

# **REFGOV**

***Reflexive Governance in the Public Interest***

## ***Corporate Governance***

Corporate Governance en Belgique – le cas du conseil d’administration :  
Évaluation de l’adéquation des recommandations du Code belge de  
Corporate Governance aux pratiques des sociétés cotées belges

By Gifty Agboton  
and Robert Cobbaut

Working paper series : REFGOV-CG-34-b

*Corporate Governance en Belgique – le cas du conseil d’administration :  
Évaluation de l’adéquation des recommandations du Code belge de Corporate Governance  
aux pratiques des sociétés cotées belges<sup>1</sup>*

Yetunde AGBOTON<sup>2</sup> et Robert COBBAUT<sup>3</sup>

Abstract: The paper is an empirical analysis of the Belgian Corporate Governance Code (BCGC) and points out the advantages of a more contextual methodological approach in governance research and board of directors’ studies. We address the effectiveness of boards through the examination of both the commentaries received from the preliminary public consultation and the compliance declarations of listed companies. The article identifies best practice provisions which received less agreement or which do not match with common practices among Belgian’s listed companies due to the peculiarities of their governance system (holding companies, ownership control, board structure and composition). Ignoring the request from most companies to integrate the rights and duties of dominant shareholders in the board’s structure and functioning, the authors of the Code failed to provide such companies with elements of solution to their main problems of governance: the agency problem between minority shareholders and dominant shareholders and the various other conflicts of interest arising from ownership control. As a result, the provisions of the BCGC which obtain the lowest degree of compliance are those related to the composition of the board and its committees, the independence of some non executive directors and of the board itself, as well as the disclosure of remuneration policy. This initiative seems to have only little effect on the effectiveness of board.

*1. Introduction*

Le Code belge de *Corporate Governance* (CBCG) destiné aux sociétés cotées sur Euronext-Bruxelles est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2005. Son objectif est de promouvoir dans les sociétés cotées les règles de bonne conduite basées sur la transparence et la responsabilité en matière de *Corporate Governance*. Il s’agit d’une initiative de trois instances jugées représentatives du milieu des affaires belge : la Commission Bancaire Financière et des Assurances (CBFA)<sup>4</sup>, la Fédération des Entreprises de Belgique (FEB)<sup>5</sup> et Euronext Bruxelles<sup>6</sup>. Cette initiative s’inscrit dans le cadre du Plan d’Action de la Commission européenne du 21 mai 2003 relatif à la modernisation du droit des sociétés et au renforcement du gouvernement d’entreprise dans l’Union Européenne, qui recommande à chaque Etat membre de désigner un code de référence national pour les sociétés cotées. Le CBCG vient dès lors remplacer les recommandations édictées de manière séparée en 1998 par les trois entités citées ci-dessus. Il comprend un ensemble de recommandations de bonnes pratiques de *Corporate Governance* en concordance avec la pratique internationale et les recommandations européennes (9 principes généraux et des dispositions qui décrivent comment appliquer ces principes). Elles ont non seulement pour vocation d’améliorer le fonctionnement des conseils d’administration, mais aussi d’établir des règles de conduite en matière de reporting et de promouvoir la transparence au sein des entreprises afin de restaurer la confiance des marchés ( Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004 ; Dieux, 2005 ; Wymeersch, 2005 ; Caussain, 2005).

---

<sup>1</sup> Cette recherche a été réalisée dans le cadre du programme « Pôles d’attraction interuniversitaires » (PAI V et VI) du gouvernement fédéral de Belgique (BELSPO).

<sup>2</sup> Docteur en sciences de gestion, Université de Liège.

<sup>3</sup> Juriste, économiste, professeur émérite de l’Université catholique de Louvain (Centre de Philosophie du Droit).

<sup>4</sup> Autorité administrative indépendante chargée du contrôle des institutions financières et des sociétés cotées.

<sup>5</sup> Association patronale.

<sup>6</sup> Il s’agit de l’autorité privée de marché.

En vue de permettre aux sociétés cotées de se doter d'un dispositif de gouvernance adapté à leur taille et à leurs caractéristiques particulières, les auteurs du CBCG ont choisi d'appliquer à toutes les dispositions du code l'approche *comply or explain* (se conformer ou expliquer). Lorsqu'une société considère que, dans son cas spécifique, il n'est pas judicieux de se conformer à une disposition du code, celui-ci lui enjoint de rendre publique une justification argumentée de cette abstention. Ces règles ne sont donc pas obligatoires et relèvent exclusivement du domaine de l'autorégulation. Les sociétés concernées adoptent des règles de bonne gouvernance, en apparence de façon consensuelle, mais en réalité sous la pression d'une exigence de transparence les mettant en concurrence. Il revient principalement aux autorités boursières d'assurer la transparence du dispositif.

C'est dans ce contexte que cet article se propose d'évaluer l'efficacité de l'autorégulation comme moyen d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration. Il vient ainsi compléter l'ensemble des études qui ont examiné le succès des codes de CG au niveau national, en particulier le degré de conformité des sociétés aux recommandations des codes, ainsi que la qualité et la transparence des informations qu'elles fournissent. Le reste de l'article sera organisé comme suit : après un bref rappel du contexte d'émergence et de développement des codes (2), nous allons préciser la méthodologie utilisée pour cette évaluation (3), en présenter les résultats (4) et enfin en tirer les conclusions (5).

## 2. *Emergence et développement des codes de Corporate governance*

La défaillance économique et financière de plusieurs grandes entreprises (Maxwell, BCCI, Waste Management, Phar-Mor, Holtzman, Berliner Bank, ...) aux Etats Unis et en Europe au début des années 90, a remis en cause la capacité du conseil d'administration d'exercer efficacement ses missions de contrôle et d'orientation de la stratégie, ce qui a conduit un certain nombre d'acteurs économiques (professionnels du marché, juristes, associations diverses, grands patrons, ...) à se poser la question de la répartition du pouvoir au sein du conseil. Ce n'est toutefois qu'à la suite des scandales (Enron, Worldcom, Parmalat, Lernout & Hauspie, ...) survenus au tournant du siècle que le débat de l'organisation du pouvoir dans la société anonyme a été relancé sous le nouveau vocable de *Corporate Governance*. La nouveauté réside notamment dans la codification/normalisation des principes de bonne gestion recommandés aux sociétés cotées. Il s'agit des codes de *Corporate Governance* élaborés au départ dans les pays anglo-saxons et qui se sont étendus très rapidement à la plupart des pays de l'Europe Continentale. Ils définissent notamment des normes et des pratiques de bonne gestion susceptibles d'améliorer le fonctionnement des conseils d'administration et d'en rendre plus efficaces les travaux afin de mieux contrôler la gestion des managers. Ce débat, en débouchant sur l'élaboration des codes de gouvernance focalisés sur le conseil d'administration comme principal mode de régulation de la société anonyme cotée, inscrit l'*empowerment* du conseil d'administration dans une perspective d'autorégulation.

Les promoteurs de ces codes s'inspirèrent largement des analyses normatives de la théorie de l'agence en matière de *Corporate Governance*, en particulier celles relatives au rôle, à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration. En effet, un contexte économique caractérisé par des scandales financiers, d'importantes faillites ou encore des pertes-record était propice à susciter l'intérêt pour des explications se référant à des notions de conflits d'intérêts et de spoliation (Wirtz, 2004, p.2). La théorie de l'agence devint ainsi le

point d'ancrage de la construction des codes de *Corporate Governance* (Van den Berghe, 1999, p.22). L'ensemble des principes adoptés s'oriente par conséquent vers une plus grande responsabilisation des dirigeants des sociétés anonymes et un équilibrage des pouvoirs entre dirigeants et actionnaires en faveur de ces derniers. Ils réaffirment aussi l'idée que le conseil doit exercer un contrôle complet et efficace sur la direction de la société et orienter la direction générale dans l'intérêt des actionnaires. Elaborés pour la plupart en réaction à des problèmes avérés de pratiques financières, les codes de gouvernance ont donc essentiellement un caractère disciplinaire et ont pour objectif de réduire les conflits d'intérêts, identifiés *a priori* (par la théorie de l'agence) comme ceux qui opposent les dirigeants aux actionnaires. Ils proposent, entre autres, des principes concrets devant régir les relations entre la direction, le conseil d'administration et les actionnaires (et parfois aussi d'autres parties prenantes), via un certain nombre de mesures-clés. Ils invitent ainsi les sociétés à adopter la structure de gouvernance qui permet de gérer au mieux les conflits d'intérêts. Ce point sera traité au paragraphe 4.2.

L'objectif poursuivi par la création des codes est en définitive de restaurer la confiance des investisseurs institutionnels et des autres opérateurs du marché boursier. Les investisseurs institutionnels ont d'ailleurs joué un rôle non négligeable dans la diffusion des codes à l'échelle internationale et dans l'imposition d'un minimum de pratiques de *Corporate Governance* saines, garantes de la valeur de leurs investissements.

Les acteurs économiques sont d'autant plus favorables à l'adoption de codes de gouvernance pour améliorer les modes de direction des sociétés cotées que les recommandations qu'ils contiennent n'ont en général aucune valeur juridique officielle et que leur application est volontaire. Pour eux, en effet, le recours à l'autorégulation offre aux sociétés cotées, déjà soumises à une législation contraignante et homogène, la flexibilité minimale nécessaire au choix de structures de gouvernance adéquates. L'orientation *soft law* se traduit en particulier dans ces codes par le principe *comply or explain*, applicable à tout ou partie des règles de conduite. On compte sur la pression sociale et/ou la sanction du marché pour inciter les sociétés à se conformer aux recommandations, tout en laissant aux dirigeants une liberté d'initiative et des marges de manœuvre dans la manière d'appliquer les normes, en prenant notamment en compte la dimension de leur société. L'élaboration de codes de « bonnes pratiques de gestion » s'est ainsi imposée comme le principal mode de régulation des sociétés anonymes cotées. Ce mode de régulation est considéré comme le complément d'un droit des sociétés cotées devenu très rapidement complexe et trop rigide. Son essor, la légitimité qu'il a acquise sont justifiés par l'insuffisance des solutions – souvent en décalage avec la pratique – qu'offre le cadre légal en matière d'organisation et de fonctionnement de la société anonyme cotée. Une telle complémentarité du *hard law* et du *soft law* est jugée indispensable dans la mesure où il est impossible de formuler des principes universels qui régissent adéquatement une très grande variété de situations concrètes : le seul cadre légal ne suffit pas pour organiser l'administration et le fonctionnement des sociétés cotées. Les codes de *Corporate Governance* peuvent ainsi remédier au silence de la loi en matière de fonctionnement de la société cotée. Il est utile qu'au-delà du *hard law*, qui doit se contenter de formuler des règles à caractère général et impersonnel, on ait également recours au *soft law* qui énonce non seulement des principes à caractère général, mais surtout des règles de conduite qui peuvent être *contextualisées*. Cette complémentarité du *soft law* et du *hard law* dans la régulation des sociétés anonymes permet au système normatif de « coller » davantage à la réalité des situations qu'il est appelé à régir.

Toutefois, l'adoption en Europe continentale de codes de *Corporate Governance* qui prennent leur source dans les analyses de la théorie de l'agence pose le problème de leur nécessaire « acclimatation » aux spécificités continentales. D'un côté, ils n'échappent pas à la plupart des critiques qui sont faites à la théorie de l'agence<sup>7</sup>. De l'autre, les missions que l'on peut assigner au conseil d'administration dépendent en effet d'un certain nombre de facteurs contingents dont la négation peut réduire la pertinence de toute suggestion en matière de *best practice*. Ce travail d'adaptation étant souvent resté très limité, nous nous sommes posé la question, restée jusqu'ici sans réponse, de savoir si l'adoption de ces codes par les sociétés cotées favorise ou non la sélection de règles efficaces pouvant améliorer la gouvernance des grandes sociétés. Nous nous proposons ainsi d'évaluer le rôle de l'autorégulation comme moyen d'améliorer le fonctionnement des conseils d'administration. Il ne s'agit pas uniquement, comme on a pu le constater dans la plupart des études qui ont évalué le succès des codes au niveau national (Canyon & Mallin, 1997 ; Dedman, 2000 ; Dahya & al. 2002 ; Alves & Mendes, 2004 ; Fernandez-Rodriguez, 2004 ; Werder & al. 2005), de se préoccuper du degré de conformité des sociétés aux recommandations des codes. Il s'agit aussi de voir si le choix de l'autorégulation peut favoriser à terme la sélection de mécanismes de gouvernance efficaces et tenant compte des traits spécifiques aux différents systèmes.

Une Commission « Gouvernance d'Entreprise », dite Commission Lippens, constituée en janvier 2004 à l'initiative des trois institutions déjà mentionnées (CBFA, FEB, Euronext Bruxelles), a été chargée d'élaborer un code de référence unique en matière de gouvernance pour toutes les sociétés belges cotées. Le 18 juin 2004, une version provisoire des recommandations (projet de code) a été publiée et placée sur le site internet de la Commission afin de recueillir les commentaires du public. L'objectif de la consultation publique était de faire participer activement les acteurs économiques concernés (les sociétés cotées) à l'élaboration des recommandations, afin de prendre en compte le *business context* et de s'assurer ainsi que les normes définies seraient largement suivies par les sociétés. La prise en compte de ces réactions et des initiatives prises à ce moment en la matière par la Commission Européenne ont conduit à apporter d'importants changements au texte initial. La version définitive du Code a été publiée le 9 Décembre 2004 et est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2005<sup>8</sup>.

Afin de procéder à notre évaluation du dispositif de régulation belge, nous allons établir si, et dans quelle mesure : 1°) la consultation publique organisée pour faire participer les acteurs concernés par le Code à l'élaboration de celui-ci a permis de prendre en compte les spécificités belges ; 2°) l'approche *comply or explain* offre une réelle possibilité de contextualisation. Une telle analyse sera révélatrice du degré d'adaptation du Code Belge, d'inspiration anglo-saxonne, au contexte économique et financier belge et permettra d'augurer du degré de conformité des sociétés à ces recommandations.

---

<sup>7</sup> Sur ce point, on peut consulter par exemple Agboton (2007), Cobbaut (2000).

<sup>8</sup> Conformément à ce qu'elle avait déclaré, la Commission *Corporate Governance* a procédé à une actualisation du CBCG pour tenir compte de changements dans la vie des affaires et des exigences des marchés internationaux. Après une nouvelle consultation publique en 2008, le Code amendé (projet de code 2009) montrant les différentes modifications apportées au CBCG est actuellement disponible sur le site de la Commission. La version définitive du Code amendé entrera bientôt en vigueur. La présente étude ne porte pas sur cette nouvelle version.

### 3. *Méthodologie*

Les données pertinentes disponibles pour réaliser cette étude sont trois types de texte : le projet de code publié le 18 juin 2004, le texte définitif publié à la mi-décembre de la même année et les commentaires et suggestions des acteurs concernés par le code, enregistrés par la Commission entre ces deux moments. Les commentaires étaient exprimés dans trois langues : l'anglais, le français et le néerlandais. Toutefois, pour des raisons matérielles (coût financier de l'établissement d'une traduction des textes néerlandais) seuls les commentaires rédigés en français et en anglais ont fait l'objet d'un encodage et d'une mise en catégories. Cette dernière a consisté dans la mise en concordance des textes du projet de code, de la version définitive de ce dernier et des commentaires recueillis sur le projet, avec une identification et une classification de toutes les modifications apportées au projet par la version définitive<sup>9</sup>. Quant aux commentaires des intervenants, les différents points traités par chacun d'entre sont « distribués » en fonction de leur correspondance avec les différentes sections du préambule et les différentes dispositions du Code proprement dit, ce qui amène à un total de 514 le nombre des remarques différentes qui ont été prises en considération dans cette étude.

Compte tenu du matériau empirique dont nous disposons, nous avons opté pour une méthodologie d'analyse de texte : l'analyse de contenu. L'analyse des réactions exprimées, d'une part, et l'analyse comparative du projet de code et de la version définitive de celui-ci, d'autre part, ont permis de déterminer la mesure dans laquelle ces commentaires reflètent des réticences, voire des réserves sérieuses quant au caractère suffisant de la contextualisation du dispositif de régulation proposé, de voir si les modifications apportées au texte sont une réponse appropriée à la demande de plus grande contextualisation exprimée dans ces commentaires et, partant, si le Code peut être considéré comme un authentique instrument d'autorégulation. Afin de procéder à notre analyse, nous avons structuré le Code (composé de 9 principes-clés ou « piliers de bonne gouvernance ») en quatre thématiques distinctes (voir tableau 1). Seuls les trois premiers thèmes, qui sont directement liés à notre problématique du conseil d'administration, ont été analysés intégralement : la structure de gouvernance (principes 1 & 6) ; la composition et le fonctionnement du conseil d'administration, le rôle, les droits et devoirs des administrateurs (principes 2 à 5) ; la question de la rémunération des administrateurs et dirigeants (principe 7). Les résultats commentés ci-après ne concernent donc que ces trois thèmes.

---

<sup>9</sup> Les commentaires des intervenants sont 'distribués' en fonction de leur correspondance avec les différentes sections du préambule et les différentes dispositions du Code proprement dit.

Tableau 1. STRUCTURATION DU CODE BELGE DE CORPORATE GOVERNANCE (CBCG)

<b>Thème 1</b> : La structure de gouvernance	PRINCIPE 1. La société adopte une structure claire de gouvernance d'entreprise PRINCIPE 6. La société définit une structure claire de management exécutif
<b>Thème 2</b> : La composition et le fonctionnement du CA, le rôle, les droits et devoirs des administrateurs.	PRINCIPE 2. La société se dote d'un conseil d'administration effectif et efficace qui prend des décisions dans l'intérêt social PRINCIPE 3. Tous les administrateurs font preuve d'intégrité et d'engagement PRINCIPE 4. La société instaure une procédure rigoureuse et transparente pour la nomination et l'évaluation du conseil d'administration et de ses membres PRINCIPE 5. Le conseil d'administration constitue des comités spécialisés
<b>Thème 3</b> : la rémunération des administrateurs et dirigeants	PRINCIPE 7. La société rémunère les administrateurs et les managers exécutifs de manière équitable et responsable
<b>Thème 4</b> : les autres problématiques du Code Lippens	PRINCIPE 8. La société respecte les droits de tous les actionnaires et encourage leur participation PRINCIPE 9. La société assure une publication adéquate de sa gouvernance d'entreprise

#### 4. Résultats

##### 4.1 *Appréciation générale du Code Belge de Corporate Governance (CBCG)*

Cette étude a pour objectif d'analyser la conception spécifique du conseil d'administration dans le dispositif de *Corporate Governance* établi par le CBCG, d'évaluer ce Code par rapport aux conceptions théoriques en la matière et, de manière plus générale, d'évaluer le système d'autorégulation comme moyen d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration. Il s'agissait aussi de voir si cette conception s'éloigne ou non des modalités pratiques de fonctionnement du conseil d'administration des sociétés cotées belges et si les règles proposées répondent effectivement aux problèmes de gouvernance que celles-ci rencontrent. Nous avons pu constater à l'analyse du CBCG que, aussi bien dans les codes élaborés Outre-Atlantique que dans les transpositions de ceux-ci en Europe continentale, la problématique de la *Corporate Governance* est centrée pour l'essentiel sur le rôle et la composition du conseil d'administration, sur l'organisation de ses travaux et sur les relations de cet organe avec la direction de la société. On y retrouve les trois types de mesures-clés de bonne gouvernance qui sont supposées conduire à la distinction claire des fonctions dans les conseils et en rendre l'exercice plus efficace : la séparation des rôles de président du conseil et de CEO, la nomination d'administrateurs indépendants et d'administrateurs non exécutifs qui assurent l'indépendance du conseil d'administration vis-à-vis du management exécutif et/ou de l'actionnaire de contrôle, ainsi que la création des trois comités spécialisés.

Notre analyse a validé l'hypothèse selon laquelle le CBCG présente une grande convergence avec les codes internationaux d'inspiration anglo-saxonne et se donne par conséquent une représentation de la *Corporate Governance* qui est axée sur les conflits d'agence et une approche disciplinaire de la régulation. Il en résulte qu'il « contextualise » de manière

insuffisante les problématiques concrètes de la gouvernance en Belgique. L'analyse des commentaires de maints intervenants l'atteste clairement. Nous pensons que cette similitude avec les codes anglo-saxons, dont le *business context* est pourtant largement différent de celui des pays de l'Europe continentale, est directement liée à l'objectif visé par la réforme du système de *Corporate Governance* en Belgique, qui est d'ouvrir les sociétés aux marchés financiers et de les mettre en mesure de répondre aux attentes de ceux-ci plutôt que, et en tout cas avant de renforcer le contrôle des dirigeants. Elle pose très clairement un problème d'adéquation des mesures proposées par le CBCG par rapport au fonctionnement du conseil d'administration dans les sociétés belges. En effet, contrairement au contexte d'inspiration du Code, les problèmes essentiels de gouvernance en Belgique consistent à assurer une autonomie suffisante au management par rapport à l'actionnariat de contrôle, ainsi qu'une protection efficace des actionnaires minoritaires. .

Nous allons maintenant présenter plus en détail le résultat de notre analyse des principaux thèmes de la codification et mettre en évidence les principales recommandations jugées inadaptées par les intervenants à la pratique des sociétés cotées belges. Les différentes études<sup>10</sup> de suivi du Code réalisées par la Fédération des Entreprises Belges (FEB), le Belgium Governance Institute (BGI) et d'autres entités privées (KPMG Advisory et Corgo, 2006 ; Claeys & Engels, Cabinet d'avocat, 2006) viennent par ailleurs renforcer nos résultats<sup>11</sup>.

#### 4.2 La structure de gouvernance

Les principes 1 & 6, qui définissent le *rôle du conseil d'administration* et ses relations avec la direction de la société, mettent en évidence les structures de gestion et de contrôle spécifiques de la société anonyme cotée et s'intéressent à la manière de les rendre plus efficaces. La structure de gouvernance que propose le CBCG aux sociétés cotées repose sur la nécessaire présence de deux organes : le conseil d'administration, organe de gestion de la société, et le management exécutif qui reçoit délégation du conseil. La recherche d'un bon équilibre des pouvoirs conduit à promouvoir une claire répartition des attributions entre le conseil d'administration et la direction et une séparation des responsabilités entre le président du conseil et le responsable du management exécutif de la société, le CEO. En procédant à l'évaluation des différentes problématiques liées au principe 1, nous pouvons montrer que la préoccupation des intervenants relative au mode d'expression de la personne morale – ils demandent notamment de préciser que c'est le conseil qui prend l'initiative en matière de *Corporate Governance* – recouvrait, sur le plan théorique, une préoccupation plus fondamentale concernant la répartition légale des pouvoirs entre les organes de la société anonyme. En effet, depuis la réforme de 1973 qui accorde la plénitude des pouvoirs de gestion au conseil d'administration, la répartition des pouvoirs entre les deux principaux organes (assemblée générale et conseil d'administration) est restée confuse. Il subsiste une ambiguïté sur l'étendue des pouvoirs du conseil, ambiguïté qui naît du fait que l'article du

---

<sup>10</sup> Nous avons également pris en compte plusieurs études existantes sur la pratique de *Corporate Governance* des sociétés cotées belges.

<sup>11</sup> Nous avons ainsi pu mettre en évidence la nature et l'ampleur des modifications apportées au projet de code : on a dénombré environ 88 retraites et 52 ajouts de phrases ou paragraphes, 60 modifications mineures et 88 modifications substantielles (reformulation complète de l'idée initiale présente dans le projet) et 12 déplacement de parties de phrases qui sont reprises sans modification en d'autres endroits du texte.

Code des sociétés (art. 531) qui accorde la plénitude des pouvoirs à l'assemblée n'a pas été modifié.

L'évaluation de la question de la responsabilité du conseil d'administration, qui doit être tenu, comme l'ont fait remarquer les intervenants, non pas d'une obligation de résultat mais bien d'une obligation de moyens, permet de comprendre le choix de la Commission de ne pas prendre en compte les suggestions sur la question. Il ressort de notre examen que la responsabilité du conseil d'administration est une question de fait, à évaluer dans un contexte donné (ce qui explique l'abstention de la commission sur la question) et que les obligations du conseil et la manière dont il convient qu'il exerce ses attributions ne peuvent être exprimées qu'en termes généraux. En ce qui concerne le rôle du conseil d'administration, notre évaluation nous a permis d'affirmer que le conseil d'administration en Belgique, même s'il fait le choix de créer conformément à l'article 524 bis du code des sociétés un comité de direction auquel il délègue des pouvoirs, n'est pas un pur organe de contrôle, comme l'affirment certains intervenants. Il lui est expressément interdit de déléguer certaines attributions à caractère décisionnel. À cet égard, l'article 524 bis mentionne de manière expresse l'élaboration de la politique générale de la société et fait une référence globale à d'autres actes strictement réservés par la loi au conseil d'administration. Il existe une tension très perceptible entre une conception où le conseil est considéré comme un pur organe de contrôle, ce qui revient – comme le font, implicitement au moins, certains intervenants – à ériger en principe absolu l'autonomie du management, et une conception, qui est à l'évidence consacrée par la loi, dans laquelle le conseil est l'organe de décision ultime sur un certain nombre de points d'orientation de l'action. La première tendance se fonde au moins implicitement sur un principe de rationalité substantielle et consiste à se donner des problèmes décisionnels une représentation fondée sur l'idée qu'il est possible de tracer sans équivoque une frontière entre les actes de décision et les actes de contrôle, les premiers revenant aux membres du management exécutif et les seconds aux administrateurs. Cette conception idéalisée est le fondement des thèses relatives à l'autonomie du management.

Un article déjà ancien de Fama & Jensen (1983 a) propose de cette dernière problématique une vision beaucoup plus réaliste fondée sur l'observation des processus réels de gouvernance. Ces auteurs ont conceptualisé le mode d'organisation du conseil d'administration dans les sociétés à actionnariat dispersé à partir d'une structuration du processus décisionnel en quatre étapes : l'initiative, la ratification, la mise en œuvre et la surveillance. Alors que l'initiative et la mise en œuvre des projets reviennent aux managers, la ratification et la surveillance sont indéniablement l'apanage du conseil d'administration. Ces auteurs distinguent deux groupes de fonctions décisionnelles : la fonction de contrôle (*decision control*), qui comprend la ratification et la surveillance des décisions managériales et revient au conseil d'administration, et la fonction de décision (*decision management*) qui comprend l'initiative et la mise en œuvre, c'est-à-dire la gestion ou l'administration, et qui se trouve aux mains des managers. Cette vision tranchée ne nous paraît pas correspondre à la réalité de la pratique<sup>12</sup>. Il n'est non seulement pas exclu que le conseil prenne l'initiative de certains projets, mais la ratification de tout projet ne peut pas être comprise comme consistant à actionner un couperet. Dans une structure raisonnablement coopérative, un refus sera normalement motivé et assorti d'indications sur la nature de la solution alternative souhaitée, ce qui, pour des décisions importantes, peut donner lieu à plusieurs va-et-vient entre le conseil

---

<sup>12</sup> Cet avis est partagé par de nombreux auteurs de commentaires.

et le management exécutif. Il n'est donc pas concevable d'établir une cloison étanche entre les deux fonctions que distinguent Fama et Jensen. Nous pensons que c'est l'une des raisons – probablement la principale – pour laquelle la Commission s'est gardée de suivre les suggestions des défenseurs de l'autonomie du management. Elle a ainsi évité de s'opposer à un principe directeur de la législation. Plus spécifiquement, les codes – dont le CBCG – clarifient les missions du conseil d'administration, lui assignent un rôle de surveillance des dirigeants et lui donnent les moyens d'exercer ses missions, via les trois mesures-clés déjà citées. Ils incitent les sociétés à organiser au sein de leurs conseils d'administration, à la base monistes<sup>13</sup>, une dualité des pouvoirs grâce à la dissociation claire des fonctions de direction et de contrôle. C'est cette logique qui les conduit à distinguer deux catégories d'administrateurs au sein du conseil, les administrateurs gestionnaires (les exécutifs) et les autres administrateurs qui ne gèrent pas, mais qui doivent contrôler les gestionnaires (les non-exécutifs) et à suggérer la séparation nette des responsabilités à la tête de la société (entre le *chairman* et le CEO). Afin de permettre au conseil de jouer un rôle de contre-pouvoir et d'assurer un contrôle complet et efficace de la direction, les principes préconisent en outre d'ouvrir les conseils à des administrateurs indépendants et de créer des comités spécialisés. On estime que ces comités, composés en général d'une majorité d'administrateurs indépendants, peuvent faciliter la mission et le fonctionnement du conseil et concourir efficacement à la préparation des décisions. Les codes offrent ainsi aux administrateurs la possibilité d'organiser leurs travaux en toute indépendance dans trois domaines stratégiques de l'entreprise et où les conflits d'intérêts sont à priori les plus sensibles : l'audit, la nomination et la rémunération. On peut considérer la mise en place d'un tel dispositif au sein de la direction de la société anonyme comme une nouvelle structure de gouvernance, une troisième voie entre les conceptions « moniste » et « duale », qu'on peut appeler « dualisme fonctionnel » (Dieux, 2005, p.61-62),.

Nous avons également précisé, à partir d'une analyse textuelle de certains principes et dispositions du code, l'acception dans laquelle la notion d'« intérêt social » est utilisée dans l'ensemble des dispositions du code. L'interprétation la plus plausible de ces dispositions, ainsi que des modifications intervenues entre le projet de code et la version définitive est que l'intérêt social se limite, pour les auteurs du Code, à l'intérêt des actionnaires : il n'y a donc pas d'autres intérêts à prendre en compte. La prise en compte de l'intérêt des *stakeholders* est ainsi éludée par la Commission puisque, bien qu'il soit mentionné dans le préambule que les pratiques de bonne gouvernance ne peuvent ignorer les intérêts de ceux-ci, aucune disposition les concernant n'est introduite dans le code. Les problèmes d'incompatibilité de certaines dispositions du projet de code avec le droit des sociétés sont finalement les seuls à conduire à une reformulation des dispositions qui concrétisent le principe 1. En ce qui concerne la recommandation relative à la séparation des responsabilités à la tête de la société, la pratique des sociétés cotées belges en la matière (une société cotée sur trois seulement ne procédait pas à ce moment à une telle séparation) explique le peu de réactions négatives et le choix de la Commission de la maintenir, contrairement à la proposition de certains intervenants, pour toutes les sociétés. Nous pensons que c'est l'une des situations dans lesquelles le choix de

---

<sup>13</sup> Le système 'moniste' ou *one-tier board* se caractérise par le fait que le conseil est l'unique organe d'administration de la société anonyme. Il assume à la fois des fonctions de gestion et de contrôle. Il se distingue du système de direction 'dual' – *two-tier board* – où la loi, comme c'est le cas notamment en Allemagne pour les sociétés importantes, organise la séparation de la gestion et du contrôle dans deux organes distincts avec l'institution d'un organe de direction (*Vorstand* ou directoire) et d'un organe de contrôle supérieur (*Aufsichtsrat* ou comité de surveillance).

l'approche *comply or explain* a toute sa raison d'être : il doit permettre aux sociétés, dans des circonstances et pour des raisons dont elles devront apporter la justification, d'opter pour le cumul des fonctions.

Si un certain nombre d'intervenants approuvent l'initiative de la Commission de consacrer un chapitre (principe 6) au management exécutif, à son rôle et à ses responsabilités, ils estiment toutefois que le modèle de conseil d'administration que propose le code n'est pas clair. Notre évaluation nous a permis de montrer que la Commission a délibérément choisi de ne pas prendre position sur la question de l'adoption d'une structure moniste ou duale. A aucun moment, elle n'a exprimé sa préférence pour la nouvelle structure introduite par la loi du 02/08/2002, qui donne aux sociétés anonymes la possibilité de créer un comité de direction. Par ailleurs, contrairement à ce qu'affirment certains intervenants, on ne peut en rien considérer que les recommandations de structure contenues dans le Code conduisent implicitement à un dualisme organique à l'allemande. La reconnaissance légale du comité de direction permet de mettre le droit de la société anonyme en concordance avec la pratique, s'inscrit dans une logique managériale qui permet une organisation plus efficace et adaptée de la l'administration de la société et n'a pas pour but d'introduire une véritable organisation dualiste Belgique. Nous pensons également qu'il est judicieux, comme le fait le Code, de ne pas parler explicitement du comité de direction, mais plutôt de management exécutif, expression qui permet de rencontrer l'hétérogénéité des modes de gestion. Notre évaluation a permis de mettre en évidence l'inadéquation des deux modèles extrêmes de délégation de pouvoirs que propose la loi aux sociétés – la délégation minimale (celle de la gestion journalière à un ou plusieurs administrateurs délégués) et la délégation maximale (délégation d'une part plus ou moins importante des autres pouvoirs du conseil à un comité de direction) : dans la majorité des sociétés cotées, la pratique s'écarte *de facto* de ces deux formes de délégation. Ce qui importe en définitive, c'est de faire en sorte qu'une bonne structure de gouvernance permette de révéler la manière dont la société est gérée, même si certaines structures sont inopposables aux tiers. Il importe également de se rendre compte que, dans l'esprit de la Commission, le management exécutif, organisé ou non selon l'article 524 bis du code des sociétés, est le sommet de la pyramide organisationnelle. Les autres préoccupations des intervenants relatives à ce principe 6 – inclure dans le projet de code des éléments qui existent déjà dans le code des sociétés, préciser l'expression *senior management* en donnant des exemples, regretter le silence du code sur des détails relatifs au fonctionnement des sociétés – traduisent, pensons nous, une mauvaise compréhension de la démarche des rédacteurs du code. Il s'agit bien pour ceux-ci de formaliser des règles, non seulement de manière complémentaire à la loi, mais aussi de manière « contextualisable », c'est-à-dire de n'émettre que des recommandations assez générales pour offrir à chaque société des possibilités de les « contextualiser » selon ses spécificités.

#### *4.3 La composition et le fonctionnement du CA, le rôle, les droits et devoirs des administrateurs : inadéquation du modèle proposé*

Quatre principes (2, 3, 4, 5) sont consacrés à la composition, à l'organisation et au fonctionnement du conseil d'administration. Ils mettent l'accent sur une composition équilibrée du conseil, qui est de nature à lui permettre d'assurer efficacement ses missions, aussi bien de contrôle que d'orientation de la stratégie. Ils précisent le rôle du président et des administrateurs, ainsi que les droits et devoirs de ces derniers, insistent sur le rôle de gardien de l'intérêt social du conseil et sur la création de comités spécialisés. C'est sur ces questions

d'organisation et de fonctionnement (principes 2, 4 & 5) du conseil que les recommandations du Code posent réellement un problème d'inadéquation par rapport aux pratiques des sociétés belges en la matière. En effet, les intervenants sont nombreux à dénoncer cette inadéquation, notamment l'insuffisante prise en compte de l'actionnariat de référence ou de contrôle dans la structuration du conseil, dans la composition des comités et dans la sélection des administrateurs. Leur requête de « contextualisation » va donc dans le sens d'une prise en compte des droits et devoirs de ce type d'actionnaires, qui influencent de manière déterminante la vie de nombreuses sociétés belges. Notre évaluation nous a permis de montrer que si la concentration de l'actionnariat présente de nombreux avantages, dont celui de remédier à certains problèmes de gouvernance que posent les structures à actionnariat dispersé, elle pose aussi des problèmes spécifiques de gouvernance. Il s'agit, par exemple, de la tendance de certains actionnaires dominants à privilégier l'intérêt de leur groupe au détriment de celui de la société et de leurs coactionnaires (les actionnaires minoritaires), via le conseil d'administration qui constitue pour eux le canal privilégié pour exercer une influence sur la gestion. Ce problème de gouvernance consiste donc à minimiser le pouvoir de l'actionnaire de référence au conseil, afin d'éviter que les décisions ne soient prises dans l'intérêt exclusif de cet actionnaire et d'assurer ainsi à la société et à son management une autonomie suffisante. En l'occurrence, il ne s'agirait pas avant tout, comme dans les pays anglo-saxons, de protéger la société et ses actionnaires de l'influence dominante des exécutifs au conseil par la présence majoritaire d'administrateurs non exécutifs et d'indépendants, mais plutôt de minoriser les administrateurs non exécutifs désignés par l'actionnaire de référence afin de préserver l'autonomie de la personne morale. Il convient toutefois d'être conscient qu'une telle suggestion – dont il ne semble pas qu'elle puisse aujourd'hui, où domine la vision « propriétaire », obtenir une adhésion majoritaire – constituerait un ralliement à une conception clairement « institutionnaliste » de la société anonyme cotée en bourse.

Notre évaluation fait clairement apparaître que les recommandations du Code, particulièrement en matière de composition du conseil, n'apportent pas de véritables réponses aux problèmes de gouvernance qui viennent d'être mis en évidence. Il apparaît donc que ces recommandations sont à cet égard peu susceptibles d'apporter des modifications fondamentales à la composition des conseils et de remettre en cause l'attitude de plus en plus contestée, quoique de manière toujours minoritaire, de certains actionnaires de référence. L'analyse de certaines dispositions relatives à la composition du conseil montre que non seulement le dispositif préconisé par le code ne s'écarte pas vraiment de la vision dominante, mais qu'il est de nature à engendrer des configurations conduisant à des situations de blocage dans les sociétés familiales ou de conflits d'intérêts au sein des groupes. Notre hypothèse interprétative est que cette proposition *a priori* étonnante de la Commission en matière de composition du conseil d'administration est influencée par le souhait d'un *status quo* de la part d'une majorité de groupes familiaux et par la conception majoritaire qu'a de ses droits l'actionnariat de référence. Il s'agit en définitive pour les auteurs du Code de ne pas heurter de front les conceptions encore dominantes en Belgique.

En matière de composition des comités, les auteurs du code semblent s'être montrés imprudemment radicaux dans la première version du code, en transposant purement et simplement les recommandations américaines relatives au comité d'audit – à composer exclusivement d'administrateurs non exécutifs indépendants. En réponse aux critiques des intervenants, la modification a consisté à exiger un comité d'audit composé majoritairement d'administrateurs non exécutifs indépendants, ce qui permet d'introduire au moins un

représentant de l'actionnaire de référence. De même, la disposition relative à la sélection et la nomination des administrateurs, qui concerne directement un droit fondamental des actionnaires, a été amendée afin de prendre en compte les suggestions des intervenants. Il est maintenant ajouté explicitement dans la disposition du principe 4 décrivant le processus de sélection à suivre pour le choix des administrateurs que cette disposition s'applique également aux propositions émanant des certains actionnaires. Nous avons toutefois constaté que, malgré ces différents amendements, pratiquement aucune disposition du Code – ni d'ailleurs du projet de code, en particulier celles relatives à la composition du conseil et des comités et à la nomination des administrateurs, ne parle explicitement de l'actionnaire de référence. Le travail d'adaptation des recommandations anglo-saxonnes est restée très limité : bien que son existence ne soit ni niée ni contestée, la gouvernance sous l'impulsion d'un actionnaire de contrôle, n'est en rien présentée comme un modèle, spécifique à plus d'une société belge, et qu'il faudrait par conséquent prendre en considération. Cet ancrage dans la vision dominante nous semble avoir permis à la Commission de rester conforme à sa visée implicite: assurer l'ouverture des sociétés aux marchés de valeurs mobilières, garantir la fluidité de ceux-ci et d'asseoir la crédibilité des sociétés cotées belges auprès des marchés internationaux et des investisseurs institutionnels par un haut degré de conformité au modèle dominant.

L'administrateur indépendant, élément-clé de conception dominante de la *Corporate Governance*, doit par sa présence et le contrôle qu'il assure, rassurer les investisseurs. Le fait d'avoir introduit cette notion dans le projet de code dans une perspective aussi réductrice que celle du Code des sociétés a suscité de nombreuses réactions et a conduit à une révision complète de cette disposition dans le texte définitif. En effet, l'institution de l'administrateur indépendant a été consacrée en droit belge en 1995 pour réguler les conflits d'intérêts – tant en ce qui concerne le processus décisionnel que les conflits d'opportunités, moins visibles, mais tout aussi importants – susceptibles de surgir entre un actionnaire dominant et la société qu'il contrôle. La définition du Code des Sociétés est donc spécifique à une situation particulière, celle des conflits d'intérêts intragroupes. Les critères qui y sont retenus pour définir l'indépendance sont des dispositions minimales, insuffisantes au regard des pratiques internationales : l'indépendance y est définie uniquement en fonction de l'absence de lien avec les actionnaires de référence. La version définitive du Code comporte une définition de l'indépendance et une liste de critères d'évaluation de celle-ci. Toutefois, pour plus d'un intervenant, la question fondamentale que pose le recours à cette notion est de savoir si elle représente vraiment une réponse adaptée aux problèmes de conflits d'intérêts et de contrôle insuffisant qu'ont connus certains conseils d'administration. Notre évaluation nous a amenés à constater que ce modèle est loin d'être totalement efficace ; il est par conséquent regrettable de focaliser l'attention sur les administrateurs indépendants, car l'indépendance n'est qu'une des qualités attendues d'un bon administrateur, outre le fait que remplir des conditions formelles d'indépendance n'est en rien une garantie de l'indépendance. Le débat sur l'indépendance ne doit pas faire perdre de vue les autres qualités que doivent présenter les administrateurs afin d'assurer un processus décisionnel indépendant et de qualité : la motivation, le professionnalisme, la compétence, l'implication, la disponibilité. Un certain nombre d'intervenants ont ainsi regretté, à juste titre, que l'accent ne soit pas mis sur la compétence, l'implication et la responsabilité des administrateurs, notamment dans le principe 3 du Code consacré aux droits et devoirs des administrateurs. Nous avons souligné toutefois que le silence du code sur certaines de ces problématiques, notamment la question de la responsabilité des administrateurs ou de la collégialité du conseil, est conforme à la stratégie des promoteurs du code, qui est de dégager des normes complémentaires à la loi. Il faut donc

s'en référer à la loi pour toutes les problématiques dont le Code ne parle pas. S'ils ont jugé utile de revenir sur quelques problématiques déjà abordées en droit belge et de rappeler les obligations et devoirs des administrateurs dans ces domaines, c'est en raison de leur importance dans le débat sur la *Corporate Governance*. Il s'agit, d'une part, du devoir de tout administrateur d'agir dans l'intérêt social et de faire preuve de jugement indépendant dans les prises de décisions et, d'autre part, de la question des conflits d'intérêts.

En ce qui concerne l'amélioration du fonctionnement du conseil par la création de comités spécialisés, des intervenants critiquent aussi l'obligation faite à toutes les sociétés cotées de constituer ces comités, ainsi que la proposition de règles différentes pour la composition des comités de nomination et de rémunération qui, dans la pratique, forment souvent un seul comité. Notre évaluation nous a amenés à considérer ces comités comme des solutions structurelles qui peuvent améliorer la crédibilité des modes de gestion et, en particulier, améliorer le contrôle et la transparence du fonctionnement du conseil d'administration dans l'intérêt de la société et des investisseurs. Pratiquement tous les codes recommandent la constitution de ces comités et les considèrent comme l'un des instruments les plus importants de *Corporate Governance*. Ils doivent permettre de prévenir les conflits d'intérêts à quelque niveau que ce soit. Aussi, dans le cas où une société cotée considère que la création de l'un ou l'autre comité ne se justifie pas dans son cas, il semble qu'il lui faudra nécessairement, pour s'exonérer de ce que la Commission elle aussi considère manifestement comme un élément essentiel du dispositif de gouvernance, avoir recours au principe *comply or explain*. Dans le même esprit, il semble toutefois difficile de concevoir qu'une société cotée puisse faire l'économie d'un comité d'audit. En effet, ce comité, qu'il soit obligatoire ou non, constitue d'un point de vue pratique une composante nécessaire d'un système de gouvernance efficace et participe à l'obligation de surveillance mutuelle qui s'impose aux administrateurs et plus particulièrement aux administrateurs non exécutifs, du fait de la responsabilité collégiale du conseil. Il est assez logique que le comité d'audit, considéré comme une pièce maîtresse de la mission de contrôle du conseil, soit composé exclusivement d'administrateurs non exécutifs, comme le recommandent la plupart des codes : on ne peut pas être à la fois contrôleur et contrôlé. En ce qui concerne le comité de rémunération, nous pensons que le risque élevé de conflits d'intérêts directs ou indirects en cette matière justifie amplement la composition recommandée par les codes : il doit lui aussi être composé exclusivement d'administrateurs non exécutifs, dont une majorité d'indépendants. Contrairement aux autres comités, il importe en matière de nomination que les points de vue internes (ceux des administrateurs exécutifs) soient pris en compte dans le comité de nomination : c'est la raison pour laquelle le Code recommande qu'il soit composé d'une majorité d'administrateurs non exécutifs indépendants. Par conséquent, si une société décide de regrouper en un seul comité les attributions des comités de nomination et de rémunération, il va de soi que ce sont les conditions les plus restrictives énoncées par le Code qui doivent prévaloir.

#### *4.4 La rémunération des administrateurs et dirigeants.*

Le principe 7, consacré à la rémunération des administrateurs et dirigeants, a suscité des réactions très contrastées, notamment en ce qui concerne la publicité (surtout individuelle) des rémunérations, critiques qui n'ont pas été prises en compte dans la version définitive. Notre évaluation a effectivement mis en évidence que ce principe de transparence des rémunérations individuelles des administrateurs fait en Europe continentale l'objet d'un certain blocage, pour différentes raisons : le risque non négligeable que la rémunération fasse l'objet, en raison de cette publication, de pressions multiples de la part du personnel, des forces politiques ; le

fait que le souci de transparence qui sous-tend une telle publication peut conduire de manière paradoxale à une véritable inflation des salaires des dirigeants. Cependant, nous ne pensons pas que la publication (globalisée et individuelle) de la rémunération des dirigeants et administrateurs, reprenant toutes les composantes de celle-ci, ait dans l'esprit des auteurs du Code pour objectif de tempérer les exigences, jugées exagérées, des hauts dirigeants en matière de salaires. En fait, pour les sociétés cotées qui font appel aux marchés boursiers, la publication des rémunérations est considérée comme constituant une donnée importante pour les actionnaires et autres investisseurs. Elle doit leur permettre de se faire une idée assez précise du coût de l'administration et de la gestion de la société et d'effectuer ainsi sur le marché des comparaisons, voire des arbitrages, et d'évaluer en connaissance de cause les coûts et avantages du système de rémunération pratiqué. Pour ce faire, le détail des mécanismes de rémunération est aussi important que leur niveau global, en particulier en ce qui concerne l'évaluation de la structure des incitations. En effet, dans l'optique de la théorie de l'agence, la rémunération est l'une des variables d'action détenue totalement ou partiellement par les actionnaires et les investisseurs pour contrôler les principaux dirigeants. Il s'agit donc pour les actionnaires d'éviter des politiques de rémunération qui ont un effet fortement dilutif de leur position (*stock-option plans* ou augmentation du nombre d'action gratuites) ou qui peuvent réduire le surplus net (avantages en nature). L'exigence de publicité vise en réalité à mettre en évidence les répercussions de la politique de rémunération sur la grandeur-clé qu'est la valeur actionnariale et apparaît donc comme une donnée cruciale pour les opérateurs du marché, qui sont d'ailleurs pratiquement les seuls à pouvoir interpréter les détails techniques que les codes recommandent de publier dans les chartes de gouvernance.

#### 4.5 Les enquêtes d'évaluation et de suivi du Code

Les enquêtes sur le suivi du Code montrent très clairement que celui-ci est considéré comme un outil indispensable pour faire changer les choses. Elles mettent en évidence les efforts fournis par les sociétés cotées belges en vue de respecter au mieux le Code et d'informer le public sur leurs pratiques en matière de *Corporate Governance*. Mais on ne peut pas, comme le font la FEB et le BGI, parler d'un large respect du Code. En effet, l'estimation du degré de respect du code (87,5%) n'a porté que sur 50 dispositions partielles sur un total de 300, choisies – qui plus est – en raison de leur nature aisément vérifiable. Le degré, en réalité relativement faible, de respect du code se manifeste indirectement par le fait que les demandes de contextualisation des intervenants en matière de structure de gouvernance, de composition et surtout d'indépendance du conseil et des comités, de publication individuelle des rémunérations et des détails de ces rémunérations n'aient été que très faiblement prises en compte. Ce sont en effet les dispositions relatives à ces domaines qui sont le moins bien respectées (taux de dérogation très élevé, presque toujours sans aucune explication<sup>14</sup>) : publication d'un commentaire de la politique en matière de conflits d'intérêts, publication des principales conditions contractuelles relatives à l'engagement et au départ des managers exécutifs, informations en matière d'options sur actions, composition des comités (notamment la question de l'indépendance), critères à retenir pour considérer un administrateur comme indépendant, instauration d'un seuil de 5% pour soumettre des propositions à l'assemblée générale. D'autres dispositions, relatives à la publication des taux de présence individuelle des administrateurs, à la distinction précise entre rémunération de base, rémunération variable et autres composantes de la rémunération et à la fréquence des réunions du comité de rémunération et du comité de nomination, sont elles aussi moins bien respectées. Certaines

---

<sup>14</sup> C'est-à-dire : sans que l'on ait recours au dispositif *comply or explain*.

dispositions sont néanmoins bien respectées, notamment celles relatives aux obligations en matière de publication (charte CG, chapitre CG du rapport annuel, structure de l'actionnariat, la politique de rémunération de la société), à la création des différents comités au sein du conseil d'administration ou encore à la composition du conseil d'administration et du management exécutif (moitié d'administrateurs non exécutifs; séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de CEO).

## 5. Conclusion

Il est clair que les règles du Code destinées à améliorer le fonctionnement du conseil d'administration et à renforcer le rôle des actionnaires sont de nature à introduire des changements assez fondamentaux dans la pratique de la *Corporate Governance* au sein des sociétés cotées belges. Il n'est donc guère étonnant que l'on constate un faible respect – on peut parler dans certains cas de respect médiocre – des dispositions du Code, en particulier dans les domaines les plus controversés. Il s'agit de pratiques traditionnelles ou classiques en matière de composition, d'organisation, de fonctionnement du Conseil, de rémunération ou encore de répartition des compétences entre les organes de gestion et de contrôle, auxquelles on ne peut renoncer que de manière très progressive. C'est sur ces différentes recommandations sensibles que le CBCG est en définitive peu respecté, si ce n'est le cas échéant de manière purement formelle et le plus souvent sans justification de la non-conformité, alors que c'est justement le rôle de l'approche *comply or explain* de permettre aux sociétés d'expliquer les raisons pour lesquelles elles ne peuvent pas (encore) satisfaire à certaines dispositions du Code et, surtout de développer à terme leur propre modèle de gouvernance et d'apporter ainsi les réponses adéquates aux problèmes qu'elles rencontrent dans leur contexte d'action spécifique. Nous pensons que le vrai problème de la gouvernance réside dans le fait que les sociétés doivent intérioriser les règles : on ne peut pas changer les mentalités en peu de temps. Il ne suffit pas d'afficher pour l'extérieur le respect formel des principes de bon gouvernement d'entreprise pour garantir l'efficacité de leur mise en œuvre : la conformité uniquement formelle aux recommandations du Code n'est pas une condition suffisante d'un bon gouvernement d'entreprise.

Néanmoins, la perspective d'autorégulation adoptée (principe *comply or explain*, consultation publique, qui serait à réitérer à la lumière des enseignements à tirer de la crise mondiale en cours), même si elle demeure insuffisante dans la conception même de ses modalités, permet d'affirmer que le Code devrait donner aux réflexions et aux pratiques en matière de *Corporate Governance* une nouvelle impulsion. Il apparaît ainsi comme un outil indéniablement utile pour induire progressivement le changement.

## Bibliographie

Agboton Y. (2007), *Le rôle du Conseil d'administration dans le dispositif de Corporate Governance. Le cas du Code Lippens*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Liège, Belgique.

Aguilera, R. V. and Cuervo-Cazurra, A. (2004), "Codes of Good Governance Worldwide: What is the trigger?", *Organization Studies*, 25, 415–443.

Alves, C. and Mendes, V. (2004) "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese case", *Corporate Governance: An International Review*, 12, 290–301.

Belgian Governance Institute & Fédération des entreprises de Belgique (2007), *Le respect du Code belge de gouvernance d'entreprise : un état de la question*, Belgian Governance Institute/VBO-FEB, novembre, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2660>.

Caussain J-J (2005), *Le gouvernement d'entreprise, Le pouvoir rendu aux actionnaires*, Centre de Recherche sur le Droit des Affaires, Litec, Paris

Claeys & Engels (2006), *Bonne Gouvernance et politique de rémunération au sein des grandes entreprises. Le Code Lippens a instauré les comités de rémunération : qui les compose et comment fonctionnent-ils ?*, [http://www.claeysengels.be/db/files/article\\_comite\\_de\\_remuneration\\_ex\\_1.pdf](http://www.claeysengels.be/db/files/article_comite_de_remuneration_ex_1.pdf).

Cobbaut R. (2000), "La gouvernance des entreprises : une approche régulationniste », in : *Actes du 14<sup>ème</sup> congrès des économistes belges de langue française, CIFoP, Charleroi, vol. 2, pp. 49-74.*

Conyon, M. and Mallin, C. (1997), "A Review of Compliance with Cadbury", *Journal of General Management*, 22, 24–37.

Dahya, J., McConnell, J. J. and Travlos, N. G. (2002), "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, 57, 461–483

Dedman, E. (2000), "An Investigation into the Determinants of UK Board Structure Before and After Cadbury", *Corporate Governance – An International Review* , 8, 133–153.

Dieux X. (2005), « 'Corporate Governance', De la loi du 2 août 2002 au 'Code Lippens' », *J.T.*, pp.57-63.

Fama E.F. ET Jensen M.C. (1983 a), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, June, p. 301-326.

Fama E.F. ET Jensen M.C. (1983 b), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26, p. 327-350.

Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S. and Cuervo-García, A. (2004), "The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms", *Corporate Governance: An International Review*, 12, 29–46

[http://www.corporategovernancecommittee.be/en/corporate\\_governance\\_code/final\\_code/default.aspx](http://www.corporategovernancecommittee.be/en/corporate_governance_code/final_code/default.aspx).

KPMG (2005), *Le 'Code Lippens' : un nouveau code qui stimule l'efficacité des pratiques de gouvernance d'entreprise des sociétés cotées en bourse*, [http://kpmgbe.lcc.ch/dbfetch/52616e646f6d4956b65789792c8fac526d98b63341c8b5a7/lippens\\_fr.pdf](http://kpmgbe.lcc.ch/dbfetch/52616e646f6d4956b65789792c8fac526d98b63341c8b5a7/lippens_fr.pdf).

KPMG Advisory & Corgo (2006), *Enquête sur la Gouvernance d'Entreprise des sociétés belges cotées en bourse, notamment sur les recommandations du Code Lippens à propos de la publication d'une Charte de Gouvernance d'Entreprise*, Baromètre de Gouvernance d'Entreprise.

[http://kpmgbe.lcc.ch/dbfetch/52616e646f6d4956353094e5feef57ab366276b2a46f2b26/corporate\\_governance\\_barometer\\_fr\\_jan06.pdf](http://kpmgbe.lcc.ch/dbfetch/52616e646f6d4956353094e5feef57ab366276b2a46f2b26/corporate_governance_barometer_fr_jan06.pdf)

OCDE (2003), *Tour d'horizon des évolutions en matière de gouvernement d'entreprise dans les pays de l'OCDE*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Olivier H. (1997), « L'importance des comités spécifiques, en particulier le comité d'audit », *Revue de la Banque*, n° 7, pp. 445-449.

Wirtz P. (2004). "Meilleures pratiques» de gouvernance, théorie de la firme et modèles de création de valeur: Une appréciation critique des codes de bonne conduite", Working Papers FARGO 1040401, Université de Bourgogne

Van den Berghe L. & Wymeersch E. (1999), *Enquête Corporate Governance en Belgique. Structures et Techniques de Gestion*, Institut des Administrateurs

Werder, A. von, Talaulicar, T. and Kolat, G. L. (2005), “Compliance with the German Corporate Governance Code: An empirical analysis of the compliance statements by German listed companies”, *Corporate Governance: An International Review*, 13, 178–187.

Wymeersch, E. (2005), “Enforcement of Corporate Governance Codes”, *ECGI Law Working Paper No 46/2005*, <http://www.ssrn.com>.