un administrateur en particulier comme indépendant, bien qu'il ne satisfasse pas à l'un des critères d'indépendance fixés par la société.

✚ Présence et composition des comités

Le Tableau 5 présente les chiffres relatifs à la présence d'un comité d'audit, d'un comité de nomination et d'un comité de rémunération. Il en ressort que bon nombre de sociétés ont mis en place des comités spécialisés. Les comités d'audit et de rémunération sont les plus fréquents. Dans les deux tiers des cas, le comité de nomination est associé au comité de rémunération, comme le permet d'ailleurs le Code. Si une société n'a pas institué de comités ou un comité donné, elle s'en explique en général.

Tableau 5: Comités du conseil d'administration

	Bel 20 (N=19)	Bel Mid (N=32)	Bel Small (N=34)	Total (N=85)
- constitution d'un comité d'audit (5.2)	18	30	27	75
- constitution d'un comité de rémunération (5.4)	18	30	26	74
- constitution d'un comité de nomination (5.3)	18	24	18	60
- nombre de comités de nomination et de rémunération combinés (ligne de conduite sous 5.4)	12	15	13	40

Le Tableau 6 donne un aperçu du nombre de comités dont la composition satisfait entièrement aux dispositions du Code. En ce qui concerne les sociétés du Bel 20, elles doivent essentiellement fournir des efforts au niveau de l'exigence en matière d'indépendance (majorité d'administrateurs indépendants), même si la majorité d'entre elles fournissent une explication. Sur la base des explications données, on peut conclure qu'il s'agit le plus souvent d'une dérogation temporaire dictée par la volonté de ne pas modifier trop brusquement la composition du comité. En ce qui concerne le nombre minimum de membres (au moins 3) et la présidence des comités, les dérogations sont nettement moins nombreuses.

Tableau 6: Nombre de comités composés conformément au Code

	Bel 20	Bel Mid	Bel Small	Total
- comités d'audit	12 / 18 (67%)	18 / 30 (60%)	19 / 27 (70%)	49 / 75 (65%)
- comités de rémunération	7 / 18 (39%)	18 / 30 (60%)	15 / 26 (58%)	40 / 74 (54%)
- comités de nomination	7 / 18 (39%)	14 / 24 (58%)	11 / 18 (61%)	32 / 60 (53%)

✚ La rémunération des administrateurs et du management exécutif

a) Politique de rémunération

80 des 85 sociétés étudiées publient une politique de rémunération, soit dans le cadre de la Charte GE, soit dans le Chapitre GE du rapport annuel (pour les sociétés qui n'ont pas de Charte GE). Remarquons toutefois que le degré de détail concernant la politique de rémunération varie fort.

Dans 1 société sur 5 (réparties équitablement entre les différents indices boursiers), les administrateurs non exécutifs reçoivent l'une ou l'autre forme de compensation liée à leurs prestations (options sur actions, tantièmes en fonction du bénéfice ou du dividende distribué, etc.), bien que le Code recommande le contraire. Une petite moitié de ces sociétés argumentent leur choix en la matière, de sorte que le pourcentage effectif de respect se situe à 88%.

Un peu plus de la moitié (53%) des sociétés (réparties presque équitablement entre les différents indices boursiers) fournissent des informations sur les dispositions relatives à

l'engagement et au départ des membres du management exécutif ; 2 autres expliquent pourquoi elles ne le font pas.

b) Transparence au sujet de la rémunération des administrateurs

71% des sociétés étudiées publient la rémunération de leurs administrateurs sur une base individuelle. 8% expliquent pourquoi elles ne le font pas. Comme l'illustre le Tableau 7, les sociétés du Bel Mid et du Bel Small affichent de moins bons résultats à cet égard.

Tableau 7: Publication de la rémunération individuelle des administrateurs

	Application	Explication	Pas d'explication
Bel 20 (N=19)	17 (89%)	0 (0%)	2 (11%)
Bel Mid (N=31)	20 (65%)	4 (13%)	7 (23%)
Bel Small (N=34)	23 (68%)	3 (9%)	8 (24%)
Total (N = 84)	60 (71%)	7 (8%)	17 (20%)

c) Transparence au sujet de la rémunération du management exécutif

60% des sociétés qui suivent le Code publient la rémunération du CEO sur une base individuelle. 27% expliquent pourquoi elles ne le font pas, de sorte que, globalement, cette disposition est celle qui donne lieu au plus grand nombre d'explications. Toutefois, on note à ce niveau d'importantes différences entre les sociétés du Bel 20, du Bel Mid et du Bel Small, comme l'illustre le Tableau 8.

2 sociétés sur 3 qui publient la rémunération individuelle du CEO font une distinction claire entre la rémunération de base, la rémunération variable et les autres composantes de la rémunération. Les autres sociétés ne font pas de distinction ou y dérogent de l'une ou l'autre manière.

Tableau 8: Publication de la rémunération individuelle du CEO

	Application	Explication	Pas d'explication
Bel 20 (N=19)	16 (84%)	3 (16%)	0 (0%)
Bel Mid (N=30)	20 (67%)	6 (20%)	4 (13%)
Bel Small (N=34)	14 (41%)	13 (38%)	7 (21%)
Total (N = 83)	50 (60%)	22 (27%)	11 (13%)

La rémunération globale des (autres) membres du management exécutif est publiée par 94% des sociétés. 5 sociétés ne la publient pas, mais une seule s'en explique.

Un peu plus de la moitié (55%) de ces sociétés font une distinction claire entre la rémunération de base, la rémunération variable et les autres composantes de la rémunération.

Tableau 9: Publication de la rémunération globale du management exécutif

	Application	Explication	Pas d'explication
Bel 20 (N=19)	19 (100%)	0 (0%)	0 (0%)
Bel Mid (N=27)	24 (89%)	1 (4%)	2 (7%)
Bel Small (N=32)	30 (94%)	0 (0%)	2 (6%)
Total (N = 78)	73 (94%)	1 (1%)	4 (5%)

Un peu plus de la moitié (54%) des sociétés étudiées (réparties presque équitablement entre les différents indices boursiers) publient, sur une base individuelle, des informations sur les actions, options sur actions ou autres compensations en actions attribuées aux membres du management exécutif au cours de l'exercice écoulé. 5 sociétés expliquent pourquoi elles ne le font pas, ce qui porte le pourcentage total de respect à 60%.

✚ Fréquence des réunions du conseil d'administration et des comités

A quelques exceptions près, quasiment toutes les sociétés (95%) publient le nombre de réunions du conseil d'administration et de ses comités. Près d'une société sur trois omet toutefois de publier également le taux de présence individuel des administrateurs. Certaines publient un taux de présence global, mais en général sans aucune forme de motivation. Parmi les comités de rémunération et de nomination mis en place, respectivement 72% et 70% se réunissent au moins 2 fois l'an. Le comité d'audit se réunit nettement plus souvent, puisque 82% d'entre eux se réunissent au moins 3 fois l'an, comme prévu minimalement dans le Code. Comme signalé plus haut déjà, ce sont essentiellement certaines sociétés du Bel Mid et du Bel Small qui éprouvent des difficultés à atteindre ces exigences minimales relatives à la fréquence des réunions.

✚ Composition du management exécutif

Seules 4 sociétés dérogent à la composition du management exécutif prévue par le Code, et 3 d'entre elles s'en expliquent. Dans 3 cas, la dérogation réside dans le fait que tous les administrateurs exécutifs ne font pas partie du management exécutif. Dans une seule société, seul l'administrateur délégué est compté parmi le management exécutif, alors que cette société a aussi un comité de direction.

✚ Propositions à l'assemblée générale

Moins d'une société sur 3 mentionne explicitement que les actionnaires qui représentent 5% du capital peuvent soumettre des propositions à l'assemblée générale. La majorité des sociétés ne fournissent aucune information à ce sujet.

Tableau 10: Propositions à l'assemblée générale

	Application	Explication	Pas d'explication
Bel 20 (N=19)	7 (37%)	4 (21%)	8 (58%)
Bel Mid (N=32)	9 (28%)	6 (19%)	17 (53%)
Bel Small (N=34)	10 (29%)	2 (6%)	22 (65%)
Total (N=85)	26 (31%)	12 (14%)	47 (55%)

5. Analyse des résultats par disposition (partielle)

✚ Dispositions (partielles) les plus respectées

A l'exception de la disposition 2.1. (relative à la publication d'une liste des membres du conseil d'administration), il y a toujours au moins une société qui n'applique pas une disposition (partielle) donnée. Si l'on tient également compte des explications fournies, deux autres dispositions sont également respectées par toutes les sociétés, à savoir celles relatives à la création d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération.

Pour le reste, sur les 50 dispositions (partielles) examinées, 18 sont respectées par plus de 95% des sociétés. Il s'agit notamment des obligations portant sur la publication de la structure d'actionnariat et de la politique de rémunération de la société, ainsi que sur la publication d'un calendrier financier et des statuts de la société sur le site web de l'entreprise. Le pourcentage de respect est également très élevé en ce qui concerne la composition du management exécutif et du conseil d'administration (pour ce qui est de la majorité requise d'administrateurs non exécutifs et la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de CEO).

✚ Dispositions (partielles) donnant le plus lieu à des explications

Conformément au principe 'se conformer ou expliquer', les entreprises peuvent valablement déroger au Code si elles fournissent une explication à cet effet. Les dispositions (partielles) qui donnent le plus lieu à une telle explication concernent la composition des comités, le capital minimum requis pour mettre des points à l'ordre du jour de l'assemblée générale, la publication de la rémunération individuelle du CEO (essentiellement pour le Bel Mid et le Bel Small) ainsi que la création de comités (pour le Bel Small).

✚ Dispositions (partielles) les moins respectées

A l'exception de 2 dispositions (partielles), tous les aspects du Code analysés sont au moins respectés par la moitié des sociétés. En dépit du pourcentage élevé de suivi, les sociétés semblent clairement éprouver des difficultés par rapport à certaines dispositions du Code. Cela se traduit par un taux de dérogation élevé pour ces dispositions (partielles), en l'absence de toute explication. Il s'agit principalement des dispositions relatives au capital minimum requis pour mettre des points à l'ordre du jour de l'assemblée générale, à la publication d'un

commentaire sur la politique relative aux conflits d'intérêts, au régime d'engagement et de départ du management exécutif et aux informations concernant les options sur actions. Les dispositions (partielles) relatives à la publication des taux individuels de présence des administrateurs, à la séparation claire des composantes de la rémunération en salaire de base, rémunération variable et autres composantes, ainsi qu'à la fréquence de réunion du comité de rémunération et du comité de nomination, font également l'objet d'un pourcentage de respect relativement moins élevé. Il faut toutefois savoir que les pourcentages relatifs pour le Bel 20, le Bel Mid et le Bel Small diffèrent en fonction de chaque disposition (partielle) spécifique.