

Faculté de droit et de criminologie

La gouvernance d'entreprise mise à l'épreuve

Du droit des sociétés au droit financier

**Auteur : Julia Mierzwinska
Promoteur : Yves de Cordt
Année académique 2021-2022
Master en droit – Finalité en droit de l'entreprise**

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Remerciements

En préambule de ce mémoire, il est important pour moi d'adresser mes plus vifs remerciements aux personnes qui ont participé, de près ou de loin, à la réalisation de cet écrit.

Mes remerciements vont, tout d'abord, à Yves DE CORDT, promoteur de ce mémoire, pour sa disponibilité et ses conseils avisés tout au long de la rédaction de celui-ci. Grâce à ses remarques pointilleuses liées à son expertise, il m'a guidée et permis d'entreprendre la rédaction de ce mémoire avec clairvoyance.

Je tiens également à remercier Sarah DAMBRIN et Charlotte POLLET pour leur aide précieuse à la relecture et à la correction de ce travail.

J'adresse un merci tout particulier à mes parents pour leur présence, leurs encouragements, et la confiance indéfectible qu'ils m'ont toujours témoignée.

Enfin, je témoigne toute ma reconnaissance à ma famille, mes proches et mes amis qui m'ont apporté le soutien nécessaire afin de réaliser ce mémoire dans les meilleures conditions possibles.

Tables des matières

Introduction.....	1
Partie I. La Corporate Governance, une doctrine à multiples facettes	4
Chapitre I. Définition et concept	4
Chapitre II. Brève origine historique.....	5
Chapitre III. Finalité et objectifs poursuivis	6
Chapitre IV. Production des normes	7
Section I. Les recommandations de la Commission bancaire et financière.....	8
Section II. Le Code belge de gouvernance d'entreprise	9
§1. Historique	9
§2. Vision et objectifs.....	10
§3. Champ d'application.....	11
§4. Cadre normatif	11
A. L'approche « comply or explain ».....	11
B. La sanction du marché.....	13
§5. Grands principes de la gouvernance d'entreprise.....	15
Section III. Diverses législations particulières.....	19
Partie II. La relation tumultueuse entre le droit des sociétés et le droit financier : un lien grandissant	20
Chapitre I. Le développement du droit financier en Belgique	21
Chapitre II. L'émergence d'un droit des sociétés « à deux vitesses ».....	24
Chapitre III. Entre faculté et obligation : la société anonyme (cotée).....	26
Partie III. Les piliers de la Corporate Governance : au confluent du droit des sociétés et du droit financier.....	29
Chapitre I. L'organisation de la gestion des sociétés : les nouveaux modèles d'administration ..	29
Section I. Le modèle de l'administration moniste	30
Section II. Le modèle de l'administrateur unique.....	31
§1. Objectifs et raison d'être.....	31
§2. Statut et exercice des compétences.....	32
Section III. Le modèle de l'administration duale.....	33
§1. Objectifs et raison d'être.....	33
§2. Passage du dualisme fonctionnel au dualisme organique.....	34
§3. Statut et répartition des compétences	35
Chapitre II. Les acteurs de la gouvernance d'entreprise : l'organisation des pouvoirs à la loupe	37
Section I. La typologie des administrateurs : analyse de la distinction entre administrateurs	

exécutifs, non-exécutifs et indépendants	38
§1. Les administrateurs exécutifs et non-exécutifs.....	38
A. Une définition manquante	38
B. Des compétences disparates	39
C. Des interventions multiples	40
D. Composition du conseil d'administration.....	41
§2. Les administrateurs indépendants.....	42
A. Objectifs poursuivis.....	42
B. La condition d'indépendance.....	42
C. Des interventions multiples	44
D. Un triple rôle.....	45
Section II. Une nouvelle réalité : les comités spécialisés	45
§1. Objectifs poursuivis	46
§2. Origine	46
§3. Nature du pouvoir.....	46
§4. Typologie des comités	47
A. Le comité d'audit.....	47
a. Rôle et objectifs.....	47
b. Champ d'application	48
c. Composition	48
d. Compétence.....	49
e. Missions	49
B. Le comité de rémunération.....	50
a. Champ d'application	50
b. Composition	50
c. Compétence.....	51
d. Missions	51
C. Le comité de nomination	52
Chapitre III. Les obligations de transparence étendues des sociétés cotées.....	52
Section I. Les obligations d'information : le <i>reporting</i>	53
§1. En droit des sociétés	54
A. Rapport de gestion.....	54
B. Déclaration de gouvernement d'entreprise.....	54
C. Rapport de rémunération, rapport sur les informations non financières et rapport sur les paiements aux gouvernements	55
§2. En droit financier	55
A. Mise à disposition de toutes les informations nécessaires à la transparence, à	

l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés.....	56
B. Publication des informations concernant les participations importantes.....	57
C. Publications liées aux abus de marché	57
Section II. Entre droits des actionnaires et information des investisseurs : la Directive SRD II	
.....	58
§1. Les ambitions de la directive SRD II.....	59
§2. Les apports de la directive SRD II en matière de gouvernance d'entreprise.....	59
A. Premier axe – L'identification des actionnaires dans les sociétés cotées.....	60
B. Deuxième axe – La facilitation de l'exercice des droits des actionnaires	61
a. Information des actionnaires	62
b. Exercice du droit de vote.....	62
c. Confirmation du vote	62
C. Troisième axe – L'implication directe des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise.....	63
D. Quatrième axe – Le dialogue avec les investisseurs institutionnels.....	64
Conclusion.....	66
Bibliographie	68
Législation.....	68
Textes européens	68
Textes nationaux	68
Doctrine	70
Monographies.....	70
Participations à un ouvrage collectif	71
Périodiques	75
Divers.....	78

Introduction

Le cadre de la réglementation des sociétés a été fondamentalement revu par le remplacement, en 2019, du Code des sociétés¹ par le Code des sociétés et des associations². Dans ce contexte, un constat s'imposait d'emblée : tant l'organisation que la gestion des sociétés dotées de la personnalité juridique ont connu d'importantes évolutions. Cette observation est spécialement corroborée pour les sociétés cotées mais elle s'impose également pour les sociétés non cotées, tant petites que grandes. Ainsi, les dernières années ont été marquées par des transformations fulgurantes tant en droit des sociétés qu'à l'instar de ce que l'on a pu observer dans bon nombre d'autres domaines de la vie économique en général et du droit, dont le droit financier³.

De par son évolution, le droit des entreprises a graduellement dévoilé les rapports de plus en plus étroits que le droit des sociétés et le droit financier tendent à entretenir dans diverses matières. Initialement, le droit des sociétés a été conçu afin d'offrir aux entreprises des structures juridiques plus ou moins sophistiquées de coopération et de collaboration⁴. Toutefois, lorsque les sociétés ont eu besoin d'attirer de grandes quantités de capitaux, le droit financier a été élaboré, en dehors du droit des sociétés, pour protéger tant les investisseurs que les épargnants, c'est-à-dire les consommateurs de produits financiers. Ainsi, d'abord développés séparément, ces deux domaines juridiques se sont mutuellement influencés de manière progressive, particulièrement en ce qui concerne les sociétés cotées, à tel point que certains auteurs parleraient même de droit des sociétés « à deux vitesses ». En définitive, la frontière entre droit des sociétés et droit financier semble plus fine que d'apparence.

Cette mutation du droit des sociétés a trouvé sa meilleure expression dans la doctrine de la *corporate governance*, qui consiste en l'organisation de la gestion et du contrôle au sein d'une entreprise en vue d'un meilleur équilibre entre les différentes instances de direction, les actionnaires ainsi que l'ensemble des parties prenantes. D'abord développée à destination des

¹ Les références au Code des sociétés sont des références au Code des sociétés introduit par la loi du 7 mai 1999 contenant le Code des sociétés, *M.B.*, 6 août 1999, p. 29440 tel que modifié au fil du temps. Ci-après le « C. soc. ».

² Les références au Code des sociétés et associations sont des références au Code des sociétés et associations introduit par la loi du 28 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 4 avril 2019, p. 33239. Ci-après le « CSA ».

³ Voy. D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », in *La gouvernance des sociétés au 21^e siècle*, Limal, Anthemis, 2020, p. 7.

⁴ H. CULOT, Y. DE CORDT, H. JACQUEMIN et Th. LÉONARD, *Manuel du droit de l'entreprise*, Limal, Anthemis, 2019, p. 99.

entreprises cotées, la gouvernance d'entreprise constitue désormais une composante importante du monde de l'entreprise en général.

Dans ce cadre, l'objectif du présent mémoire est de donner un éclairage sur l'ambivalence existante entre le droit des sociétés et le droit financier en Belgique, mais également de comprendre quelles en sont les illustrations les plus parlantes dans notre ordre juridique.

Dans cette optique, le travail sera divisé en trois parties afin d'explicitier nos conclusions. La première partie sera théorique et procédera à une présentation générale de la doctrine de la *corporate governance*, en précisant son origine et ses objectifs et en exposant ce que recouvre son concept. Nous nous attarderons également sur les différentes consécutions juridiques de ces principes. En effet, cette doctrine, bien qu'elle constitue une préoccupation que l'on peut qualifier de récente dans le monde de l'entreprise, a fait l'objet d'aménagements évolutifs tirant leur origine tant du *soft law* que du *hard law*.

La deuxième partie se concentre de manière plus précise sur l'évolution du droit financier dans un monde où les marchés financiers se multiplient exponentiellement ainsi que l'impact graduel qu'un tel développement a eu sur notre droit des sociétés belges. Dans ce cadre, nous veillerons à aborder le développement de ce que certains auteurs nomment le droit des sociétés « à deux vitesses », selon qu'une société soit cotée ou non. Concomitamment, nous démontrerons comment – en pratique – s'illustre ce phénomène, en ce que ce qui peut être une faculté pour les sociétés anonymes non cotées, se trouve être une exigence pour les sociétés cotées. Dès lors - alors que la société anonyme est la principale destinataire de la réforme du Code des sociétés et des associations et qu'elle constitue la forme de société qui se trouve au confluent du droit des sociétés et du droit financier en matière de gouvernance d'entreprise - nous interpréterons également dans quelle mesure la société cotée est perçue comme la personnification du cheval de Troie du droit financier dans le droit des sociétés.

La troisième partie aura pour objectif d'identifier les outils et dispositifs censés remédier à des situations dites de « mauvaise gouvernance », trouvant leur origine dans du droit des sociétés ou du droit financier. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous en analyserons certains aspects et nous nous pencherons sur leurs spécificités. Nous verrons ainsi que ces mécanismes visant à établir une « bonne gouvernance » peuvent être de plusieurs types. Partant, on évoquera

les nouveaux modèles d'administration consacrés par le CSA (moniste, dual ou administrateur unique) de même que certains acteurs importants dans le cadre de la répartition des pouvoirs dans une société, dont les comités consultatifs (comité d'audit, de rémunération ou de nomination) ou encore les différents administrateurs (exécutifs, non-exécutifs ou indépendants). Nous veillerons également à aborder une thématique qu'il est impossible d'omettre dans un travail traitant du droit financier : les obligations de transparence et d'informations renforcées des sociétés cotées.

Enfin, nous tirerons les conclusions de notre travail, non sans nous questionner sur les perspectives.

Partie I. La Corporate Governance, une doctrine à multiples facettes

Comme toutes autres disciplines juridiques, le droit des sociétés est influençable par tous types de rapports de pouvoirs, notamment économiques, « *qui l'ont fait naître et le redessinent au gré de leurs évolutions* »⁵. Particulièrement, nous pouvons constater que c'est dans le cadre du développement du concept de *corporate governance* que le droit des sociétés s'est vu remodelé et remanié afin de répondre aux nouvelles exigences et attentes engendrées par les fluctuations du monde économique et de l'importance croissante des marchés financiers en Belgique, mais plus généralement dans le monde entier.

Afin de mettre en lumière cette mutation, nous estimons pertinent d'aborder certains points clés de cette doctrine pour en comprendre les tenants et les aboutissants. Ainsi, nous traiterons de sa définition et de son concept (Chapitre I), de son origine historique (Chapitre II), pour poursuivre sur sa finalité et ses objectifs (Chapitre III). Enfin, nous développerons l'évolution des sources de la gouvernance d'entreprise, issues tant du *soft law* que du *hard law* (Chapitre IV).

Chapitre I. Définition et concept

Dans sa forme originale, la *corporate governance* - souvent traduite en français par la « gouvernance d'entreprise » ou le « gouvernement d'entreprise » - est une réflexion sur l'organisation des pouvoirs au sein des sociétés, particulièrement la répartition des pouvoirs entre les différents acteurs par l'intermédiaire desquels la société agit (le conseil d'administration ainsi que les comités qui en dépendent, tels que le comité d'audit, le comité de rémunération et le comité de nomination), la structure organisationnelle de la société, les règles de fonctionnement de ces organes ainsi que les relations qu'ils entretiennent entre eux⁶. En outre, elle traite des questions telles que le fonctionnement de l'assemblée générale, du contrôle des comptes de la société ainsi que de l'information à fournir par la société sur le

⁵ N. THIRION, « Après une lecture de Foucault », in *L'organisation du pouvoir dans la société anonyme*, C.D.V.A., Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 316.

⁶ D. WILLERMAIN, F. MESSINE et G. COLLARD, « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, p. 183 ; E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en œuvre », in *Liber amicorum Jacques Malherbe*, Bruxelles, Bruylant, 2006, pp. 1195-1196.

marché⁷, créant ainsi un point de rencontre clair entre le droit des sociétés et le droit financier dans sa genèse même.

Selon une définition classiquement donnée par la Commission européenne, la « *gouvernance d'entreprise définit les relations entre la direction d'une société, son conseil d'administration, ses actionnaires et les autres parties prenantes. Elle détermine les modalités de gestion et de contrôle des entreprises* »⁸. Ainsi, sous l'expression de « gouvernance d'entreprise », on vise essentiellement « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* »⁹.

A l'origine, cette doctrine prend surtout appui sur « *les principes de transparence, d'indépendance, d'intégrité et de responsabilité ainsi que sur l'instauration d'un dualisme fonctionnel et sur la création de comités consultatifs* »¹⁰. Dans cette lignée, elle n'est pas neutre : elle tend à déterminer le mode de gestion qui sert au mieux l'intérêt des actionnaires¹¹ ainsi qu'à établir l'ensemble des règles et recommandations qui poursuivent un objectif de satisfaction de l'intérêt général au sein de la société¹².

Chapitre II. Brève origine historique¹³

Sans surprise, la Belgique a très tôt été sensible aux débats corrélatifs à la *corporate*

⁷ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisités : Normativités concurrentes*, t. III, Bruxelles, Presses de l'Université Saint-Louis, 2012, p. 213.

⁸ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - Un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », C.O.M. (2012) 0740 final, p. 2.

⁹ G. CHARREAUX, *Le Gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, p. 1.

¹⁰ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », in *Évolution et perspectives du droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 14.

¹¹ K. GEENS, « Over Corporate Governance, aandeelhouderstructuren en vennootschapsrecht », in *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht. Zoeken naar oplossingen voor de 21 ste eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, p. 736.

¹² G. KEUTGEN, « Propos sur la "Corporate Governance" en Belgique », in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Bruges, die Keure, 2001, p. 551 ; E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en œuvre », *op.cit.*, pp. 1195-1196.

¹³ Ce mémoire n'a pas la prétention de retracer l'ensemble de l'évolution historique du concept de gouvernance d'entreprise. Pour de plus amples informations à ce sujet, nous vous renvoyons à D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, pp. 10-53.

*governance*¹⁴. Cette préoccupation est devenue particulièrement aiguë au sujet des *public corporations* américaines, de grandes sociétés cotées à l'actionnariat dispersé où le pouvoir est aux mains d'une direction autonome¹⁵.

Très marquée par ses origines, la *corporate governance* ne pouvait être appliquée comme telle aux économies continentales, où le problème majeur des grandes entreprises, dont l'actionnariat est beaucoup plus concentré¹⁶, réside dans le manque d'autonomie de la direction à l'égard des actionnaires de contrôle et, partant, dans la protection à assurer aux actionnaires minoritaires¹⁷. En effet, le mouvement de *corporate governance* a été mis en place sur le continent européen pour pallier la suprématie des actionnaires de contrôle tout-puissants¹⁸, auxquels les actionnaires minoritaires doivent faire confiance afin que la société soit dirigée dans l'intérêt social ou, au moins, dans l'intérêt commun de tous les actionnaires¹⁹.

Si son adaptation à la structure capitalistique belge n'a donc pas toujours été sans heurts²⁰, force est toutefois de constater que la plupart des modifications du droit des sociétés sont dérivées de la doctrine de la *corporate governance*, qu'il s'agisse par exemple du recours à l'administrateur indépendant, de l'instauration des comités d'audit et de rémunération, de la (tentative de) redynamisation des assemblées générales ou encore de la réglementation de la rémunération des dirigeants, notamment des célèbres « parachutes dorés »²¹.

Chapitre III. Finalité et objectifs poursuivis

La « *corporate governance* » a comme finalité d'optimiser le fonctionnement des sociétés, d'augmenter leur efficacité, de rechercher un équilibre entre les intérêts en jeu (les instances

¹⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, 5^e éd., Bruxelles, Larcier, 2020, p. 481.

¹⁵ Voy. A. BERLE et G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933.

¹⁶ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, *op.cit.*, p. 217.

¹⁷ K. GEENS, « Over Corporate Governance, aandeelhouderstructuren en vennootschapsrecht », *op.cit.*, pp. 736 et s. ; H. LAGA et F. PARREIN, « Corporate Governance : Volstaat zelfregulering? », in *Van alle markten – Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Anvers, Intersentia, 2008, p. 613 ; D. SZAfran, « L'insertion en droit positif des codes de gouvernement d'entreprise », *Rev. prat. soc.*, 2005, p. 133.

¹⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 482.

¹⁹ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 15.

²⁰ N. THIRION, « Indépendance des commissaires et administrateurs indépendants : le miroir aux alouettes ? », in *Sociétés et A.S.B.L. – Questions d'actualité*, C.U.P., t. LXII, Liège, 2003, pp. 295 et s.

²¹ R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la *corporate governance* », *J.T.*, 2011, p. 198.

de direction, les instances de contrôle et les actionnaires) et d'atténuer les risques de déviance des dirigeants d'entreprise par l'instauration de mécanismes d'équilibre et d'instances de contrôle²². En définitive, elle tend à instaurer à une harmonie entre, d'un côté, la performance et le dynamisme et, de l'autre côté, le contrôle et la gestion des risques²³.

In fine, la doctrine de la *corporate governance* se base sur une préoccupation commune : l'attractivité des sociétés cotées belges sur la scène des marchés internationaux et européens des capitaux. Bien qu'elle n'apporte aucune certitude d'une réelle plus-value, il est incontestable que les sociétés qui implantent un système de gouvernance efficace sont protégées contre des développements défavorables²⁴. Désormais, toute entreprise n'appliquant pas de règles ou appliquant de mauvaises règles de gouvernance déclenche presque automatiquement une méfiance du marché. Dans cet ordre d'idées, les investisseurs étrangers se tâteraient à investir dans de telles sociétés belges.

Cela implique que la mise en place des principes de *corporate governance* habilite les sociétés concernées à améliorer la qualité de leur image, de raffermir la confiance des investisseurs et d'encourager de ce fait leur développement et leur continuité, dans l'intérêt non seulement des actionnaires mais aussi de l'ensemble des détenteurs d'enjeux (*stakeholders*)²⁵. Finalement, c'est à de véritables « *beauty contest* » que ces dernières doivent s'adonner, afin de faire face à la concurrence sur les marchés de capitaux.

Chapitre IV. Production des normes

La « *corporate governance* » présente d'autant plus d'intérêt qu'elle est en constante évolution. Cette évolution porte à la fois sur ses fondements, la traduction de ses fondations en droit positif et également la nature des instruments juridiques qui les concrétisent²⁶. Elle constitue un ensemble complémentaire de règles, ordonnées par le droit de sociétés et le droit financier, et de recommandations²⁷.

²² G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le fonctionnement du conseil d'administration – Aspects particuliers », in *Dirigeant d'entreprise. Un statut complexe aux multiples visages*, Bruxelles, Bruylant, 2000, p. 40 ; Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 14.

²³ *Ibid.*, p. 17.

²⁴ *Ibid.*

²⁵ H. CULOT, Y. DE CORDT, H. JACQUEMIN et Th. LÉONARD, *Manuel du droit de l'entreprise*, *op.cit.*, p. 102.

²⁶ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », in *La gouvernance des sociétés au 21^e siècle*, Limal, Anthemis, 2020, p. 269.

²⁷ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 66.

Ainsi, d'abord née de l'élaboration des recommandations de la Commission bancaire et financière (Section I), elle fut concrétisée dans les Codes belges de gouvernance d'entreprise (Section II) ainsi que diverses législations particulières, souvent issues du droit financier (Section III).

Section I. Les recommandations de la Commission bancaire et financière²⁸

Les premières réflexions sur la *corporate governance* sont apparues en Belgique vers le milieu des années 1990, à la faveur de recommandations émises par la Commission bancaire et financière (et des assurances)²⁹, la bourse de Bruxelles et la Fédération des entreprises de Belgique³⁰. Ces dernières étaient destinées principalement – mais pas exclusivement – aux sociétés cotées³¹.

Ces recommandations favorisaient l'autorégulation en suggérant une adhésion volontaire des sociétés cotées à des principes logés dans un code de bonne conduite, de manière à prôner une approche souple, de type « *soft law* »³². Cette approche n'était pas l'invention propre de la Belgique, puisque la Grande-Bretagne, la France et les Pays-Bas procédaient déjà eux-mêmes de cette manière³³.

La « *corporate governance* » fut donc insufflée par la conception selon laquelle il vaut mieux fournir aux entreprises un cadre légal flexible, « *qui puisse s'ajuster aux besoins divers des entreprises, au lieu de corseter celles-ci dans des dispositions impératives et souvent inadaptées eu égard à l'impossibilité existante à vouloir imaginer toutes les situations possibles* »³⁴. Par conséquent, au lieu de prescrire des règles de comportement par la voie législative ou

²⁸ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, op.cit., pp. 217-218.

²⁹ Ci-après CBFA. Celle-ci fut remplacée par l'Autorité des services et marchés financiers, en abrégé FSMA.

³⁰ Ci-après FEB. Voy. D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », op.cit., p. 43.

³¹ E. WYMEERSCH, « Corporate Governance : Belgische aanbevelingen », *Rev. Banq.*, 1998, p. 99 ; G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés? », *J.T.*, 1998, pp. 625 et s.

³² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », op.cit., p. 44.

³³ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, op.cit., p. 218.

³⁴ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, p. 591.

réglementaire, il a été estimé plus opportun de s'en tenir aux règles de *soft law* reconnues par les milieux d'affaires, eu égard à leur souplesse et à leur faculté à se rapporter à la diversité des situations et à s'ajuster à l'évolution de la vie économique et aux besoins du marché³⁵. Comme le relève L. Van den Berg, « *leaving firms the option to choose the best model is probably better than forcing some standard model on each type of firm* »³⁶, ce que soulèvent également les trois institutions belges ayant été amenées à ériger des recommandations en matière de *corporate governance*³⁷.

A titre d'illustration, ces recommandations traitaient déjà d'idées telles que la mise en place de comités (de nomination, d'audit, de rémunération) appelés à préparer les décisions du conseil d'administration, la nomination d'administrateurs indépendants des actionnaires de contrôle, les qualités requises d'un administrateur (telles que ses compétences, sa disponibilité, etc.), le renforcement de l'information se rapportant au fonctionnement du conseil d'administration et à la personnalité de ses membres ou encore l'instauration d'un système de répartition des responsabilités entre le conseil d'administration et le management³⁸.

Section II. Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020

§1. Historique

Ulérieurement, ces recommandations furent substituées par un « Code belge de gouvernance d'entreprise », baptisé « Code Lippens », établi à destination des sociétés cotées³⁹ par la Commission *Corporate Governance* en décembre 2004⁴⁰. Il vint ainsi remplacer les anciennes recommandations de la CBFA, de la FEB et de la Bourse de Bruxelles, et entra en vigueur le

³⁵ A. AUTENNE et R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La “corporate governance”, entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », *Dr. banc. fin.*, 2010, p. 167 ; H. LAGA et F. PARREIN, « Corporate Governance : Volstaat zelfreguleren? », *op.cit.*, p. 614 ; G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés ? », *op.cit.*, pp. 626-627 ; G. KEUTGEN, « Propos sur la “Corporate Governance” en Belgique », *op.cit.*, p. 563.

³⁶ L. VAN DEN BERGHE, *Corporate Governance in a Globalising World*, Kluwer, Bruxelles, 2002, p. 179.

³⁷ X. DIEUX, « Droit, morale et marché : réflexions sur l'autorégulation en droit des sociétés et en droit financier », in *La régulation économique dans la vie des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2013, pp. 35-36.

³⁸ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 44.

³⁹ En septembre 2005 fut publié le premier Code de *Corporate Governance* destiné aux entreprises non cotées, baptisé « Code Buysse ». Il s'agissait d'une première dans le monde entrepreneurial. Depuis lors, ce Code a été revu en 2009 et en 2017. À l'heure actuelle, les dispositions de ce Code demeurent des recommandations, des lignes de bonne conduite dépourvues de caractère contraignant.

⁴⁰ Cette commission fut mise sur pied conjointement par la FSMA, Euronext Bruxelles et la FEB.

1^{er} janvier 2005⁴¹.

Après la publication d'une première version en 2004 et d'une seconde en 2009, la Commission belge de gouvernance d'entreprise s'est de nouveau attelée à la tâche parallèlement aux travaux d'élaboration du CSA⁴². Ce travail a permis à la Commission de proposer au gouvernement un nouveau Code de gouvernance d'entreprise obligatoire pour les sociétés cotées. En conséquence, un arrêté royal du 12 mai 2019⁴³ a désigné le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020⁴⁴ comme code de référence pour les sociétés belges en application de l'article 3:6, §2 et 7:87, §1^{er}, alinéa 2 du CSA⁴⁵.

§2. Vision et objectifs

Constituant la troisième version du Code belge de gouvernance d'entreprise, le Code 2020 marque la présence d'une maturité croissante du cadre de gouvernance d'entreprise en Belgique⁴⁶ et représente un nouveau pas en avant en matière de gestion éthique de l'entreprise⁴⁷. On y retrouve la création de la valeur durable comme un élément central du dialogue actionnarial : plus encore que par le passé, l'accent est mis sur la réflexion à long terme, sur le comportement responsable de la société et sur la prise en considération permanente des intérêts légitimes des parties prenantes⁴⁸.

En effet, les principes de base de la bonne gouvernance sont désormais acquis et généralement acceptés, assurément pour ce qui concerne les sociétés cotées⁴⁹. Notons toutefois que la mise en œuvre de la gouvernance d'entreprise dans une société reste un processus d'apprentissage constant. Comme le soutient le professeur Ph. Lambrecht, « *les changements sont introduits progressivement, les procédures existantes sont modifiées et le cadre de contrôle interne est*

⁴¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 196.

⁴² G. RUE, « Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 pour les sociétés cotées », *B.J.S.*, 2019, p. 11.

⁴³ A.R. du 12 mai 2019 portant désignation du code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées, *M.B.*, 17 mai 2019, p. 47344. Cet arrêté royal abroge l'arrêté royal du 6 juin 2010 qui avait le même objet, et désignait le Code Lippens, tel que révisé en 2009, comme code de référence.

⁴⁴ Ci-après le « Code 2020 ».

⁴⁵ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », op.cit., p. 597.

⁴⁶ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2019, p. 346.

⁴⁷ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », op.cit., p. 597.

⁴⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 484 ; Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », op.cit., p. 285.

⁴⁹ *Ibid.*, p. 285.

réaménagé »⁵⁰. Grâce à ce processus, les principes de la gouvernance d'entreprise deviennent partie intégrante de l'ADN des sociétés⁵¹.

Dans ce cadre, le Code 2020 offre aux sociétés les outils nécessaires pour engager un dialogue avec les actionnaires et les parties prenantes et organiser un débat critique au sein du conseil d'administration.

§3. Champ d'application

Le Code 2020 s'applique désormais aux sociétés de droit belge dont les actions sont négociées sur un marché réglementé, dites les « sociétés cotées »⁵². La rencontre du droit financier et du droit des sociétés est, dans ce cadre, assez claire. En effet, par la référence qui y est faite dans le CSA, le Code de gouvernance d'entreprise 2020 a acquis une dimension contraignante pour les sociétés auxquelles il s'applique, à savoir les sociétés cotées au sens de l'article 1:11 du CSA⁵³.

§4. Cadre normatif

A. L'approche « comply or explain »

À contre-courant d'une approche impérative du droit des sociétés, mais s'inscrivant dans la logique préconisée par le mouvement de *corporate governance*, l'article 3:6, §2, du CSA applique le principe « *comply or explain* »⁵⁴, « à savoir un mécanisme de transparence en vertu duquel les sociétés sont contraintes de communiquer sur l'application qu'elles opèrent du code de gouvernance d'entreprise et de se justifier des écarts aux dispositions de ce code »⁵⁵. Ce principe constitue la pierre angulaire de l'actuel code de gouvernance d'entreprise⁵⁶, celui-ci

⁵⁰ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 285.

⁵¹ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 346.

⁵² M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », in *De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties – L'impact du nouveau droit des sociétés sur le secteur financier sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières*, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 306.

⁵³ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 45.

⁵⁴ B. FASTERLING et J.-C. DUHAMEL, « Le Comply or Explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *R.I.D.E.*, 2009, pp. 129-157.

⁵⁵ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 45.

⁵⁶ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 286.

satisfaisant au besoin de flexibilité propre à l'entrepreneuriat⁵⁷.

En d'autres termes, les « recommandations » présentées par ce Code ne sont pas contraignantes au sens strict du terme⁵⁸. Elles impliquent que les sociétés sont tenues de se conformer aux règles concernées (*comply*)⁵⁹. Toutefois, si l'une ou l'autre disposition ne convient pas à la situation spécifique d'une société et que le principe sous-jacent serait déployé de manière plus efficace par d'autres mesures, les membres du conseil d'administration pourront y déroger en explicitant les motifs de cette dérogation compte tenu de sa situation spécifique (*explain*)⁶⁰. Ils devront étudier l'objet des dispositions et leur raison d'être et signifier dans leur rapport, avec cohérence et clairvoyance, la raison pour laquelle ils s'en écartent⁶¹. De ce fait, il convient de considérer qu'une réflexion approfondie de la part du conseil d'administration est indispensable⁶².

Ce code établit dès lors un mécanisme de délégation, implémentant une nouvelle dynamique : les règles élaborées au terme d'un processus d'autorégulation – additionnelles aux règles légales – sont identifiées et consacrées par le législateur sous le couvert de ce principe, sans que ces dernières ne perdent leur nature de *soft law*⁶³. La *soft law* constitue « une manifestation de normativité fondée sur l'identification de bonnes pratiques dont le respect est sanctionné par des mécanismes exclusivement financiers »⁶⁴.

Dans cet ordre d'idées, l'attribut fondamental de cette approche repose sur sa souplesse et sa flexibilité⁶⁵ : elle octroie aux entreprises la possibilité d'agencer leurs pratiques en termes de gouvernance d'entreprise par rapport à leur situation particulière (compte tenu de leur taille, des spécificités sectorielles ou de leur structure capitalistique)⁶⁶.

⁵⁷ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », *op.cit.*, p. 598.

⁵⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 483.

⁵⁹ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, *op.cit.*, p. 221.

⁶⁰ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 286.

⁶¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 483.

⁶² G. RUE, « Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 pour les sociétés cotées », *op.cit.*, p. 11.

⁶³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 483.

⁶⁴ A. AUTENNE en R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La "corporate governance", entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'Etat », *op.cit.*, p. 167.

⁶⁵ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, *op.cit.*, p. 221.

⁶⁶ *Ibid.*

B. La sanction du marché

Cela implique toutefois que la seule sanction potentielle dont elles sont appariées est celle des marchés financiers⁶⁷. En effet, il est important de souligner que « *toutes règles de soft law sont tributaires de la volonté de ceux à qui elles s'adressent de s'y conformer, en ce sens que les sanctions qui s'attachent à leur non-respect ne seront pas juridiques, mais essentiellement économiques ou financières* »⁶⁸, pour le moins lorsque la société ne les a pas rendues obligatoires, entre autres, au moyen d'une disposition statutaire⁶⁹. De la sorte, dès lors que les règles de *corporate governance* sont implantées par le monde des affaires, « *c'est à lui seul que revient le pouvoir de pénaliser, avec ses propres sanctions, les sociétés qui ne les respectent pas* »⁷⁰.

La doctrine est elle-même unanime concernant l'absence de sanction juridique directe inhérente au non-respect des principes de *corporate governance*⁷¹ puisque « *ces principes n'ont aucun effet en dehors des cas où ils ont été, en quelque sorte, actionnés par ceux à qui ils s'appliquent désormais* »⁷².

Dans cet esprit, la sanction juridique semble être supplée par la sanction « *la plus immédiate et la plus efficace* »⁷³, autrement dit la sanction du marché⁷⁴. Cette dernière fera appel à des mécanismes de réputation et de pression déployés par l'ensemble des acteurs des marchés des capitaux (les marchés réglementés, les agences de notation, les banques d'affaires, tout comme les médias et l'opinion publique en général)⁷⁵. Elle se manifestera particulièrement au niveau

⁶⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 483.

⁶⁸ E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en oeuvre », op.cit., p. 1202.

⁶⁹ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées: Normativités concurrentes*, op.cit., p. 220.

⁷⁰ A. AUTENNE en R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La “corporate governance”, entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », op.cit., p. 168.

⁷¹ Voy., à cet égard, X. DIEUX, « “Corporate Governance” – De la loi du 2 août 2002 au “Code Lippens” », *J.T.*, 2005, p. 58 ; H. LAGA et F. PARREIN, « Corporate Governance : Volstaat zelfregulering? », op.cit., p. 614 ; G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés ? », op.cit., p. 633 ; A. AUTENNE en R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La “Corporate Governance”, entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », op.cit., pp. 167-168.

⁷² *Ibid.*, p. 58.

⁷³ G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés ? », op.cit., p. 633.

⁷⁴ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées: Normativités concurrentes*, op.cit., p. 220.

⁷⁵ R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la *corporate governance* », op.cit., p. 199.

du financement des sociétés, dans la mesure où les investisseurs ne destineront plus leur argent à des sociétés qui n'obéissent pas aux exigences de *corporate governance*⁷⁶.

Notons toutefois que même si la sanction du marché n'est pas une sanction au sens traditionnel du terme, elle reste « *en définitive, la seule qui compte en matière économique... et la pire de toutes* »⁷⁷. Elle a pour effet la création d'une espèce de « label de qualité » qui se base sur l'intégration des recommandations de *corporate governance* dans les statuts des sociétés concernées et qui est dévolu au marché⁷⁸. Ce label tend alors à éclairer les choix des investisseurs⁷⁹.

En effet, cette sanction des marchés financiers met en évidence l'importance de l'information mise à disposition du public par la société⁸⁰. De telle manière, et comme l'ont déjà rappelé O. CAPRASSE et R. AYDOGDU, « *les normes de soft law ne sont [...] pas sans sanction : c'est au "monde des affaires" qu'il revient de pénaliser, avec ses moyens propres, les sociétés qui ont fait un usage insatisfaisant de la liberté qui leur est accordée. [...] Pour autant, la sanction du marché repose tout entière sur l'information des acteurs des marchés de capitaux. Le caractère incitatif de l'approche fondée sur le principe "comply or explain" semble dès lors conditionné par l'instauration d'un régime obligatoire de transparence, en l'absence duquel les entreprises n'ont pas tendance à adopter les bonnes pratiques recommandées par la soft law* »⁸¹.

C'est pourquoi les sociétés se voient recommander, sur le fondement de bonnes pratiques, des méthodes sophistiquées de publicité en matière de *corporate governance*⁸². Par ailleurs, les principes et les dispositions qu'elles contiennent permettent également aux conseils des sociétés cotées de publier deux documents : d'une part, une charte de gouvernance d'entreprise et, d'autre part, une déclaration de gouvernement d'entreprise. La première vise à décrire la structure de gouvernance⁸³. La seconde dévoile tous les événements pertinents portant sur le

⁷⁶ E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en oeuvre », *op.cit.*, p. 1206.

⁷⁷ X. DIEUX, « "Corporate Governance" – De la loi du 2 août 2002 au "Code Lippens" », *op.cit.*, p. 63.

⁷⁸ *Ibid.*, p. 58.

⁷⁹ H. CULOT, Y. DE CORDT, H. JACQUEMIN et Th. LÉONARD, *Manuel du droit de l'entreprise*, *op.cit.*, p. 101.

⁸⁰ A. AUTENNE en R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La "corporate governance", entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », *op.cit.*, p. 168.

⁸¹ O. CAPRASSE et R. AYDOGDU, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en Belgique », in *Le pouvoir dans les sociétés*, 2012, Bruxelles, Bruylant, pp. 310-311.

⁸² R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la *corporate governance* », *op.cit.*, p. 199.

⁸³ Disposition 1.2 du Code 2020.

gouvernement d'entreprise de l'exercice écoulé⁸⁴ et doit être comprise dans leur rapport de gestion en vertu de l'article 3:6, § 2, du CSA⁸⁵.

De fait, les entreprises n'auront pas de motivation à se conformer aux principes de *corporate governance* si elles ne sont pas obligées d'informer le marché sur leurs pratiques en la matière⁸⁶. En réalité, « *en imposant la mise à disposition d'informations, les codes exposent l'entreprise et son conseil d'administration à la justification, à la critique extérieure et surtout à l'évaluation par le marché* »⁸⁷. De plus, selon le professeur Wymeersch, « *les règles de base en matière de publicité constituent le levier usuellement utilisé pour faire appliquer les codes de gouvernance d'entreprise* »⁸⁸.

§5. Grands principes de la gouvernance d'entreprise

Comme souligné précédemment, le Code de gouvernance d'entreprise 2020 est basé sur une approche d'*autorégulation*, permettant ainsi aux sociétés qui l'appliquent de prendre en compte les évolutions les plus récentes du droit des sociétés et du droit financier⁸⁹.

Le Code 2020 est, à ce titre, imaginé de manière pyramidale sur la base de trois types de normes de *soft law*⁹⁰ : dix principes, tous très généraux, énumérés en un certain nombre de dispositions renfermant elles-mêmes des recommandations et des lignes de conduite pour leur mise en œuvre effective et leur interprétation⁹¹. Ceux-ci constituent un ensemble de règles que les sociétés cotées doivent respecter en toutes circonstances et que les autres sociétés, notamment anonymes, peuvent choisir de suivre⁹².

Dans cet ordre d'idées, le législateur a pris la décision de ne pas créer de doublon avec les dispositions légales existantes. Par conséquent, les dispositions du Code 2020 sont

⁸⁴ Disposition 1.3 du Code 2020.

⁸⁵ Voir *Infra*. Partie III, Chapitre III, Section I, §1, B.

⁸⁶ I. HACHEZ, Y. CARTUYVELS, H. DUMONT, P. GERARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, *op.cit.*, p. 221.

⁸⁷ E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en oeuvre », *op.cit.*, p. 1205.

⁸⁸ *Ibid.*, p. 1196.

⁸⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 484.

⁹⁰ R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la *corporate governance* », *op.cit.*, p. 199.

⁹¹ G. RUE, « Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 pour les sociétés cotées », *op.cit.*, p. 11.

⁹² *Ibid.*

complémentaires à la législation en vigueur⁹³.

- 1) **Principe n°1.** La société doit adopter explicitement une structure de gouvernance autorisée par la loi (par exemple, moniste ou dualiste)⁹⁴. Le choix de la structure de gouvernance adoptée par la société doit être explicité et le conseil d'administration ou le conseil de surveillance, selon le cas, doit évaluer tous les cinq ans « *si la structure de gouvernance choisie est toujours appropriée* ». Si ce n'est pas le cas, il doit proposer une nouvelle structure de gouvernance à l'assemblée générale⁹⁵.
- 2) **Principe n°2.** Le conseil d'administration et le management exécutif de la société opèrent dans les limites de leurs attributions respectives (respectivement définir la stratégie et assurer la gestion opérationnelle de la société) et interagissent de manière constructive⁹⁶.

Dans le cadre de ce principe, le Code 2020 requiert de la part du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de toutes les sociétés cotées, qu'elles soient ou non soumises à l'obligation de publication d'informations non financières visée à l'article 3:6, § 4, du CSA, de poursuivre « *une création de valeur durable par la société, en arrêtant la stratégie de la société, en mettant en place un leadership effectif, responsable et éthique, et en supervisant les performances de la société* »⁹⁷. Dans ce but, il incombe au conseil d'administration ou au conseil de surveillance d'élaborer « *une approche inclusive, qui équilibre les intérêts et les attentes légitimes des actionnaires et ceux des autres parties prenantes* »⁹⁸.

Ce second principe illustre de manière flagrante le passage clair à une approche de gouvernance dépassant la seule création de valeur actionnariale, ce dernier étant au demeurant encouragé par le nouvel article 1:1 du CSA qui permet aux sociétés de « *s'assigner un ou plusieurs autres buts que celui de distribuer ou de procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect* »⁹⁹.

⁹³ G. RUE, « Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 pour les sociétés cotées », *op.cit.*, p. 11.

⁹⁴ Ce point est plus amplement explicité *Infra*. Partie III, Chapitre I.

⁹⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 484.

⁹⁶ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 287.

⁹⁷ Disposition 2.1 du Code 2020.

⁹⁸ Disposition 2.2 du Code 2020.

⁹⁹ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 288.

- 3) **Principe n°3.** La société se dote d'un conseil d'administration efficace et équilibré, comprenant une majorité d'administrateurs non exécutifs et un nombre approprié d'administrateurs indépendants¹⁰⁰. Au moins trois administrateurs sont des administrateurs indépendants selon les critères décrits dans le Code 2020¹⁰¹.

Ici également, le Code 2020 illustre l'interaction importante avec le CSA à propos de la notion d'administrateur indépendant¹⁰². En effet, conformément à l'article 7:87, § 1^{er}, al. 2, du CSA, la condition d'indépendance sera présumée jusqu'à preuve du contraire si un administrateur remplit les critères prévus dans le Code 2020.

- 4) **Principe n°4.** Le conseil établit des comités spécialisés pour l'assister dans l'exercice de ses attributions, et, si nécessaire, porter certains problèmes à l'attention du conseil d'administration¹⁰³. Dans cette lignée, le principe n°4 contient des dispositions générales valables pour tous les comités et prévoit par ailleurs l'instauration d'un comité d'audit, d'un comité de rémunération et d'un comité de nomination.
- 5) **Principe n°5.** La société met en place une procédure transparente et rigoureuse de nomination et d'évaluation des candidats à un mandat d'administrateur¹⁰⁴. Notons que la description des compétences, des connaissances et des expériences requises est basée sur l'évaluation des nominations qui existent et qui sont nécessaires au sein du conseil. En outre, les propositions de nomination présentées à l'assemblée générale sont soutenues par une recommandation du conseil, d'informations sur les qualifications du candidat et d'une liste de ses autres fonctions. Le conseil veillera ensuite à indiquer quels candidats satisfont aux critères d'indépendance.
- 6) **Principe n°6.** Tous les membres du conseil font preuve d'indépendance d'esprit et agissent toujours dans l'intérêt social, en évitant les situations de conflit d'intérêts¹⁰⁵. Cela signifie donc que tout administrateur s'assure d'obtenir et de prendre connaissance des informations

¹⁰⁰ Ce point est plus amplement explicité *Infra*. Partie III, Chapitre II, Section I. Voy. également J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 484.

¹⁰¹ Y. DE CORDT, *Société anonyme*, 2^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2021, p. 26.

¹⁰² Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 288.

¹⁰³ Ce point est plus amplement explicité *Infra*. Partie III, Chapitre II, Section II.

¹⁰⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 485.

¹⁰⁵ *Ibid.*

détaillées et adéquates en vue de comprendre les aspects clés des affaires¹⁰⁶. On exige de lui qu'il place les intérêts de la société au-dessus des siens et s'occupe d'une manière équivalente des intérêts de tous les actionnaires, sans défendre ses intérêts personnels et sans profiter des opportunités d'affaires destinées à la société. Il veillera également à avertir le conseil de tout conflit d'intérêts qui pourrait affecter son jugement¹⁰⁷.

- 7) **Principe n°7.** La société rémunère les membres du conseil d'administration et les managers exécutifs de manière équitable et raisonnable (en veillant à récompenser les talents, promouvoir la réalisation d'objectifs stratégiques et la création de valeur durable) et en veillant à adopter une politique de rémunération¹⁰⁸.
- 8) **Principe n°8.** La société traite tous les actionnaires de manière égale et respecte leurs droits, en veillant à maintenir un dialogue avec eux et en assurant leur information adéquate¹⁰⁹. Comme le dispose l'article 8.1 du Code 2020, « *le conseil garantit un dialogue effectif avec les actionnaires et les actionnaires potentiels au moyen de programmes appropriés de relations avec les investisseurs, afin de mieux comprendre leurs objectifs et leurs préoccupations* ». Le code veille également à proposer quelques indications aux actionnaires de contrôle afin que ces derniers ne fassent pas passer leurs intérêts avant ceux de la société, notamment en usant judicieusement de leur position et en respectant les intérêts des actionnaires minoritaires¹¹⁰.
- 9) **Principe n°9.** La société dispose d'une procédure rigoureuse et transparente pour évaluer sa gouvernance au moins tous les trois ans¹¹¹. Cela vise ses propres performances, son interaction avec le management exécutif, sa taille, sa composition, son fonctionnement et celui de ses comités¹¹².
- 10) **Principe n°10.** La société adopte des mesures de publicité visant à rendre compte de sa politique de gouvernance d'entreprise, et en particulier du respect du Code de gouvernance.

¹⁰⁶ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 27.

¹⁰⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 485.

¹⁰⁸ Voir *Infra*. Partie III, Chapitre III, Section II, §2, C.

¹⁰⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 485.

¹¹⁰ Voy. les dispositions 8.5, 8.6 et 8.7. du Code 2020.

¹¹¹ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 28.

¹¹² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 486.

Ainsi, toutes dérogations effectuées devront obligatoirement être expliquées¹¹³.

En effet, la liberté et la flexibilité d'application qu'offre le Code 2020 ne seront pleinement efficaces que si elles sont équilibrées par une grande transparence sur les choix de gouvernance opérés par chaque société : la souplesse doit aller de pair avec la transparence¹¹⁴.

Nous traiterons de certains de ces éléments de manière plus élaborée *infra*, afin d'établir l'influence grandissante du droit financier sur le droit des sociétés dans le contexte de la *corporate governance*.

Section III. Diverses législations particulières

En outre, à l'image d'autres pays, la Belgique a également adopté diverses initiatives législatives dans le domaine de la *corporate governance*, dont les plus manifestes sont la loi du 2 août 2002, dite « loi de *Corporate Governance* »¹¹⁵, et la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise¹¹⁶.

La loi du 2 août 2002 fut adoptée avec l'objectif d'améliorer le fonctionnement de la société, aussi bien dans l'intérêt du management que des investisseurs¹¹⁷, cela au plus fort de la crise financière¹¹⁸. Dans ce cadre, « *le législateur s'est abstenu d'intervenir dans une controverse de type fondamentaliste et il a opté pour une position essentiellement pragmatique, visant à répliquer à la crise de confiance que traversent les marchés financiers, tout en tentant de répondre aux attentes des entreprises, du point de vue de l'efficacité des règles de*

¹¹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 486.

¹¹⁴ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 79.

¹¹⁵ Loi du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes, dans les sociétés cotées en Bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 22 août 2002, p. 36555.

¹¹⁶ Loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier, *M.B.*, 23 avril 2010, p. 22709.

¹¹⁷ E. POTTIER et Th. L'HOMME, « La loi "coporate governance" du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés », *R.D.C.-T.B.H.*, 2005, pp. 311 et s.

¹¹⁸ A. AUTENNE et R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La "Corporate Governance", entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », *op.cit.*, p. 157.

fonctionnement que le droit positif leur impose ou leur offre »¹¹⁹.

En outre, d'autres initiatives législatives furent adoptées dans ce même ordre d'idées¹²⁰. Nous pouvons citer, à titre d'exemple, la loi du 17 décembre 2008 instituant un comité d'audit¹²¹, la loi du 20 décembre 2010 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées¹²² ou encore la loi du 28 avril 2020 transposant la directive SRD II, que nous analyserons de manière plus précise *infra*¹²³.

Partie II. La relation tumultueuse entre le droit des sociétés et le droit financier : un lien grandissant

On ne saurait désormais parler de gouvernance d'entreprise, sans s'intéresser plus précisément aux domaines juridiques variés qui le consacrent dans notre droit belge. En effet, le droit des sociétés, bien que constitué du Code des sociétés et des associations, est également complété par un très grand nombre de législations autonomes dont les dispositions s'appliquent soit en tout soit en partie à la matière¹²⁴.

Ainsi, on observe que, graduellement, les divers notions et concepts de droit financier, applicables aux seules sociétés cotées, tendent à pénétrer de plus en plus le droit des sociétés, applicable à toutes les sociétés, s'immisçant ainsi dans le droit positif en général (Chapitre I)¹²⁵.

Alors que certains auteurs soutiennent que « *le pire piège du droit des sociétés a été son rapprochement, [...] son concubinage ou son compagnonnage avec d'autres disciplines juridiques* »¹²⁶, on observe la concrétisation progressive de la conception du droit des sociétés « à deux vitesses », selon qu'une société soit cotée ou non (Chapitre II). En effet, c'est une

¹¹⁹ X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Corporate Governance. La loi du 2 août 2002*, coll. Les Dossiers du Journal des tribunaux, Bruxelles, Larcier, 2004, p. 8.

¹²⁰ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 49.

¹²¹ Loi du 17 décembre 2008 instituant un comité d'audit, *M.B.*, 29 août 2008, p. 68568.

¹²² Loi du 20 décembre 2010 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *M.B.*, 18 avril 2011, p. 24068.

¹²³ Loi du 28 avril 2020 transposant la directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et portant des dispositions diverses en matière de sociétés et d'associations, *M.B.*, 6 mai 2020, p. 30488.

¹²⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 191.

¹²⁵ E. WYMEERSCH, « The effects of the regulation of securities markets on Company Law within the EEC », in *European company Laws – A comparative approach*, 1991, pp. 61 et s.

¹²⁶ A. BENOIT-MOURY, « La naissance d'un code des sociétés en droit belge », in *Le nouveau code des sociétés*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1999, p. 36.

« réelle tension entre les objectifs et les impératifs des deux disciplines, qu'il s'avère souvent bien difficile de concilier de manière équilibrée et satisfaisante »¹²⁷.

Cette manifestation intéresse bien entendu les sociétés cotées, mais elle n'est aucunement réduite à ces dernières puisqu'elle atteint, par ricochet d'une certaine façon, l'ensemble des sociétés anonymes (Chapitre III)¹²⁸.

Chapitre I. Le développement du droit financier en Belgique

La crise économique de 1929 a eu comme conséquence importante de contraindre tous les pays industrialisés, dont la Belgique, à adopter des mesures draconiennes afin de restaurer la confiance du public dans le secteur financier¹²⁹. Les gouvernements nationaux se rendaient bien compte qu'en l'absence d'un secteur financier efficace et digne de confiance, l'économie ne pouvait correctement fleurir. Partant, il apparut nécessaire pour l'État belge de contrôler les modalités de recours à l'épargne publique par les acteurs de la vie économique en instaurant une législation rigoureuse¹³⁰.

C'est dans ce contexte particulier que le droit financier a vu le jour en Belgique. Il s'est développé en particulier par l'adoption de l'arrêté royal n°185 du 9 juillet 1935¹³¹. Ce dernier confia à la Commission bancaire – qui était avant tout chargée du contrôle des banques – la mission de contrôler les émissions publiques de valeurs, afin d'assurer l'équilibre du marché et l'information adéquate des épargnants¹³². Cet arrêté, « *constituant la matrice origininaire du droit à l'épargne publique* »¹³³, illustre déjà la préoccupation d'encadrer les établissements de crédits ainsi que de préserver l'information du public en cas d'offre publique de titres¹³⁴. Nous n'omettrons pas non plus de citer l'arrêté royal n°84 du 30 janvier 1935 réglementant les bourses de commerce et la profession d'agent de change et portant des dispositions protectrices de

¹²⁷ X. DIEUX, « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou produit financier ? », in *Legal Tracks, t.I., Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruxelles, Bruylant, 2003, p. 643.

¹²⁸ E. WYMEERSCH, « The effects of the regulation of securities markets on Company Law within the EEC », *op.cit.*, pp. 61 et s.

¹²⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 1008.

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ P. NICAISE, « L'activité notariale en droit des sociétés : la fin des Balkans ? », *Rev. not. b.*, 2011, p. 752.

¹³² J. LE BRUN, *La protection de l'épargne publique et la commission bancaire*, Bruxelles, Bruylant, 1979, pp. 21 et s.

¹³³ Pour reprendre l'expression de G. HORSMANS et Y. DE CORDT, « La portée et l'influence de la codification », in *Le nouveau code des sociétés*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1999, p. 108.

¹³⁴ LE BRUN, *La protection de l'épargne publique et la commission bancaire*, Bruxelles, Bruylant, 1979, p. 462.

l'épargne ainsi que l'arrêté royal n°72 du 30 novembre 1939 réglementant les bourses et les marchés à terme au titre des prémices du droit financier belge¹³⁵ : ils incarnent, parmi tant d'autres, des exemples du développement progressif du droit financier en Belgique.

De fait, le législateur avait appréhendé qu'afin d'assurer le bon fonctionnement du marché, il était indispensable de maintenir la confiance et, par voie de conséquence, la protection des investisseurs¹³⁶. En effet, d'ordinaire en réponse à une crise ou un scandale financier, cette préoccupation se manifestait par « *l'adoption de diverses initiatives législatives visant à contrôler l'émission publique de titres et valeurs, à assurer l'efficacité, la transparence et la sécurité des marchés de valeurs, à fournir aux investisseurs un accès optimal égalitaire à l'information, à assurer la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en Bourse et à réglementer les offres publiques d'acquisition* »¹³⁷.

Par suite, le droit financier a commencé à exercer une influence sur le droit des sociétés par le biais des recommandations formulées par la Commission bancaire et financière¹³⁸, développant ainsi un véritable droit prétorien (de type « *soft law* »). Cette influence restait toutefois modérée¹³⁹.

C'est véritablement depuis les années 1990 que le droit financier a réalisé une immixtion significative et croissante dans le droit des sociétés : l'assaut fut alors plus brutal. Aux recommandations formulées par la Commission bancaire et financière, à titre de règles de déontologie financière, vinrent s'ajouter des textes législatifs ou réglementaires encadrant les différents aspects du droit financier et boursier¹⁴⁰. Cette inflation législative était justifiée par le souci de « *contribuer, par le mécanisme de transparence, à la fois à la protection des investisseurs, à la sécurité et à la loyauté des transactions, à l'efficience des marchés financiers et à l'attractivité des sociétés cotées* »¹⁴¹.

Sans grand étonnement, le droit des sociétés n'est pas resté étanche à la montée en puissance

¹³⁵ G. HORMANS et Y. DE CORDT, « La portée et l'influence de la codification », *op.cit.*, p. 108.

¹³⁶ J.-F. TOSSENS, « La société ayant fait ou faisant appel publiquement appel à l'épargne : le concept et ses enjeux à l'aube d'une nouvelle réforme des lois coordonnées sur les sociétés commerciales », *R.P.S.-T.R.V.*, 1994, p. 388.

¹³⁷ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 50 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, pp. 206-212.

¹³⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 191.

¹³⁹ Voir *Supra*. Titre I. Chapitre IV, Section I.

¹⁴⁰ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 50.

¹⁴¹ H. CULOT, Y. DE CORDT, H. JACQUEMIN et Th. LÉONARD, *Manuel du droit de l'entreprise*, *op.cit.*, p. 110.

de cette réglementation financière. En effet, les recommandations de la CBFA, bien que relevant de la *soft law*, eurent un retentissement, par ricochet, en droit positif¹⁴², en inspirant nombre de modifications législatives¹⁴³. Il en fut ainsi notamment à l'égard de l'adoption du droit de préférence lors d'une augmentation de capital souscrite en espèces, de l'institution des obligations convertibles, l'établissement de l'acquisition par une société de ses actions propres, etc¹⁴⁴.

Plus globalement, le droit des sociétés fut agencé afin de s'aligner sur l'évolution du droit financier, via l'émergence de règles spécifiques aux sociétés ayant fait publiquement appel à l'épargne¹⁴⁵. C'est dans cet esprit que fut notamment adoptée la loi du 18 juillet 1991 qui réforma le droit des sociétés dans le but de renforcer l'organisation transparente du marché des entreprises et des offres publiques d'acquisition¹⁴⁶. Cette loi apportait comme innovation principale la popularisation du concept de société faisant ou ayant fait appel public à l'épargne ainsi que l'établissement de dispositions spécifiques pour les sociétés cotées et en cas d'offre publique d'acquisition¹⁴⁷. La loi du 13 avril 1995 innova, quant à elle, en définissant la société anonyme faisant ou ayant fait appel public à l'épargne et en créant un registre tenu auprès de la Commission bancaire et financière, dans lequel ces sociétés doivent être inscrites¹⁴⁸.

À la suite de ces développements législatifs conséquents, le droit belge a vu apparaître une multitude de dispositions légales applicables aux seules sociétés « faisant appel public à l'épargne »¹⁴⁹. Dès lors, on pouvait observer que de nombreuses règles du droit financier permettaient petit à petit de régir directement le fonctionnement des sociétés, notamment celles qui demandaient la cotation de leurs actions¹⁵⁰. On peut citer, à titre d'exemples¹⁵¹, l'indication

¹⁴² Sur cette question, voy. J.-L. DUPLAT et Ph. LAMBRECHT, « La commission bancaire et financière et l'évolution du droit des sociétés », *R.P.S.-T.R.V.*, 2015, pp. 385 et s.

¹⁴³ Pour un aperçu général de ces évolutions législatives et réglementaires, voy. G. HORSMANS et Y. DE CORDT, « La portée et l'influence de la codification », *op.cit.*, p. 110.

¹⁴⁴ J.-L. DUPLAT et Ph. LAMBRECHT, « La commission bancaire et financière et l'évolution du droit des sociétés », *op.cit.*, pp. 397-434.

¹⁴⁵ Voy. en ce qui concerne les règles portant sur l'appel public à l'épargne, L. LEIGEN, « Quelques questions spéciales de droit des sociétés en rapport avec les opérations d'appel au marché des capitaux », *Dr. banc. fin.*, 2008, p. 247.

¹⁴⁶ Pour un commentaire d'ensemble, voy. M. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, « Les sociétés commerciales. Loi du 18 juillet 1991 », *J.T.*, 1992, pp. 185 et s.

¹⁴⁷ J.-F. TOSSENS, « La société ayant fait ou faisant appel publiquement appel à l'épargne : le concept et ses enjeux à l'aube d'une nouvelle réforme des lois coordonnées sur les sociétés commerciales », *op.cit.*, pp. 341 et s.

¹⁴⁸ G. HORSMANS et Y. DE CORDT, « La portée et l'influence de la codification », *op.cit.*, p. 110.

¹⁴⁹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 51.

¹⁵⁰ Th. TILQUIN et V. SIMONART, *Traité des sociétés*, t. I, Bruxelles, Kluwer, 1996, p. 181.

¹⁵¹ *Ibid.*, p. 359 ; X. DIEUX, « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou produit financier ? », *op.cit.*, p. 643.

obligatoire des propositions de décisions dans l'ordre du jour de l'assemblée générale ; les restrictions à la liberté statutaire de déterminer les formalités d'admission à l'assemblée ; les mentions minimales obligatoires à insérer dans la demande de procuration ; l'obligation de porter à la connaissance de la Commission bancaire et financière la demande publique de procuration ; la procédure spécifique de conflit d'intérêts ; la limitation du montant du capital autorisé à celui du capital social ; etc¹⁵².

Par conséquent, on observait pas à pas l'importance grandissante que le droit financier tendait à avoir sur le droit des sociétés au sens large, *à ses risques et périls*.

Chapitre II. L'émergence d'un droit des sociétés « à deux vitesses »

Ce « *bouillonnement* » du droit financier a fortement influencé le statut de la société anonyme, au point de faire émerger un droit des sociétés « à deux vitesses »¹⁵³. Comme l'a relevé E. WYMEERSCH, la consécration légale de la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne a mené à une forme d'envahissement du droit de la société anonyme par des règles qui n'ont finalement de sens que pour les sociétés cotées¹⁵⁴.

Ainsi, nous pouvions constater que de nombreuses dispositions relevant du droit financier, eu égard à leurs objectifs ou à la limitation de leur champ d'application aux sociétés cotées ou faisant publiquement appel à l'épargne, intégraient une partie des lois coordonnées sur les sociétés commerciales, matérialisant l'apparition d'un droit des sociétés à « deux vitesses »¹⁵⁵.

Dans cette lignée, la loi du 18 juillet 1991 précitée fit apparaître une nouvelle distinction, voire « *summa divisio* »¹⁵⁶ entre, d'une part, les sociétés anonymes cotées ou faisant ou ayant fait appel public à l'épargne qui possèdent un nouveau corpus de règles qui leur est spécifique (les sociétés dites « publiques ») et les autres sociétés anonymes ordinaires, que l'on pouvait

¹⁵² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 51.

¹⁵³ E. WYMEERSCH, « Inleiding – Algemene begrippen – Kapitaalvorming », in *Het gewijzigde vennootschaprecht 1991* (sous la dir. de H. BRAECKMANS et E. WYMEERSCH), Anvers, Maklu, 1992, p. 10. Notez que ce mouvement n'est pas propre à la Belgique : T. TILQUIN, « La société privée et la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne. Évolutions récentes », *R.D.C.-T.B.H.*, 1993, pp. 750-759.

¹⁵⁴ E. WYMEERSCH, « Inleiding – Algemene begrippen – Kapitaalvorming », *op.cit.*, p. 12.

¹⁵⁵ X. DIEUX, « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou produit financier? », *op.cit.*, p. 643.

¹⁵⁶ T. TILQUIN, « La société privée et la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne. Évolutions récentes », *op.cit.*, p. 747.

qualifier de « privées »¹⁵⁷. Comme le soulève P. NICAISE, « *il n'existe plus un type de société anonyme, mais deux variantes de société anonyme* »¹⁵⁸. Ce clivage présenta toutefois des effets pervers donnant « *l'impression que le droit des sociétés doit être taillé à la mesure du modèle que constitueraient les sociétés cotées et les sociétés faisant appel public à l'épargne* »¹⁵⁹.

Finalement, cette « dualisation » du droit des sociétés s'est poursuivie dans la foulée de la financiarisation progressive de l'économie, et se trouva bétonnée avec l'émergence de la *corporate governance* bien qu'elle ne fut entamée qu'au début des années 1990¹⁶⁰. En effet, le législateur resta attentif à la protection des actionnaires minoritaires, incarnant également souvent des épargnants, qui, au sein des sociétés « publiques », devait faire face aux investisseurs institutionnels et de référence, avides de pouvoir, de contrôle et de profits¹⁶¹.

En définitive, les classifications qui transcendaient traditionnellement le droit des sociétés – société de personnes et de capitaux, société civile et société commerciale, etc. – furent au fur et à mesure subsistées par le critère de l'appel public à l'épargne, qui apparaissait comme l'élément essentiel pour justifier la mise en place de règles protectrices, rigides et complexes¹⁶². En ce sens, « *le caractère potentiellement ouvert ou fermé d'une forme sociétair tend à devenir le critère déterminant pour l'application des règles en droit des sociétés* »¹⁶³.

Notons toutefois que, depuis peu, le Code des sociétés et des associations a abandonné la notion de société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne de façon à restreindre le nombre de régimes dérogatoires au « droit commun » que reflète le droit de la société de capitaux « privée » : seule la notion de « société cotée » a persisté. Toujours est-il que le caractère « public » d'une société – ce dernier découlant de ce que ses titres sont admis à la cotation sur un marché réglementé – est considéré comme une particularité qui légitimise la mise en place de règles dérogatoires au droit commun des sociétés, impératives et plus rigides que celles observées

¹⁵⁷ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 52.

¹⁵⁸ P. NICAISE, « L'activité notariale en droit des sociétés : la fin des Balkans ? », *op.cit.*, p. 754.

¹⁵⁹ G. HORSMANS et P. NICAISE, *Lois sur les sociétés. Coordination officielle au 1^{er} septembre 1993*, 3^e éd., Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1993, p. 5.

¹⁶⁰ O. CAPRASSE et R. AYDOGDU, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en Belgique », *op.cit.*, p. 297.

¹⁶¹ G. HORSMANS et Y. DE CORDT, « La portée et l'influence de la codification », *op.cit.*, p. 111.

¹⁶² P. NICAISE et E.-J. NAVEZ, « Le polymorphisme du paysage sociétair belge a-t-il toujours un sens ? », in *Contrôle, stabilité et structure de l'actionnariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 29.

¹⁶³ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 52 ; P.-H. CONAC, « La distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. soc.*, pp. 67 et s. ; X. DIEUX, « De la société anonyme comme "modèle" et de la société cotée comme "prototype" », in *Legal Tracks*, t.I., *Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruxelles, Bruylant, 2003, pp. 693 et s.

dans une société « privée »¹⁶⁴, cela tant au niveau de sa gouvernance qu'au niveau de l'information à mettre à la disposition du public¹⁶⁵.

Nous pouvons déjà observer que l'ensemble de ces modifications successives ont malheureusement alourdi et complexifié le texte de nos lois et de notre CSA, le rendant, en de nombreux articles, difficilement lisible. Ainsi, le droit des sociétés est resté, encore aujourd'hui, un droit « à deux vitesses », auquel se superposent, pour les sociétés cotées, les exigences de droit financier¹⁶⁶.

Le véritable enjeu qui se maintient actuellement, en ce qui concerne les sociétés cotées, est de pouvoir identifier la mesure dans laquelle nous souhaitons conserver l'influence que droit des sociétés et droit financier entretiennent entre eux en matière de sociétés cotées¹⁶⁷ ou, comme l'a déjà auparavant souligné J.-F. TOSSENS, « *l'étendue souhaitable d'un droit des sociétés à deux vitesses, qui vient s'ajouter aux nombreuses législations financières régissant déjà l'activité des sociétés qui font appel public à l'épargne* »¹⁶⁸.

Faut-il créer un droit spécial des sociétés pour les sociétés cotées ? Faut-il établir une véritable unité du droit des sociétés, les dispositions particulières s'appliquant aux sociétés cotées étant rangées dans le droit financier uniquement ? Faut-il prévoir explicitement deux types de sociétés anonymes selon qu'elles sont cotées en bourse ou plutôt « fermées » ? Ces questions restent, encore à ce jour, ouvertes et appellent à la réflexion.

Chapitre III. Entre faculté et obligation : la société anonyme (cotée)

Comme nous l'avons observé précédemment, ce phénomène se manifeste tout particulièrement en matière de gouvernance d'entreprise des sociétés anonymes d'une certaine taille.

La société anonyme s'est imposée comme la « *forme sociétaire par excellence des grandes*

¹⁶⁴ P. NICAISE et E.-J. NAVEZ, « Le polymorphisme du paysage sociétaire belge a-t-il toujours un sens ? », *op.cit.*, p. 29.

¹⁶⁵ X. DIEUX et H. DE WULF, « Les sociétés publiques versus les sociétés privées : la nécessité de rationaliser et de simplifier la réglementation », in *La modernisation du droit des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 89.

¹⁶⁶ Y. DE CORDT, « L'égalité entre actionnaires », *Rev. prat. soc.*, 2003, p. 105.

¹⁶⁷ G. CARTON DE TOURNAI, « La modernisation du droit européen des sociétés et son impact sur le droit belge des sociétés », *D.B.F.-B.F.R.*, 2003, p. 331.

¹⁶⁸ J.-F. TOSSENS, « La société ayant fait ou faisant appel publiquement appel à l'épargne : le concept et ses enjeux à l'aube d'une nouvelle réforme des lois coordonnées sur les sociétés commerciales », *op.cit.*, p. 343.

entreprises »¹⁶⁹ et, indirectement, celle à laquelle le législateur a prêté le plus d'attention vu l'importance qu'elle revêtait dans la vie économique des sociétés¹⁷⁰. Comme nous l'avons déjà souligné, c'est d'ailleurs par les développements portant sur le statut de la société anonyme que le droit financier a pu s'ingérer discrètement dans le droit des sociétés. En effet, incontournable au développement du capitalisme moderne, elle fonde une « structure attractive de capitaux »¹⁷¹ et est, dès lors, autorisée à faire appel aux marchés financiers, sous réserve de respecter certains canaux.

Toutefois, les nombreuses évolutions en matière de *corporate governance* touchent, avant tout, les sociétés (anonymes) cotées¹⁷² et se rapportent aussi aux autres entités d'intérêt public¹⁷³ ainsi qu'aux entreprises réglementées par le droit financier¹⁷⁴. Ce n'est, en définitive, qu'une conséquence de l'évolution du droit financier et de l'émergence du droit des sociétés « à deux vitesses ». En effet, et comme le rappelle le professeur Y. DE CORDT, « *le droit des sociétés et le droit financier interagissent et génèrent des effets leviers réciproques dans le cadre des sociétés cotées* »¹⁷⁵.

C'est ainsi que la plupart (sinon toutes) des dispositions légales qui traduisent ces changements s'adressent en effet prioritairement aux sociétés (anonymes) cotées et c'est à ces sociétés que sont également destinées les recommandations en matière de *corporate governance* (sous réserve, dans notre pays, des recommandations édictées par le Code « Bourse » spécifiquement pour les sociétés non cotées)¹⁷⁶.

¹⁶⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 473.

¹⁷⁰ X. DIEUX, « De la société anonyme comme 'modèle' et de la société cotée comme 'prototype' », op.cit., pp. 693-694 ; Y. DE CORDT, « Les lignes de force », op.cit., p. 61.

¹⁷¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 473.

¹⁷² Pour rappel, l'art. 1:11 du CSA définit la société cotée comme « *la société dont les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats se rapportant à ces actions sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou, si le Roi le décide, sur un système multilatéral de négociation (MTF) [...] ou sur un système organisé de négociation (OTF)* ».

¹⁷³ L'art. 1:12 du CSA inclut dans la notion d'« entité d'intérêt public » les sociétés cotées, des sociétés dont les titres de créance sont admis aux négociations sur un marché réglementé, des établissements de crédit, des entreprises d'assurance ou de réassurance et des organismes de liquidation et y assimilés. Voy. à ce sujet Ph. Lambrecht, « Aspects de droit financier », op.cit., pp. 589-590.

¹⁷⁴ Voy. à cet sujet K. BYTTEBIER, J. DELVOIE et T. WERA, *Corporate Governance in Banken*, Antwerpen, Intersentia, 2016 ; S. DECLERCQ, I. PEETERS, A. ROMBOUTS et autres, *De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties – L'impact du nouveau droit des sociétés sur le secteur financier sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières*, Bruxelles, Larcier, 2020.

¹⁷⁵ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », op.cit., p. 17.

¹⁷⁶ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », op.cit., p. 73.

Plus que cela encore, elle tend à incarner le cheval de Troie du droit financier au sein du droit des sociétés anonymes¹⁷⁷. Eu égard à son grand nombre d'actionnaires et aux enjeux proportionnels à sa taille et à ses activités, la façon dont une société cotée organise le pouvoir mérite une attention toute particulière de la part du législateur¹⁷⁸. Sa spécificité justifie qu'une telle société soit soumise à des règles de droit des sociétés plus rigoureuses. En effet, comme cela sera d'ailleurs illustré plus tard, les sociétés cotées, en raison de leur présence sur les marchés boursiers, font souvent l'objet de dispositions renforçant les exigences et les précautions légales, cela dans le but de protéger les actionnaires, qui sont souvent des épargnants et des investisseurs¹⁷⁹, mais plus généralement, pour le bon fonctionnement du marché¹⁸⁰.

Suivant la doctrine qui a inspiré le législateur belge, dans le prolongement au demeurant d'un mouvement plus vaste à l'échelle européenne, ces sociétés cotées requièrent « *un régime de gouvernance dérogatoire ou plus élaboré en raison de la distance plus considérable entre les investisseurs, d'une part, et l'administration et la gestion, d'autre part* »¹⁸¹. Dans cette perspective, nous pouvons remarquer qu'alors que les sociétés anonymes « ordinaires » se voient offrir une plus grande flexibilité et une certaine liberté dans leur gouvernance et leur gestion par le CSA, les sociétés anonymes cotées sont davantage calibrées et encadrées.

De cette façon, à l'inverse de la société non cotée, la société cotée fait, quant à elle, l'objet « *d'expériences, voire des tâtonnements et des manipulations du législateur* »¹⁸². Pour reprendre l'expression de X. Dieux, cette dernière est perçue comme un *prototype* qui « *constitue un premier exemplaire dont les tests permettent de valider les choix de conception de la catégorie* »¹⁸³. Cela a pour effet de créer un enchevêtrement de règles abordant les problèmes d'informations et de gouvernance dans le droit positif belge réparties d'une part, dans le Code des sociétés et des associations et, d'autre part, dans plusieurs lois particulières provenant du droit des marchés financiers.

¹⁷⁷ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 61.

¹⁷⁸ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 269.

¹⁷⁹ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 61.

¹⁸⁰ X. DIEUX et H. DE WULF, « Les sociétés publiques versus les sociétés privées : la nécessité de rationaliser et de simplifier la réglementation », *op.cit.*, p. 90.

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 61.

¹⁸³ X. DIEUX, « De la société anonyme comme "modèle" et de la société cotée comme "prototype" », *op.cit.*, p. 708.

Partie III. Les piliers de la Corporate Governance : au confluent du droit des sociétés et du droit financier

Afin d'illustrer la dualisation de la *corporate governance*, influencée tant par le droit des sociétés que le droit financier, nous estimons pertinent d'en déterminer certains grands piliers. Dans un premier temps, nous nous intéresserons aux divers modèles d'administration que l'on peut retrouver dans les sociétés anonymes (Chapitre I), pour poursuivre, dans un deuxième temps, par l'analyse de certains acteurs déterminants de la gouvernance d'entreprise (Chapitre II). Dans un dernier temps, nous nous attèlerons à exposer certaines des obligations de transparence et de publicité incombant principalement aux sociétés cotées belges (Chapitre III).

La liste dressée ci-dessus n'est certainement pas exhaustive. D'autres évolutions peuvent être signalées en matière de gouvernance d'entreprise et mériteraient d'être examinées en profondeur sous le prisme du droit des sociétés et du droit financier. Nous songeons notamment au traitement des conflits d'intérêts au sein des conseils d'administration, à la réglementation relative aux rémunérations des dirigeants sociaux, à la responsabilité des administrateurs, à la politique de diversité dans la composition de l'organe d'administration, à la révocabilité *ad nutum* des administrateurs, et bien d'autres.

Chapitre I. L'organisation de la gestion des sociétés : les nouveaux modèles d'administration¹⁸⁴

Une des grandes orientations du CSA a été de rendre plus flexible le droit des sociétés en consentant plus d'espace à la liberté (qu'elle soit statutaire ou conventionnelle) des fondateurs et des actionnaires¹⁸⁵. Cette flexibilisation concerne par ailleurs l'organisation de la gouvernance des sociétés, qui constitue indubitablement une évolution primordiale du droit d'entreprise au 21^{ème} siècle¹⁸⁶.

Alors que l'organisation de la SRL n'est pas radicalement différente de celle de la SPRL à

¹⁸⁴ D. WILLERMAIN, F. MESSINE et G. COLLARD., « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », *op.cit.*, p. 214.

¹⁸⁵ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 66.

¹⁸⁶ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », in *La réforme du droit belge des sociétés, un exemple à suivre pour le Luxembourg ?* (sous la dir. de I. CORBISIER et A. PRÜM), Bruxelles, Larcier, 2021, p. 199.

laquelle elle se substitue¹⁸⁷, la gouvernance de la société anonyme fut profondément repensée par le nouveau CSA¹⁸⁸. Nous constatons que la SA peut faire désormais le choix entre trois modèles de gouvernance : le modèle classique dit « moniste » (Section I), le modèle moniste avec la possibilité d'un « administrateur unique » (Section II), et le modèle dit « dualiste » (Section III)¹⁸⁹.

Section I. Le modèle de l'administration moniste

La première option qui se présente aux sociétés anonymes est celle de la structure d'administration moniste (ou du « *one-tier board* »), cette dernière étant la reproduction fidèle du système classique de l'administration de la société anonyme existant déjà dans le Code des sociétés (sous réserve de diverses petites précisions et modifications)¹⁹⁰. Il répond au cadre législatif établi aux articles 7:73 et suivants du Code des sociétés et des associations qui en définissent autant le régime que les caractéristiques¹⁹¹.

Ce modèle consiste à déléguer « *l'administration de la société anonyme à un conseil d'administration collégial, pourvu de la plénitude des pouvoirs de gestion* »¹⁹². Dans ce cadre, il convient de souligner particulièrement que le conseil d'administration reste en règle un organe collégial car il devra impérativement être composé d'au moins trois administrateurs, qu'ils soient personnes morales ou physiques, conformément à l'article 7:85 du CSA¹⁹³.

Notons toutefois qu'il est envisageable d'établir un conseil d'administration de deux membres sous la condition suspensive que la société compterait moins de trois actionnaires¹⁹⁴. Dans ces conditions précises, le système de la voix prépondérante, accordée à un membre

¹⁸⁷ Voy. à cet égard D. WILLERMAIN, « L'administration de la société à responsabilité limitée », in *La société à responsabilité limitée* (sous la dir. de A.-P. ANDRÉ-DUMONT et Th. TILQUIN), Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 113-146 ; E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, *Le Code des sociétés et des associations – présentation et premiers commentaires*, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 154.

¹⁸⁸ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Ch. Repr., sess. ord. 2017-2018, n°54-3119/001, p. 10.

¹⁸⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 478.

¹⁹⁰ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », in *Le Code des sociétés et des associations. Introduction à la réforme du droit des sociétés* (sous la dir. de R. AYDOGDU et O. CAPRASSE), CUP, Limal, Anthemis, 2018, p. 58.

¹⁹¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., pp. 604-605.

¹⁹² H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », op.cit., p. 58.

¹⁹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 606.

¹⁹⁴ D. DEVLEESCHOUWER, « Le Nouveau Code des Sociétés et des Associations. Aperçu de quelques nouveautés concernant la gouvernance des sociétés anonymes », *In Foro*, 2019, p. 13.

(habituellement le président du conseil) lors d'un partage de voix, ne pourra pas se produire puisque le caractère collégial de l'organe en serait affecté¹⁹⁵.

En outre, conservant la tendance déjà établie par le Code des Sociétés, le législateur belge a établi que le conseil d'administration exerce toutes les compétences de gestion et d'administration¹⁹⁶. Il lui est ainsi permis de prendre toutes les décisions, à l'exception de celles expressément confiées à l'assemblée générale, conformément à l'article 7:93 du CSA.

Section II. Le modèle de l'administrateur unique

Outre cela, il est désormais également possible d'opter pour le modèle de l'administrateur unique, conformément à l'article 7:101 du CSA¹⁹⁷. Cela constitue dès lors une innovation importante introduite par le CSA en matière de gouvernance des sociétés anonymes¹⁹⁸.

§1. Objectifs et raison d'être

En effet, tandis qu'une SA était infailliblement gérée par un conseil d'administration collégial constitué de deux (suivant certaines conditions particulières) ou trois administrateurs tout au moins jusqu'à encore très récemment, le CSA organise désormais la possibilité de doter la SA d'un administrateur unique.

La raison en est que la société anonyme pouvant dorénavant être unipersonnelle, selon l'article 1:1 du CSA, il était tout à fait cohérent de consentir qu'elle soit administrée par un seul administrateur, quel que soit, tout bien pesé, le nombre d'actionnaires¹⁹⁹. En outre, cette figure sert également à remplacer la société en commandite par actions, d'après l'objectif de simplification et de flexibilisation du législateur belge²⁰⁰.

¹⁹⁵ Voy. l'art. 7:85, §1^{er} du CSA et E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *R.D.C.-T.B.H.*, 2018, p. 1043.

¹⁹⁶ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 200.

¹⁹⁷ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 57.

¹⁹⁸ D. WILLERMAIN, F. MESSINE et G. COLLARD, « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », *op.cit.*, p. 222.

¹⁹⁹ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 57 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 478.

²⁰⁰ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 203.

§2. Statut et exercice des compétences

L'administrateur unique peut être nommé dans les statuts²⁰¹ et être rendu irrévocable sauf pour juste motifs²⁰². Comme tout administrateur, il peut s'agir tant d'une personne physique que d'une personne morale²⁰³

Ce dernier prendra à sa charge l'ensemble de la direction de la société et sera seul maître à bord²⁰⁴ : il est donc forcément titulaire de tous les pouvoirs d'administration, conformément à l'article 7 :101²⁰⁵. Notons toutefois que cette possibilité ne peut être usitée que dans le cadre d'un système moniste, lorsque l'administrateur est une personne physique²⁰⁶. En effet, comme l'indique l'exposé des motifs du CSA, « *dans un système dual, il n'y a pas de place pour un directeur unique* »²⁰⁷.

Ce propos doit toutefois être nuancé pour les sociétés cotées ou lorsqu'une disposition légale impose une administration collégiale²⁰⁸. En effet, afin d'éviter d'éventuels abus et dérives que pourrait engendrer la concentration d'un tel pouvoir entre les mains d'une seule personne dans une société cotée, le législateur a imposé que cet administrateur soit lui-même une personne morale (c'est-à-dire une société anonyme) administrée par un système de gouvernance collégial²⁰⁹. Dès lors, c'est la société anonyme qui exerce la fonction d'administrateur qui sera alors soumise aux règles relatives à la gouvernance (telles que les règles applicables de conflits d'intérêts, d'administrateurs indépendants, de diversité de composition, ou encore de rémunération)²¹⁰. On remarque, *in casu*, un premier exemple où le droit financier s'insinue discrètement dans le CSA.

²⁰¹ Visé à l'art. 7:101, 1^{er}, al. 1^{er} du CSA.

²⁰² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 67.

²⁰³ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 202.

²⁰⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 610.

²⁰⁵ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 57.

²⁰⁶ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. Repr., sess. ord. 2017-2018, n°54-3119/001, pp. 14 et 236.

²⁰⁷ *Ibid.*, p. 237.

²⁰⁸ E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1050.

²⁰⁹ P.A. FORIERS et M. WYCKAERT, « Le projet de Code des sociétés et associations : nouveautés en matière de gouvernance dans les sociétés et associations – Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen – wat verandert in de 'governance' van vennootschappen en verenigingen? », in *Het ontwerp Wetboek van vennootschappen en verenigingen – Le projet de Code des sociétés et associations*, Bruxelles, Larcier, 2018, p. 127.

²¹⁰ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 58 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 478.

Dans le l'hypothèse où l'administrateur unique est une société anonyme avec une administration duale, les règles du régime moniste s'emploient par analogie tant à l'administrateur unique qu'à son conseil de surveillance, à son conseil de direction et à leurs membres²¹¹. Ceci est prévu explicitement aux articles 7:101, § 1^{er}, al. 2 et 7:102, § 1^{er}, al. 2 du CSA.

Section III. Le modèle de l'administration duale

L'introduction du système dual (ou du « *two-tier board* ») comme mode reconnu par notre droit pour la gestion de la société anonyme constitue une « demi-nouveauté » importante introduite récemment par le CSA²¹².

§1. Objectifs et raison d'être

Sous l'empire du Code des sociétés, il n'existait pas de système dual pur. Certes, d'une part, l'ancien système dual hybride du Code des sociétés autorisait une certaine dissociation entre les fonctions de gestion et de contrôle²¹³, mais il était plus question d'une évolution du système moniste que d'une véritable organisation duale, à l'instar de ce qui existe actuellement en Allemagne ou aux Pays-Bas²¹⁴. D'autre part, il existait déjà une forme de dualisme dans certaines institutions financières, notamment dans le secteur bancaire et des assurances²¹⁵, de façon à engendrer une séparation entre la fonction directive de l'activité opérationnelle et la fonction de surveillance. Cela permettait d'assurer ce qu'on nomme « *l'autonomie de la fonction bancaire* »²¹⁶.

Toutefois, ce système ne rencontrait que très peu de succès lorsqu'il n'était pas obligatoire, soit

²¹¹ E. POTTIER, T. L'HOMME, L-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1050.

²¹² H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 200 ; Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 345.

²¹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 605.

²¹⁴ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 345.

²¹⁵ Voy., à titre d'exemple, la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse (Loi bancaire), art. 24, *M.B.*, 7 mai 2014, p. 36794 et la loi du 13 mars 2016 relative au statut et au contrôle des entreprises d'assurance et de réassurance, art. 45, *M.B.*, 23 mars 2016, p. 19856.

²¹⁵ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 345.

²¹⁶ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 200.

au vu de son manque de clarté²¹⁷, soit au vu de son caractère « hybride »²¹⁸.

§2. Passage du dualisme fonctionnel au dualisme organique

C'est pourquoi le législateur a décidé d'introduire en droit belge cette forme « bicéphale » de gouvernance dans laquelle l'administration de la société est répartie entre deux organes²¹⁹ : d'une part, le conseil de direction et, d'autre part, le conseil de surveillance. Ce changement marque le passage d'un dualisme dit « fonctionnel » à un dualisme optionnel dit « organique » qui procède à une distinction claire entre deux organes²²⁰.

Le dualisme fonctionnel a comme particularité de distinguer, d'un côté, les fonctions exécutives de la société qui concernent « *l'administration au sens actif du terme* »²²¹, et d'un autre côté, les fonctions non-exécutives qui peuvent s'apparenter à ce qu'accomplit généralement un conseil de surveillance²²². L'ancien Code des sociétés mettait ainsi en place un dispositif d'administration dual « *hybride et imparfait* » qui rendait possible la création d'un comité de direction auquel des administrateurs pouvaient appartenir²²³ et auquel une partie des pouvoirs pouvaient être déléguée²²⁴.

Ce dispositif est maintenant remplacé par la possibilité d'un dualisme intégral, conformément à l'article 7:104 du CSA²²⁵. Ce nouveau système, qui intéresse en premier chef les grandes sociétés et en particulier les sociétés cotées telles que définies à l'article 1:11 du CSA, implique qu'une SA, même cotée, n'est pas tenue d'instaurer un tel régime de dualisme organique, ce dernier impliquant une modification des statuts²²⁶. Cependant, si elle choisit de le faire elle

²¹⁷ X. DIEUX et P. DE WOLF, « Le nouveau Code des sociétés (et des associations) : *Capita Selecta* », *J.T.*, 2019, p. 526.

²¹⁸ E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, *Le Code des sociétés et des associations – présentation et premiers commentaires*, *op.cit.*, p. 217 ; D. WILLERMAIN, F. MESSINE et G. COLLARD., « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », *op.cit.*, pp. 234-239.

²¹⁹ Y. DE CORDT, « Introduction », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations*, Limal, Anthemis, 2019, p. 17.

²²⁰ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 68.

²²¹ X. DIEUX, « “Corporate Governance” – De la loi du 2 août 2002 au “Code Lippens” », *op.cit.*, pp. 61-62.

²²² K. BYTTEBIER, P. PIU et S. ROELAND, *Corporate Governance : Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Vakgroep economisch recht VUB, Anvers, Maklu, 2003, p. 127.

²²³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 478 ; Y. DE CORDT, « Introduction », *op.cit.*, p. 17.

²²⁴ E. POTTIER et Th. L'HOMME, « La loi “coporate governance” du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés », *op.cit.*, pp. 321 et s.

²²⁵ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 59.

²²⁶ E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1051.

devra se cantonner au dispositif légal²²⁷, c'est-à-dire installer un conseil de surveillance et un conseil de direction, deux organes collégiaux formés en principe d'au moins trois membres²²⁸. Cela implique qu'aucun membre de l'un ne peut simultanément faire partie de l'autre²²⁹. Ceci est prévu par les articles 7:105, § 1^{er} et 7:107, al. 1 du CSA, sauf exceptions prévues par les législations particulières²³⁰.

Dans ce cadre, l'appellation d'« organe de direction » a fait l'objet d'une refonte complète puisque le législateur a procédé à la suppression de la notion de « comité de direction »²³¹ légalisée par la loi « *Corporate Governance* » du 2 août 2002²³². Nous parlons désormais uniquement de « conseil de direction »²³³.

Toutefois, la *corporate governance* se heurtait au droit des sociétés en ce que le précédent Code belge de gouvernance d'entreprise, datant de 2009, était construit sur la base du système moniste, seul système possible à l'époque. Puisque le CSA a introduit de nombreuses nouveautés dans le droit positif belge, une adaptation parallèle du Code de gouvernance d'entreprise était nécessaire afin d'aligner le « *soft law* » et le « *hard law* »²³⁴.

§3. Statut et répartition des compétences

L'assemblée générale désigne, pour une durée maximale de 6 ans, les membres du conseil de surveillance qui choisissent à leur tour les membres du conseil de direction²³⁵. En outre, il convient de souligner que la présence de deux organes d'administration contraint de diviser légalement les compétences entre eux. La loi assume la responsabilité de cette répartition, sans

²²⁷ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 59.

²²⁸ P.A. FORIERS et M. WYCKAERT, « Le projet de Code des sociétés et associations : nouveautés en matière de gouvernance dans les sociétés et associations – Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen – wat verandert in de 'governance' van vennootschappen en verenigingen? », *op.cit.*, pp. 129-130.

²²⁹ K. MARESCEAU, *De Vennootschap & haar nieuw ontwerp-Wetboek*, Bruxelles, Larcier, 2018, p. 61.

²³⁰ C. JAMMAERS, « Impacts de la réforme du Code des sociétés sur la gouvernance des entreprises d'assurances », *Dr. banc. fin.*, 2019, p. 171. Voir, à titre d'exemple, la loi du 25 avril 2014 précitée, art. 24 et 503 et la loi du 13 mars 2016 précitée, art. 45.

²³¹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 67.

²³² Visé à l'art. 524bis du Code des Sociétés, inséré par la Loi « *Corporate Governance* » du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes, dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition précitée.

²³³ Notons toutefois que le comité de direction est maintenue dans le secteur financier. Voy. notamment la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse, art. 21, §1^{er}, al. 2, *M.B.*, 7 mai 2014, p. 36794.

²³⁴ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 345.

²³⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 478.

que les statuts puissent y déroger²³⁶.

De manière générale, le conseil de surveillance est chargé de définir la politique générale et la stratégie de la société²³⁷ et de poser tous les actes qui, dans le régime moniste, sont explicitement attribués au conseil d'administration, conformément à l'article 7:109, § 1^{er} ²³⁸. Il est également responsable de la surveillance du conseil de direction²³⁹ et statue sur la désignation, révocation et décharge des membres de ce dernier, conformément au commandement de l'article 7:109, § 3 du CSA²⁴⁰. Comme nous le verrons *infra*, c'est en son sein que, le cas échéant, un comité d'audit et un comité de rémunération sont constitués²⁴¹. Finalement, le conseil de surveillance a également un pouvoir de représentation de la société, seulement pour toutes les questions qui relèvent de sa compétence, conformément à l'article 7:109, § 2 du CSA.

Le conseil de direction, quant à lui, assume la charge de tous les autres actes, ce qui signifie que sa compétence est résiduaire²⁴². Son principal domaine d'action sera celui des matières opérationnelles²⁴³, c'est-à-dire des décisions concernant les activités économiques et les contrats avec les clients, les fournisseurs et les travailleurs, les investissements, etc²⁴⁴. Il peut également endosser un rôle de représentation de la société à l'égard des tiers, dans toutes les matières, même celles qui ne relèvent pas de ses compétences de décision²⁴⁵. Enfin, le conseil fait périodiquement rapport de ses activités au conseil de surveillance et procure à ce dernier, d'initiative ou à sa demande, toutes informations utiles pour l'exercice de sa mission, à l'instar de ce qui est prévu à l'article 7:111 du CSA²⁴⁶.

²³⁶ P.A. FORIERS et M. WYCKAERT, « Le projet de Code des sociétés et associations : nouveautés en matière de gouvernance dans les sociétés et associations – Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen – wat verandert in de 'governance' van vennootschappen en verenigingen? », *op.cit.*, p. 131.

²³⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 605.

²³⁸ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 67.

²³⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 605.

²⁴⁰ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 201.

²⁴¹ Voy. à cet égard les art. 7:118 à 7:120 du CSA.

²⁴² Voy. à cet égard l'art. 7:110, al. 1^{er} du CSA.

²⁴³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 605.

²⁴⁴ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 201.

²⁴⁵ Voy. à cet égard l'art. 7:110, al. 2 du CSA. Voy. également P.A. FORIERS et M. WYCKAERT, « Le projet de Code des sociétés et associations : nouveautés en matière de gouvernance dans les sociétés et associations – Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen – wat verandert in de 'governance' van vennootschappen en verenigingen? », *op.cit.*, p. 131.

²⁴⁶ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 201.

Notons toutefois que « *la répartition des compétences entre les deux organes semble moins absolue qu'il n'y paraît à première vue* »²⁴⁷. En effet, l'article 7:110, al. 1^{er} du CSA permet aux statuts d'« *apporter des restrictions aux pouvoirs du conseil de direction* ». Toutefois, il précise également que ces dernières ne sont pas opposables aux tiers²⁴⁸.

Chapitre II. Les acteurs de la gouvernance d'entreprise : l'organisation des pouvoirs à la loupe

L'évolution de notre droit des sociétés depuis le début du siècle se caractérise par une multiplication des acteurs intervenant dans la gestion des sociétés²⁴⁹. Elle se distingue, en outre, par une diversification des textes dans lesquels leur rôle est ordonné, dont des textes de droit financier.

En effet, l'organisation du pouvoir au sein de la société découle au préalable de la loi et des statuts. La loi dont il est question n'est cependant plus exclusivement la législation relative aux sociétés (telle que le CSA), mais également la législation financière, qui s'appliquent plus particulièrement aux sociétés cotées²⁵⁰. De surcroît, ces règles sont désormais précisées et complétées par les codes de gouvernance d'entreprise (en Belgique, le Code 2020) et, au niveau de chaque société, par la charte de gouvernance d'entreprise et des règlements d'ordre intérieur. Cet évolution est le fruit des réflexions et des recommandations en termes de *corporate governance*, tendant à « *l'amélioration et à l'objectivation de la gestion ainsi qu'à un meilleur contrôle de celle-ci et des risques qu'elle comporte, et, dans une moindre mesure, du droit financier* »²⁵¹.

Ainsi, au sein d'un très grand nombre de sociétés anonymes, le conseil d'administration occupe le rôle d'organe central dans la gestion des sociétés. Dans cet esprit, les recommandations de *corporate governance* ont pour but d'en renforcer le rôle et les responsabilités, notamment pour

²⁴⁷ H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 202.

²⁴⁸ J. DELVOIE, « Ceci n'est pas un dualisme? Over het nieuwe duale bestuurmodel in de NV », *T.P.R.*, 2019, pp. 767-777.

²⁴⁹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 69.

²⁵⁰ Voir *Supra*. Partie II, Chapitre I.

²⁵¹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 73.

ce qui est de la définition de la stratégie de la société ou du *reporting* financier²⁵². Elles aboutissent également à en améliorer la composition et le fonctionnement, de telle façon que les décisions sociales seront prises dans l'intérêt de tous les actionnaires et des *stakeholders* en vue de la création de valeurs à long terme, comme le commande la disposition 2.1 du Code 2020.

Dans cette perspective, le droit des sociétés, en collaboration avec le droit financier, a élaboré, d'une part, différents statuts d'administrateurs (Section I) et, d'autre part, des comités consultatifs (Section II) dans le dessein d'atteindre les divers objectifs préconisés par la *corporate governance*.

Section I. La typologie des administrateurs : analyse de la distinction entre administrateurs exécutifs, non-exécutifs et indépendants

L'amélioration du fonctionnement du conseil d'administration par le CSA s'opère, en premier lieu, par la distinction entre les administrateurs exécutifs, les administrateurs non exécutifs (ou « externes », selon la terminologie du Code « Buysse ») (§1) et les administrateurs indépendants (§2) qui, bien que faisant partie d'un même organe collégial, ont chacun un rôle spécifique à jouer²⁵³.

§1. Les administrateurs exécutifs et non-exécutifs

La différence entre administrateurs exécutifs et administrateurs non exécutifs est une distinction dérivée de la pratique et des recommandations en matière de gouvernance d'entreprise²⁵⁴. Les deux notions présentent un intérêt et sont usitées de manière contrastée par le CSA en ce qui concerne, notamment, la composition des comités d'audit et de rémunération²⁵⁵.

A. Une définition manquante

Toutefois, bien qu'elle l'utilise de manière fréquente, la loi ne spécifie pas avec précision le

²⁵² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 69.

²⁵³ *Ibid.*, p. 70.

²⁵⁴ *Ibid.*, p. 74.

²⁵⁵ Voir *Infra*. Partie III, Chapitre II, Section II.

concept, tant d'administrateur exécutif, que non-exécutif²⁵⁶.

En effet, la notion d'administrateur exécutif n'est pas caractérisée par une définition générale²⁵⁷. Le CSA énonce uniquement que « *tout administrateur qui s'est vu déléguer la gestion journalière [...] est dans tous les cas présumé être un membre exécutif du conseil d'administration* »²⁵⁸. En revanche, le Code 2020 ne confirme pas cette définition et ne précise pas ce qu'il y a lieu d'entendre par « administrateur exécutif »²⁵⁹.

Les administrateurs exécutifs et les administrateurs non-exécutifs relèvent d'un même organe collégial, mais la collégialité n'évince pas une répartition des tâches entre administrateurs, ce que corrobore explicitement l'article 7:93, § 1^{er}, du CSA. Partant, au sein de l'organe collégial qu'est le conseil d'administration, les administrateurs non-exécutifs ont une fonction spécifique à jouer²⁶⁰. Ce rôle n'est cependant pas autrement défini dans la réglementation, quand bien même cette notion est employée à plusieurs reprises, notamment en ce qui concerne le comité de rémunération²⁶¹. Il est dès lors nécessaire de s'en rapporter autant à la doctrine qu'aux recommandations en matière de *corporate governance*²⁶².

B. Des compétences disparates

En substance, la distinction entre ces deux rôles porte entre, d'une part, les fonctions exécutives d'administration et de gestion de la société au sens actif du terme (ces dernières incombant plus spécifiquement aux administrateurs exécutifs) et, d'autre part, les fonctions non-exécutives de surveillance et de contrôle (ces dernières s'attachant davantage aux administrateurs non-exécutifs)²⁶³.

Plus précisément, les administrateurs exécutifs sont en charge de la gestion quotidienne de la société, comme le souligne la disposition 3.3 du Code 2009, l'ancien code de gouvernance belge. Ces derniers conçoivent la « *stratégie de la société, les politiques clés et les projets qu'ils*

²⁵⁶ V. SIMONART, « Le conseil d'administration de la société anonyme et ses comités », *J.T.*, 2011, p. 222.

²⁵⁷ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 74.

²⁵⁸ Visé aux art. 7:99, § 3, al. 3, et 7:100, § 2, al. 1, du CSA.

²⁵⁹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 75.

²⁶⁰ *Ibid.*

²⁶¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 622.

²⁶² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 75.

²⁶³ Notons toutefois que ces fonctions ne leurs sont pas exclusives.

soumettent au conseil d'administration »²⁶⁴. Le Code 2020, quant à lui, n'attribue pas de rôle particulier aux administrateurs exécutifs, mais son article 2.19 désigne plutôt le management exécutif dans son ensemble. Ainsi, ce dernier caractérise fonctionnellement le « management exécutif » comme celui qui est « *en charge de la direction opérationnelle de la société* »²⁶⁵.

A contrario, les administrateurs « non-exécutifs »²⁶⁶ ne sont pas conviés activement dans la gestion de la société²⁶⁷. On considère qu'un administratif est non-exécutif s'il n'est pas « *en charge d'une fonction de direction opérationnelle* »²⁶⁸. Il a davantage une position de contrôle ou de surveillance de celle-ci. En conséquence, et comme l'exige les lignes de conduite sous la disposition 3.3 du Code 2009, il « *discute de manière critique et constructive la stratégie et les politiques clés proposées par le management exécutif et contribue à les développer* » et « *procède à l'évaluation rigoureuse de la performance du management exécutif dans la réalisation des objectifs convenus* ».

Ainsi, il convient de considérer que le Code 2020 n'alloue plus un rôle particulier aux administrateurs non-exécutifs dans des termes aussi précis que ne le faisait le Code 2009. C'est désormais le conseil d'administration dans son ensemble qui « *soutient le management exécutif et se tient prêt à exprimer des vues critiques de manière constructive aussi souvent que nécessaire* » comme l'indique le Code 2020 en sa disposition 2.3.

C. Des interventions multiples

Par les nombreuses distinctions qu'il met en œuvre entre les administrateurs « exécutifs » (c'est-à-dire ceux qui sont inclus dans la direction et le management) et « non-exécutifs » (c'est-à-dire ceux qui n'exercent pas de fonction de direction), le code de gouvernance consacre un système hybride du « dualisme fonctionnel »²⁶⁹ au cœur de l'organe d'administration, entre la gestion et la surveillance, ou, selon une terminologie plus ancienne, une répartition interne des tâches entre administrateurs²⁷⁰, qui est susceptible de se heurter aux règles de fonctionnement

²⁶⁴ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 75.

²⁶⁵ Disposition 2.19 du Code 2020.

²⁶⁶ J. DE WOLF, « Niet-uitvoerende bestuurders in een one-tier board systeem. Begrip en wettelijke toepassing », *R.P.S.-T.R.V.*, 2011, p. 159.

²⁶⁷ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

²⁶⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 622.

²⁶⁹ X. DIEUX, « "Corporate Governance" – De la loi du 2 août 2002 au "Code Lippens" », *op.cit.*, p. 61.

²⁷⁰ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

d'un organe collégial moniste²⁷¹. En effet, tant la gestion que la surveillance se déroulent au sein d'un seul et même conseil.

Au sein des sociétés anonymes à administration duale, il n'existe toutefois pas de distinction entre administrateurs exécutifs et non-exécutifs, le conseil de surveillance endossant le rôle de contrôle dévolu aux administrateurs non-exécutifs dans le système moniste²⁷².

En outre, ces concepts sont utilisés de manière dissonante par le CSA en ce qui concerne la composition des comités d'audit et de rémunération et certaines règles relatives aux rémunérations²⁷³. Il est ainsi envisagé que le comité d'audit doit être composé « *de membres non-exécutifs du conseil d'administration* »²⁷⁴ alors qu'une règle équivalente s'emploie par rapport au comité de rémunération²⁷⁵.

D. Composition du conseil d'administration

Selon le Code 2020, le conseil d'administration comprend une majorité au moins d'administrateurs exécutifs, à l'instar de ce que dispose l'article 3.4. Toutefois, il est souvent constaté dans la pratique que la quasi-totalité des membres du conseil d'administration est constituée d'administrateurs non-exécutifs²⁷⁶. Cela implique que la fonction du conseil d'administration devient ainsi un rôle fondamentalement de surveillance de la gestion confiée au management exécutif.

Cette évolution du rôle du conseil d'administration est corroborée par le Code 2020 étant donné que c'est le conseil dans son ensemble (et plus uniquement les administrateurs non-exécutifs) qui a l'obligation « d'exprimer des vues critiques » (en ce compris sur la gestion du management exécutif)²⁷⁷. D'ailleurs, l'exposé des motifs du CSA traduit ce changement en signalant que « *c'est le management qui assure la direction effective de la société* » et l'organe d'administration

²⁷¹ Y. DE CORDT, « Le dirigeant d'entreprise, un personnage à multiples facettes », in *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 28.

²⁷² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 74.

²⁷³ Voir *Infra*. Partie III, Chapitre II, Section II.

²⁷⁴ Visé à l'art. 7:99, § 2 du CSA.

²⁷⁵ Visé à l'art. 7:100, §2 du CSA.

²⁷⁶ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

²⁷⁷ *Ibid.*

« a, le plus souvent, en fait essentiellement une fonction de surveillance »²⁷⁸.

§2. Les administrateurs indépendants

Sous l'impulsion également des principes de *corporate governance*, la notion d'administrateur indépendant a été insérée dans notre droit des sociétés à la fin du siècle dernier²⁷⁹. Les administrateurs indépendants sont des administrateurs exécutifs ayant un rôle plus spécifique encore à jouer, notamment dans les situations de conflit d'intérêts, puisqu'ils ne représentent pas les actionnaires²⁸⁰.

A. Objectifs poursuivis

La figure de l'administrateur indépendant relève des notions fondamentales attachées aux sociétés cotées²⁸¹. L'ambition qui se cachait derrière la création de cet acteur était d'assurer l'indépendance de l'organe d'administration au regard du *management*²⁸² et des actionnaires dominants de façon à ce qu'il puisse convenablement exercer le contrôle de la gestion de la société²⁸³. En effet, aux yeux de certains auteurs, les administrateurs indépendants « *peuvent apporter un rationalisme non affecté par les batailles de pouvoir pouvant éclater entre les dirigeants en place* »²⁸⁴.

Cette invention visait également à modérer la vision courte-termiste de la part tant des administrateurs exécutifs que des représentants des actionnaires de contrôle envers la société, notamment en termes de résultats²⁸⁵.

B. La condition d'indépendance

Au sein d'une société cotée, un administrateur est envisagé comme indépendant « *s'il*

²⁷⁸ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses précité, Exposé des motifs, p. 63.

²⁷⁹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

²⁸⁰ E. WYMEERSCH, « "Corporate Governance" : Waarheen? », *Rev. Banq.*, 1997, p. 602. Pour rappel, la problématique des conflits d'intérêt n'est pas abordée dans ce mémoire.

²⁸¹ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 303.

²⁸² Y. DE CORDT, « Le dirigeant d'entreprise, un personnage à multiples facettes », *op.cit.*, p. 39.

²⁸³ G. KEUTGEN, « Propos sur la "Corporate Governance" en Belgique », *op.cit.*, p. 551.

²⁸⁴ P. DESAVA, « Les administrateurs indépendants », *R.D.A.I.*, 1994, p. 544.

²⁸⁵ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 303.

n'entretient pas avec la société ou un actionnaire important de celle-ci de relation qui soit de nature à mettre son indépendance en péril » au sens de l'article 7:87, § 1^{er} du CSA²⁸⁶. Ainsi, l'indépendance doit être réelle envers la société, les actionnaires de contrôle et le *management* de la société²⁸⁷.

De manière à s'assurer qu'un candidat administrateur répond à cette modalité, il est fait application des critères de gouvernance prévus dans le Code 2020 en son article 3.5, au regard desquels cette indépendance doit s'apprécier²⁸⁸. Le Code de gouvernance d'entreprise contient, dans une version légèrement amendée, les critères formels indiqués par la Commission européenne²⁸⁹. En cela, le CSA, qui renvoie directement au Code 2020, fournit un bel exemple de corégulation²⁹⁰.

Un candidat administrateur qui s'acquitte de ces critères d'ordre fonctionnel, professionnel, commercial, financier et personnel²⁹¹ est présumé, jusqu'à preuve du contraire (présomption simple), être indépendant²⁹². En conséquence, cette formule promet plus de flexibilité aux sociétés en ce que les critères d'indépendance sont des critères de droit souple, non de droit dur²⁹³.

Lorsque le conseil d'administration présente à l'assemblée générale la candidature d'un administrateur indépendant qui ne remplit pas ces critères, il expose les motifs qui le conduisent à considérer que ce dernier est effectivement indépendant, dans le respect de la règle « *comply or explain* »²⁹⁴. Ainsi, les sociétés auront la possibilité de se défaire du respect strict de ces critères au moyen d'une explication qu'elles estiment pertinente, à charge toutefois de respecter

²⁸⁶ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

²⁸⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 588.

²⁸⁸ E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1045.

²⁸⁹ Recommandation de la Commission européenne du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, *J.O.U.E.*, 25 février 2005, L 52, p. 63.

²⁹⁰ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 70.

²⁹¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 589.

²⁹² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76 ; H. CULOT, « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », *op.cit.*, p. 221.

²⁹³ E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1046.

²⁹⁴ Voir *Supra*. Partie I, Chapitre IV, Section II, §4, A. Voy. également M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, pp. 304-305.

la définition générale d'indépendance fixée à l'article 7:87, § 1^{er}, alinéa 1^{er} du CSA²⁹⁵.

Une critique peut être adressée à cet égard. En effet, certains auteurs estiment que cette définition reste assez vague et imprécise²⁹⁶. Le professeur Y. DE CORDT soutient, notamment, que cette dernière ne favorise pas la conservation de l'indépendance des administrateurs concernés « *eu égard à cet enchevêtrement complexe de normes au statut juridique incertain [...], susceptible d'entraîner une certaine méfiance de la part des marchés et des investisseurs* »²⁹⁷.

C. Des interventions multiples

Désormais, le CSA commande, indirectement, la désignation d'administrateurs indépendants dans les sociétés cotées et prévoit l'intervention des administrateurs indépendants à plusieurs reprises²⁹⁸. Encore une fois, le droit financier s'immisce dans les dispositions du droit des sociétés.

Dans le cadre d'un système moniste, il prévoit en son article 7:99, § 2, qu'au moins un membre du comité d'audit doit être un administrateur indépendant et que le comité de rémunération doit être composé d'administrateurs non-exécutifs uniquement, dont une majorité d'administrateurs indépendants, conformément à l'article 7:100, § 2²⁹⁹. Dans le cadre d'un système dualiste, il prévoit en son article 7:119, §2, qu'au moins un membre du comité d'audit doit être un administrateur indépendant et que le comité de rémunération doit être composé d'une majorité d'administrateurs indépendants du conseil de surveillance, conformément à l'article 7:120³⁰⁰.

Dans les sociétés cotées, les administrateurs indépendants doivent être au moins trois, nombre qui est lui-même repris par le Code 2020 en son article 3.4, lequel précise en outre que le conseil comprend une majorité d'administrateurs non-exécutifs et un nombre « approprié » d'administrateurs indépendants³⁰¹.

²⁹⁵ H. CULOT et Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, pp. 55-56.

²⁹⁶ Y. DE CORDT, *Société anonyme*, *op.cit.*, p. 229.

²⁹⁷ H. CULOT en Y. DE CORDT, « La réforme de la société anonyme », *op.cit.*, p. 56 ; Y. DE CORDT, « Concepts & Principes (II) – Le manque d'empathie à l'égard des stakeholders », in *Het ontwerp Wetboek van vennootschappen en verenigingen – Le projet de Code des sociétés et associations*, Bruxelles, Larcier, 2018, p. 91.

²⁹⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 588.

²⁹⁹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

³⁰⁰ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 588.

³⁰¹ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 76.

D. Un triple rôle

Tant le CSA que le Code 2020 sont laconiques en ce qui concerne le rôle des administrateurs indépendants. On leur assigne traditionnellement un triple rôle³⁰².

Faisant partie des administrateurs non-exécutifs, ils collaborent avec ceux-ci à la supervision des administrateurs exécutifs et du management. Outre cette fonction qu'ils exercent avec les autres administrateurs non-exécutifs, les administrateurs indépendants ont également un rôle propre à jouer dans les situations de conflit d'intérêts, comme l'illustre l'article 7:97 à propos des conflits d'intérêts intragroupes. Plus généralement, ils « *jouent un rôle essentiel en matière d'indépendance de jugement et d'objectivité [...] ; par hypothèse, libres de tout lien avec un actionnaire prépondérant, le management ou l'activité de la société, ils peuvent avoir sur les décisions à prendre par la société un regard plus serein* »³⁰³. Enfin, ils sont intégrés au comité d'audit et au comité de rémunération³⁰⁴.

En outre, en présence d'un actionnaire de référence ou de contrôle, les administrateurs indépendants concourent à l'autonomie du management et prennent soin à ce que les décisions du conseil d'administration soient adoptées dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires³⁰⁵. Il effectue cette fonction sans privilégier les actionnaires de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires³⁰⁶.

Section II. Une nouvelle réalité : les comités spécialisés

De façon à assurer son correct fonctionnement, le conseil d'administration peut être entouré de comités spécialisés qui l'accompagnent dans l'exercice de ses compétences et qui l'assistent dans l'ensemble de ces tâches, comme le prévoient les articles 7:98 et 7:118³⁰⁷.

³⁰² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 77.

³⁰³ V. SIMONART, « Le conseil d'administration de la société anonyme et ses comités », *op.cit.*, p. 218.

³⁰⁴ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 77.

³⁰⁵ *Ibid.*

³⁰⁶ *Ibid.*

³⁰⁷ G. KEUTGEN et C. DARVILLE-FINET, « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés? », *op.cit.*, p. 630 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 619.

§1. Objectifs poursuivis

La création de ces comités poursuit un objectif de professionnalisation ainsi que d'objectivation de l'administration des sociétés « *afin de sauvegarder la confiance des investisseurs ainsi qu'un fonctionnement correct du marché des capitaux* »³⁰⁸. Effectivement, compte tenu de l'internationalisation des marchés financiers, tant les investisseurs institutionnels que les fonds d'investissements ont davantage de possibilités d'investissements et leurs préférences porteront sur des entreprises administrées selon les règles de la *corporate governance*³⁰⁹.

§2. Origine

Les comités spécialisés trouvent leur origine dans les recommandations de *corporate governance*³¹⁰. Comme le révèle l'article 4.1 du Code 2020, « *le conseil établit des comités spécialisés afin de l'orienter à propos de décisions à prendre, d'assurer au conseil que certains problèmes ont été traités correctement, et si nécessaire, de porter certains problèmes à l'attention du conseil* ». En outre, et comme nous le verrons *infra*, deux des comités (le comité d'audit et le comité de rémunération) ont été rendus légalement obligatoires dans les sociétés cotées³¹¹. On prend ainsi acte du passage de la *soft law* au *hard law* pour toutes les matières appréciées par le législateur comme relevant de l'intérêt général³¹².

§3. Nature du pouvoir

En principe, les pouvoirs reconnus aux comités dits « consultatifs » établis pour épauler le conseil d'administration ne sont pas des pouvoirs de décision mais bien de recommandation³¹³.

³⁰⁸ Projet de loi modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisitions, Rapport fait au nom de la commission chargée des problèmes de droit commercial et économique, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2001-2002, n°50-1211/014, p. 6.

³⁰⁹ C. NAESSENS et F. SAELENS, « Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische Corporate Governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief : een stand van zaken », *Oriëntatie*, 2006, p. 120 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 620.

³¹⁰ Disposition 4.3 du Code 2020.

³¹¹ Ceci est prévu aux art. 7:99 et 7:100 du CSA pour la structure moniste et aux art. 7:119 et 7:120 du CSA pour la structure dualiste.

³¹² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^e siècle », *op.cit.*, p. 72. La matière de la rémunération des dirigeants et la mixité des genres dans la composition du conseil d'administration en fournissent d'ailleurs d'autres exemples.

³¹³ A l'exception du pouvoir du comité d'audit de déroger à la règle du « *one to one* » prévue à l'art. 3:64, § 4 du CSA. Voy. J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 620.

En effet, ces comités se développent au sein « du conseil » et leurs missions s'exercent « *sans préjudice des missions légales du conseil d'administration/conseil de surveillance* »³¹⁴. Ils ont un devoir de reddition de compte au conseil d'administration, dans le cadre d'un système moniste, ou au conseil de surveillance, dans le cadre d'un système dual³¹⁵.

Dans ce cadre, le conseil est le seul habilité à décider. Toujours est-il qu'il est évident que si ce dernier refuse d'entériner les propositions de ces comités de manière répétée, leurs crédibilités seraient atteintes, allant ainsi à l'encontre du dessein poursuivi par leur création³¹⁶.

§4. Typologie des comités

L'assistance apportée au conseil d'administration existe spécialement en ce qui concerne l'élaboration des comptes effectuée par le comité d'audit (A), la politique de rémunération pensée par le comité de rémunération (B) et la politique de recrutement assurée par le comité de nomination (C).

Notons à cet égard que le CSA agence la composition et les missions du comité de rémunération et du comité d'audit, abstraction faite du comité de nomination³¹⁷.

A. Le comité d'audit

a. Rôle et objectifs

Au sein des comités spécialisés, le comité d'audit est celui qui joue le rôle le plus considérable dans le cadre du « *contrôle de la qualité de ses comptes et de la régularité du fonctionnement de la société* »³¹⁸.

Son instauration a été prescrite dans le monde entier de manière à lutter contre les dérives et scandales financiers consécutifs à une mauvaise « gouvernance », en d'autres termes dans la

³¹⁴ Visé aux art. 7:99, § 4 et 7:100, § 5 du CSA pour la structure moniste et aux art. 7:119, § 4 et 7:120, §5 du CSA pour la structure dualiste.

³¹⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 620.

³¹⁶ G. KEUTGEN, « Propos sur la "Corporate Governance" en Belgique », *op.cit.*, p. 557.

³¹⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 620.

³¹⁸ *Ibid.*

plupart des cas, « *des dirigeants dépourvus d'esprit critique et de l'indépendance de jugement que le comité d'audit est censé incarner* »³¹⁹.

En Belgique, il fut vivement préconisé par la Commission bancaire et financière³²⁰. En effet, il fut élaboré en réponse aux réflexions sur la gouvernance d'entreprise qui ont tenté d'expliquer l'inefficacité relative de la structure moniste d'administration de la société, au sein de laquelle le conseil d'administration cumulait les fonctions exécutives et de surveillance³²¹. Son rôle vise ainsi à « *faciliter l'exercice effectif de la surveillance par le conseil d'administration* »³²².

b. Champ d'application

En vertu de l'article 7:99, § 1^{er} du CSA, lorsqu'une société a opté pour une structure moniste et que cette dernière est cotée ou d'intérêt public, elle doit constituer un comité d'audit au sein de son conseil d'administration. En cas de structure duale, le comité d'audit devra être constitué au sein du conseil de surveillance, aux termes de l'article 7:119, § 1^{er} du CSA. Une exemption au caractère obligatoire existe pour les « petites » sociétés cotées³²³.

Pour les sociétés anonymes non cotées, cela reste toutefois une faculté et non une obligation³²⁴.

c. Composition

À l'intérieur d'une structure moniste, seuls des membres « non-exécutifs » du conseil d'administration auront la possibilité de siéger dans le comité d'audit³²⁵. Toutefois, dans une structure dualiste, le code passe outre cette précision puisque le comité d'audit est formé de membres du conseil de surveillance qui sont, *a priori*, d'ores et déjà des administrateurs « non-exécutifs »³²⁶. Par ailleurs, au moins un des membres du comité d'audit devra être

³¹⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 620.

³²⁰ Commission bancaire et financière, *Rapport annuel 1991*, pp. 25-27 ; Commission bancaire, *Rapport annuel 1983-1984*, pp. 25-28.

³²¹ Voir *Supra*. Partie III, Chapitre I, Section III.

³²² M. VANDER HAEGEN, « Les organes de décision dans les entreprises bancaires et la gouvernance d'entreprise », *J.T.*, 2009, p. 473.

³²³ Visé aux art. 7:99, §§ 3 et 8, et 7:119, §§ 3 et 8 du CSA. Voy. également J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op. cit.*, p. 621.

³²⁴ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 277.

³²⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 622.

³²⁶ *Ibid.*

indépendant³²⁷.

De surcroît, le Code 2020 recommande, en son article 4.3, que le comité d'audit soit composé d'au moins trois administrateurs afin de garantir une délibération efficace et éviter tout blocages³²⁸.

d. Compétence

Le CSA exige que le comité d'audit comprenne au moins un membre qualifié en matière de comptabilité et d'audit³²⁹, sans qu'il soit nécessaire que cet administrateur soit automatiquement l'administrateur indépendant³³⁰. Ce membre compétent a l'obligation d'être détenteur d'un diplôme d'enseignement supérieur en matière économique ou financière ou encore d'une expérience professionnelle convenable dans ce domaine³³¹.

D'autre part, conformément aux articles 7:99, §2 et 7:119, §2 du CSA, les membres du comité d'audit sont tenus de disposer d'une « *compétence collective dans le domaine d'activité de la société contrôlée* ». Cela implique qu'ils sont présumés comprendre les affaires de la société, ceci étant primordial pour l'exercice de leur fonction³³².

e. Missions

Le comité d'audit a une mission de surveillance de la régularité des informations comptables de la société, cela malgré qu'il soit composé uniquement d'administrateurs non-exécutifs³³³. Les tâches qui lui sont déléguées consistent avant tout en l'exercice d'un « suivi » ou, pour utiliser le terme de la doctrine néerlandaise, d'un « *monitoring* »³³⁴. Ainsi, il s'occupe du suivi du processus d'élaboration de l'information financière occasionnelle publiée par la société ; du contrôle interne et de la gestion des risques ; du contrôle légal des comptes annuels

³²⁷ Visé à l'art. 7:99 § 2, et 7:119, § 2 du CSA.

³²⁸ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 281.

³²⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 622.

³³⁰ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 283.

³³¹ I. DE POORTER, « De versterking van de rol van het auditcomité – wetgevend kader, samenstelling, statuut en benoemingsprocedure van de commissaris », in ICCI (éd.), *Réforme européenne de l'audit et son implémentation en Belgique*, Anvers, Maklu, 2016, pp. 132-133.

³³² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 622.

³³³ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 284.

³³⁴ Chr. VAN DER ELST et I. DE POORTER, « Upgrading corporate governance : auditcomités in het wetboek van Vennootschappen », *T.R.V.*, 2009, p. 409.

et du contrôle de l'indépendance du commissaire³³⁵.

B. Le comité de rémunération

a. Champ d'application

Si toute société anonyme a la possibilité d'établir un comité de rémunération au sein de son conseil d'administration, seules les sociétés cotées ont l'obligation d'en constituer un légalement³³⁶.

Les articles 7:100, §1^{er} et 7:120, §1^{er} du CSA prévoient la constitution de ce comité au sein du conseil d'administration dans une structure moniste ou au sein du conseil de surveillance dans une structure duale³³⁷. Toutefois, une exception au caractère obligatoire existe pour les « petites » sociétés cotées³³⁸.

Nous pourrions nous interroger sur la différence de champ d'application avec le comité d'audit, qui concerne tant les sociétés que les entités d'intérêt public alors que le comité de rémunération n'est obligatoire que dans les sociétés cotées. La discordance est, à cet égard, intrigante.

b. Composition

En accord avec l'article 7:100 du CSA, il est prévu que le comité de rémunération est formé de membres non-exécutifs³³⁹ du conseil d'administration, lequel devra être composé d'une majorité d'administrateurs indépendants³⁴⁰. Au sein d'un système dual, le comité de rémunération est constitué d'une majorité de membres indépendants du conseil de surveillance, à l'instar de ce que prévoit l'article 7:120 du CSA³⁴¹.

Il apparaît dès lors qu'afin d'éviter toutes situations de blocages, il est nécessaire que le comité

³³⁵ Voy. les art. 7:99, §4 et 7:119, §4 du CSA. En outre, pour des explications plus étendues sur les missions du comité d'audit, voy. Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, pp. 284-288.

³³⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 626.

³³⁷ *Ibid.*, p. 622 ; Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 290.

³³⁸ Visé à l'art. 7:100, § 4 du CSA. Voy. également *Ibid.*, p. 626.

³³⁹ Voir *Supra*. Partie III, Chapitre II, Section I, §1.

³⁴⁰ D. SZAFRAN, « Gouvernance et communication financière des sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2017, pp. 246-247 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 627.

³⁴¹ *Ibid.*, p. 627.

de rémunération soit formé d'au moins deux administrateurs³⁴². Au demeurant, le Code 2020 dispose, en son article 4.3, que ce comité doit comprendre au moins trois membres³⁴³.

A cet égard, la posture du législateur belge peut être critiquée en ce qu'il exige du comité de rémunération d'être constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants alors que, paradoxalement, le comité d'audit, dont le rôle semble tout aussi important, peut se contenter d'un « indépendant »³⁴⁴.

c. Compétence

Le Code 2020 exige que le comité de rémunération (en ce compris, les administrateurs indépendants) soit « *compétent en matière de politique de rémunération* »³⁴⁵.

d. Missions

Conformément aux articles 7:100, §5 et 7:120, §5 du CSA, le comité de rémunération est essentiellement compétent dans le cadre de deux missions.

D'une part, il effectue des propositions au conseil sur la politique de rémunération des administrateurs, des autres dirigeants au sens de l'article 3:6, 63, dernier alinéa du CSA, ainsi que des délégués à la gestion journalière de même que sur la rémunération individuelles de ces derniers³⁴⁶. Il a, dans ce cadre, pour mission de vérifier que cette politique est cohérente avec le cadre général des rémunérations de la société³⁴⁷. Cette dernière doit être élaborée « *pour attirer, récompenser et retenir les talents nécessaires, promouvoir la réalisation d'objectifs stratégiques conformes au niveau de risque accepté par la société et favoriser la création de valeur durable* »³⁴⁸.

D'autre part, il élabore le rapport de rémunération que le conseil d'administration ou le conseil

³⁴² T. L'HOMME et L. CULOT, « L'encadrement de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2011, p. 290.

³⁴³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 627.

³⁴⁴ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, pp. 282-283.

³⁴⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 627.

³⁴⁶ Y. DE CORDT, *Société anonyme, op.cit.*, p. 293.

³⁴⁷ Disposition 7.2 du Code 2022.

³⁴⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés, op.cit.*, p. 485.

de surveillance propose à l'assemblée générale, tout en le joignant à la déclaration de gouvernement d'entreprise inclus dans le rapport de gestion³⁴⁹.

Il convient de considérer que le comité de rémunération remplit un rôle parallèlement prospectif, en ce qu'il a l'obligation d'élaborer une politique de rémunération « *cohérente, efficace et propre à motiver l'ensemble de l'équipe dirigeante de la société* », et rétrospectif, dès lors qu'un tronçon important du rapport de rémunération se rapporte à l'exercice social écoulé³⁵⁰.

C. Le comité de nomination

Le comité de nomination est majoritairement constitué d'administrateurs non-exécutifs et indépendants³⁵¹. Il est essentiellement responsable de formuler au conseil d'administration (dans une structure moniste) ou au conseil de surveillance (dans une structure dualiste) des recommandations portant sur la nomination de futurs administrateurs et, éventuellement, de certains cadres importants³⁵². Il appartiendra ensuite au conseil de soumettre les propositions finales à l'assemblée générale, conformément à la disposition 5.2 du Code 2020³⁵³.

Chapitre III. Les obligations de transparence étendues des sociétés cotées

Le droit ne s'accommode pas d'ordonnancer les différents pouvoirs au sein des sociétés cotées, il leur attribue également, tant en droit des sociétés qu'en droit financier, des obligations d'informations bien plus conséquentes que celles qui s'appliquent aux sociétés anonymes non cotées³⁵⁴.

En effet, une société cotée a cela de particulier qu'elle compte d'innombrables actionnaires et cela engendre, évidemment, des conséquences. De fait, en vue de veiller au respect des codes

³⁴⁹ Voir *Infra*. Partie III, Chapitre III, Section I, §1.

³⁵⁰ T. L'HOMME et L. CULOT, « L'encadrement de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 292 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 626.

³⁵¹ *Ibid.*, p. 628.

³⁵² Y. DE CORDT, *Société anonyme*, *op.cit.*, p. 294.

³⁵³ E. WYMEERSCH, « Application de techniques de "Corporate Governance" dans les sociétés cotées belge », note sous Comm. Bruxelles, 21 décembre 1998, *R.D.C.*, 2000, pp. 407-408.

³⁵⁴ Ph. LAMBRECHT, « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d'entreprise », in *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable* (sous la dir. de Th. TILQUIN et al.), 1^{er} éd., Bruxelles, Larcier, 2021, p. 25.

de gouvernance et, en conséquence, de leurs intérêts, les actionnaires et les investisseurs sont prêts à participer au contrôle de la gestion des sociétés dans lesquelles ces derniers investissent³⁵⁵. Pour arriver à ce résultat, ils ont essentiellement besoin d'assez d'informations et de moyens d'exercer leur surveillance, la transparence étant le fondement de la confiance nécessaire entre toute société et les agents concernés par son activité³⁵⁶.

Dans cette perspective, la *corporate governance* préconise la communication de l'information fiable des actionnaires, qu'elle soit financière, patrimoniale, politique ou encore comptable³⁵⁷ et participe, de cette manière, au développement de la gouvernance de nos sociétés cotées³⁵⁸.

Nous aborderons, dans un premier temps, la question de l'importance croissante donnée au contrôle des comptes, ce qu'on appelle plus communément le *reporting* (Section I) ainsi que, dans un deuxième temps, la question de l'engagement des actionnaires à long terme et de l'information des investisseurs (Section II).

Section I. Les obligations d'information : le *reporting*

L'obligation de *reporting* à laquelle toutes les sociétés cotées sont soumises est une obligation qui semble être consacrée tant en droit des sociétés qu'en droit financier.

En effet, on observe que dans le cadre du renforcement des exigences en matière de gouvernance d'entreprise, les sociétés cotées doivent, d'une part, fournir un rapport de gestion qui contient un certain nombre d'informations financières et non-financières en vertu du CSA (§1). D'autre part, elles doivent également respecter les obligations complémentaires établies par le droit financier (§2). À titre d'exemples, nous pouvons citer l'obligation de communiquer « *toute information nécessaire à la transparence, l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés* » (A), de publier « *des informations concernant les participations importantes* » (B) ou encore « *des informations liées aux abus de marché* » (C).

³⁵⁵ Y. DE CORDT, « Les lignes de force », *op.cit.*, p. 17.

³⁵⁶ *Ibid.*

³⁵⁷ *Ibid.*

³⁵⁸ D. ZAFRAN, « Les sociétés cotées », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, pp. 399-421 ; Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », *op.cit.*, pp. 585-615.

§1. En droit des sociétés

A. Rapport de gestion

Dans toutes les sociétés cotées, l'organe d'administration doit établir, en plus des comptes annuels, un rapport dans lequel il rend compte de sa gestion, en vertu de l'article 3:5 du CSA³⁵⁹. Ce rapport doit contenir les informations générales contenues à l'article 3:6, § 1^{er} du CSA³⁶⁰.

B. Déclaration de gouvernement d'entreprise

En deuxième lieu, ce rapport doit contenir pour les sociétés cotées, en vertu de l'article 3:6, § 2 du CSA, une déclaration de gouvernement d'entreprise établie conformément au principe « *comply or explain* »³⁶¹. Son contenu est déterminé par l'article 3:6, § 2 et § 3 du CSA et par le Code 2020³⁶². Ainsi, cette déclaration doit mentionner « *la désignation du code de gouvernement d'entreprise que la société applique* »³⁶³ et « *pour autant que la société n'applique pas intégralement le code de gouvernement d'entreprise [...] une indication des parties du code [...] auxquelles elle déroge et les raisons fondées de cette dérogation* »³⁶⁴.

On y retrouve également des informations, en application de l'article 3:6, § 2, alinéa 1^{er}, 3^o à 8^o du CSA, sur les principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques de la société dans le cadre du processus d'établissement de l'information financière, les éléments relatifs à la publicité des participations importantes dans la société, la composition et le mode de fonctionnement des organes d'administration et de leurs comités, une description de la politique de diversité et de ses objectifs, de sa mise en œuvre et de ses résultats, une liste d'informations importantes pouvant avoir une incidence en cas d'offre publique d'acquisition, ainsi que diverses informations prévues à l'article 74, § 7, de la loi du 1^{er} avril 2007 relative

³⁵⁹ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », *op.cit.*, p. 592.

³⁶⁰ E. POTTIER, T. L'HOMME, L.-Y. TU et G. VISEUR, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op.cit.*, p. 1057 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, pp. 400-401.

³⁶¹ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 305 ; A. AUTENNE et R. AYDOGDU, « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La “corporate governance”, entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », *op.cit.*, pp. 157 et s.

³⁶² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 402.

³⁶³ Visé à l'art. 3:6, § 2, al. 1^{er}, 1^o du CSA.

³⁶⁴ Visé à l'art. 3:6, § 2, al. 1^{er}, 2^o du CSA.

aux offres publiques d'acquisition³⁶⁵.

C. Rapport de rémunération, rapport sur les informations non financières et rapport sur les paiements aux gouvernements

A cette déclaration, s'ajoute un rapport de rémunération³⁶⁶, tel que visé à l'article 3:6, § 3 du CSA, préparé par le comité de rémunération³⁶⁷. Ce dernier sera accompagné d'une déclaration non financière relative au moins aux questions sociales et environnementales et aux thèmes du personnel, du respect des droits de l'homme et de la lutte contre la corruption tel que prévu par l'article 3:6, § 4 du CSA³⁶⁸, celles-ci étant souvent appréhendées sous le vocable d'« informations non-financières »³⁶⁹. Dans cette perspective, les grandes sociétés cotées font rapport de leurs activités en termes de responsabilité sociétale³⁷⁰.

À ces informations non financières se greffe également, pour les entreprises cotées actives dans certains secteurs économiques³⁷¹, le rapport sur les paiements au gouvernement imposé par les articles 3:7 et 3:8 du CSA³⁷². Ce dernier est censé déclarer les paiements effectués au profit des gouvernements dans les pays où ces sociétés exercent leurs activités³⁷³.

§2. En droit financier

Toutefois, les obligations de *reporting* des sociétés cotées ne se cantonnent pas au CSA³⁷⁴.

³⁶⁵ Ph. LAMBRECHT, « La gouvernance des sociétés cotées », *op.cit.*, p. 346.

³⁶⁶ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 306.

³⁶⁷ Voir *Supra*. Titre III, Chapitre II, Section II, § 4, B.

³⁶⁸ Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », *op.cit.*, p. 593 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 93 ; E. POTTIER, « Le rôle de l'actionnaire dans la société anonyme », in *Liber amicorum Xavier Dieux*, 1^{re} éd., Bruxelles, Larcier, 2022, p. 435.

³⁶⁹ Voy. à cet égard J.-M. GOLLIER, « Publications d'informations non financières – Commentaire de la loi du 3 septembre 2017 », *J.T.*, 2018, pp. 241 et s. ; A. COIBION et J. FILBICHE, « La publication d'informations non financières et le rôle des organes sociaux des sociétés belges », in *Les instruments de droits des sociétés et de droit financier de l'économie durable*, Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 61 et s. ; D. SZAFRAN, « Les informations non financières dans le rapport annuel et le rôle des administrateurs en matière de développement durable », *R.P.S.-T.R.V.*, 2018, pp. 176 et s. ; E. COBBAUT, « La loi du 3 septembre 2017 relative à la publication d'informations non financières : une mise en perspective », *T.S.R.-R.D.S.*, 2018, pp. 399 et s.

³⁷⁰ J.-M. GOLLIER, *Responsabilité sociétale de l'entreprise – Le droit dans la transition*, Limal, Anthemis, 2018, p. 64.

³⁷¹ C'est le cas, notamment, lorsque une société cotée est active dans les industries extractives ou dans l'exploitation des forêts primaires.

³⁷² M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 307.

³⁷³ Ph. LAMBRECHT, « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d'entreprise », *op.cit.*, p. 51.

³⁷⁴ *Ibid.*, p. 50.

D'autres dispositions légales astreignent les sociétés cotées à faire rapport au sujet d'informations financières ou non les concernant³⁷⁵. Au reste, la régulation financière est souvent étiquetée de régulation de l'information qui doit être transmise aux investisseurs dans le but de prendre leurs décisions avec raison et justesse³⁷⁶.

Parmi ces dispositions, nous citerons les points suivants, sans vouloir prétendre à l'exhaustivité.

A. Mise à disposition de toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés

L'article 10, § 2 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers renferme la base légale qui a consenti à l'adoption de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé³⁷⁷. L'article 5 de cet arrêté royal somme les sociétés cotées à procurer au public toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés³⁷⁸.

L'information transmise doit être fidèle, sincère et précise³⁷⁹. En outre, elle offre aux détenteurs de titres et au public la possibilité de jauger l'influence qu'elle a sur la situation, l'activité et les résultats de l'émetteur³⁸⁰. Par surcroît, la FSMA considère que, « *pour permettre cette appréciation, l'information ayant une influence sur la situation, l'activité et les résultats de l'émetteur contiendra logiquement une évaluation chiffrée de celle-ci* »³⁸¹.

En outre, cette réglementation inclut des dispositions spécifiques relatives à l'information périodique et l'information occasionnelle, ainsi que sur la publication, le stockage et la

³⁷⁵ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 273.

³⁷⁶ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 336.

³⁷⁷ A.R. du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007, p. 59672.

³⁷⁸ R. FELTKAMP, « Koninklijk besluit van 26 maart 2014 tot wijziging van het koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een geregelende markt », *R.D.C.-T.B.H.*, 2014, p. 718 ; I. LOPEZ MARTINEZ et J.-C. SNOY, « Sociétés cotées sur Euronext Brussels, Alternext et le marché libre : obligations légales et réglementaires d'information – ressemblances et dissemblances », *Cah. Jur.*, 2008, p. 37.

³⁷⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 1064.

³⁸⁰ *Ibid.*

³⁸¹ Circulaire FSMA_2012_01 du 11 janvier 2012 relative aux obligations incombant aux émetteurs cotés sur un marché réglementé (mise à jour du 12 juillet 2022), p. 8.

transmission de l'information concernée³⁸².

B. Publication des informations concernant les participations importantes

La loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans les émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé³⁸³ contient différentes obligations à destination des sociétés cotées. Les sociétés cotées ont la responsabilité, de fait, de divulguer toutes les informations contenues dans les notifications qui leur ont été faites par des détenteurs de participations importantes, cela au plus tard dans les trois jours de cotation qui suivent la réception de ces notifications³⁸⁴.

Cette obligation s'implante dans une logique de transparence³⁸⁵ et s'efforce à préserver l'efficience des marchés financiers tout en habilitant les investisseurs à accomplir leurs opérations sur titres sur un pied d'égalité quant aux informations de marché³⁸⁶. En effet, cette réglementation permet, en étant averti des actionnaires importants d'une société cotée, de mieux apprécier qui en a le contrôle effectif ainsi que d'anticiper les éventuels changements de contrôle³⁸⁷.

Notons toutefois que le droit des sociétés n'est pas muet sur les questions de transparence des sociétés anonymes. En effet, l'article 7:83 et 7:84 du CSA vise l'ensemble des sociétés non soumises au Titre II de la loi du 2 mai 2007.

C. Publications liées aux abus de marché

La réglementation relative aux abus de marché contient de nombreuses obligations ambitionnant à enrayer la commission d'abus de marché³⁸⁸.

³⁸² Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 274.

³⁸³ Loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 12 juin 2007, p. 31588. Ci-après la « loi du 2 mai 2007 » ou la « loi Transparence ».

³⁸⁴ Loi Transparence, art. 14, al. 1^{er}.

³⁸⁵ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 335.

³⁸⁶ B. FERON et M. BERLINGIN, « Les nouvelles obligations en matière de publicité des participations importantes », *Cah.jur.*, 2008, p. 62.

³⁸⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, *op.cit.*, p. 1075.

³⁸⁸ Pour des informations détaillées sur le sujet, voy. L. LEIGEN, « Le nouveau règlement Abus de Marché et ses conséquences pour les sociétés cotées belges », *R.P.S.-T.R.V.*, 2016, pp. 479-522 ; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME et M. BREDIMUS, « Les nouvelles règles en matière d'abus de marché », *R.D.C.-T.B.H.*, 2017, pp. 465-

Citons notamment, à cet égard, l'obligation de notification des ordres et transactions suspects³⁸⁹, l'obligation de notification pour le report de publication d'une information privilégiée³⁹⁰, les listes d'initiés³⁹¹, l'obligation de notification des transactions de dirigeants³⁹² ainsi que l'obligation de rendre immédiatement publique une information sensible détenue par une société³⁹³.

Section II. Entre droits des actionnaires et information des investisseurs : la Directive SRD II

Ainsi, les concepts de transparence et d'informations prennent une plus grande place dans notre ordre juridique, particulièrement en raison du développement grandissant du droit financier. Il met toutefois en relief que les objectifs de base que se fixe le droit financier (tels que la transparence et l'égalité) restent à ce point flous et indéterminés « *qu'ils prêtent à toutes sortes d'interprétation* »³⁹⁴ et s'inspirent largement du droit commun des sociétés.

En réalité, l'appel à la transparence se fait de plus en plus pressant dans le monde économique³⁹⁵. On observe une exigence d'informations de la part des sociétés de plus en plus forte vis-à-vis tant des actionnaires et des investisseurs que des analystes financiers et du grand public. Toutefois, « *il ne s'agit pas des informations brutes, mais des informations significatives sur la manière dont la société se définit et remplit son rôle dans la société* »³⁹⁶. Dans ces conditions, les sociétés cotées de grande taille se rendent compte de la nécessité d'une réflexion basée sur une vision long-termiste, prenant en compte des structures internes de gestion et de prise de décision les plus adaptées possible aux sociétés concernées³⁹⁷.

507 ; M. BERLINGIN, « Développements récents en matière d'abus de marché », in *Évolutions récentes en droit financier* (sous la dir. de X. DIEUX), Bruxelles, Bruylant, 2015, pp. 81-124.

³⁸⁹ Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173, art. 16. Ci-après « Règlement relatifs aux abus de marché ».

³⁹⁰ Règlement relatif aux abus de marché, art. 17.

³⁹¹ Règlement relatif aux abus de marché, art. 18.

³⁹² Règlement relatif aux abus de marché, art. 19.

³⁹³ Circulaire FSMA_2016_08 du 18 mai 2016 relative aux abus de marché – Instructions pratiques et orientations de l'ESMA (mise à jour du 21 février 2017).

³⁹⁴ X. DIEUX, « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou produit financier ? », *op.cit.*, p. 644.

³⁹⁵ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 285.

³⁹⁶ *Ibid.*

³⁹⁷ *Ibid.*

Ainsi, outre l'obligation de *reporting* abordée précédemment, la gouvernance des entreprises nécessite d'analyser largement la question des droits des actionnaires et de l'information des investisseurs, notamment sous l'angle de la directive SRD II³⁹⁸ et de sa transposition dans le droit belge par la loi du 28 avril 2020³⁹⁹.

§1. Les ambitions de la directive SRD II

La directive SRD II naît dans le cadre d'un constat : les actionnaires soutiennent souvent une prise de risque à court terme excessive. Dans ce contexte, la Commission européenne a estimé que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivaient pas suffisamment les sociétés détenues, ne s'y engageaient pas assez et étaient trop centrés sur les rendements à court terme⁴⁰⁰, « *ce qui peut conduire à une gouvernance d'entreprise et des performances sous-optimales* »⁴⁰¹.

Sur la base de ces observations, la Commission européenne a révélé plusieurs initiatives dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, principalement aux fins d'encourager l'engagement à long terme des actionnaires et d'accroître la transparence entre les sociétés et les investisseurs⁴⁰².

§2. Les apports de la directive SRD II en matière de gouvernance d'entreprise

Dans cette perspective, nous aborderons 4 axes centraux de la Directive SRD II que nous estimons pertinents dans un contexte plus large de *corporate governance* et plus précisément, de transparence.

³⁹⁸ Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *J.O.U.E.*, 20 mai 2017, L 132. Ci-après « Directive SRD II » ou « Directive Droits des actionnaires II ».

³⁹⁹ Loi du 28 avril 2020 transposant la directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et portant des dispositions diverses en matière de sociétés et d'associations, *M.B.*, 6 mai 2020, p. 30488. Voy. également M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 346.

⁴⁰⁰ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 346.

⁴⁰¹ Directive SRD II, Considérant (2). Voy. également Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 276.

⁴⁰² Directive SRD II, Considérant (3).

Notons que l'ensemble de ces nouveautés ont été intégrées dans la directive Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées⁴⁰³.

A. Premier axe – L'identification des actionnaires dans les sociétés cotées

Premièrement, la directive démontre que l'identification des actionnaires semble indispensable pour établir un dialogue efficace et direct entre ces derniers et les sociétés⁴⁰⁴.

Ce constat découle d'une observation pratique : les actions de sociétés cotées sont souvent détenues au travers de chaînes d'intermédiaires complexes, ce qui complique l'exercice des droits des actionnaires⁴⁰⁵. Cela constitue un obstacle à l'engagement des actionnaires puisque, souvent, les grandes sociétés sont incapables d'identifier leurs actionnaires⁴⁰⁶. L'absence de la possibilité d'identification de ces derniers est pourtant indispensable afin d'entamer un dialogue actionnarial efficace⁴⁰⁷, notamment afin de déterminer la manière dont les investisseurs perçoivent les perspectives de la société et les opinions de ces derniers sur les décisions qui seront soumises aux assemblées générales⁴⁰⁸.

Partant de ce constat, la directive SRD II déclenche, dans le chef des sociétés qui ont leur siège statutaire en Belgique et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre, le droit de requérir l'identification de ses actionnaires auprès des intermédiaires (à savoir, les banques, les entreprises d'investissement et Euroclear)⁴⁰⁹, ceci dans l'objectif d'aplanir l'exercice des droits des actionnaires et de favoriser l'engagement de ceux-ci⁴¹⁰.

⁴⁰³ Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *J.O.U.E.*, 14 juillet 2007, L 184. Ci-après « Directive SRD I » ou « Directive Droits des actionnaires I ».

⁴⁰⁴ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 276.

⁴⁰⁵ P. DE PAUW et D. VAN GERVEN, « L'identification des actionnaires des sociétés cotées et le rôle des intermédiaires financiers », *R.D.C.-T.B.H.*, 2020, pp. 591-602.

⁴⁰⁶ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 277.

⁴⁰⁷ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 354.

⁴⁰⁸ T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », in *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable* (sous la dir. de Th. TILQUIN et al.), 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 167-168.

⁴⁰⁹ *Ibid.*, p. 172 et tel que transposé dans la Loi du 2 mai 2007 précitée, art. 29/1.

⁴¹⁰ M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 346.

Cette possibilité a été transposée en droit belge par une modification de la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses⁴¹¹. Cela implique que les sociétés cotées pourront exiger des intermédiaires de leur transmettre sans retard les informations habilitant à établir l'identité des actionnaires⁴¹². On pense, notamment, à leur nom et leurs coordonnées, le nombre d'actions détenues et, le cas échéant, la date depuis laquelle les actions ont été obtenues⁴¹³.

Toutefois, cette faculté peut comporter quelques difficultés en pratique. De fait, l'émetteur aura l'obligation d'instaurer des canaux de communication sécurisés⁴¹⁴. En outre, il est possible que plusieurs centaines d'intermédiaires puissent se dresser entre la société et ses actionnaires, ce qui rend le dialogue des plus compliqué. Enfin, cela soulève la problématique de la conservation et des traitements des données à caractère personnel⁴¹⁵ (conformément au règlement (UE) n°2016/679 sur la protection des données) ainsi que celle de la confidentialité des informations à laquelle les intermédiaires sont tenus⁴¹⁶. Pour ces raisons, la loi habilite la société à demander au dépositaire central de titres ou à un autre intermédiaire ou prestataire de services de récolter les informations concernant l'identité des actionnaires et de porter ces informations à la connaissance de la société⁴¹⁷.

B. Deuxième axe – La facilitation de l'exercice des droits des actionnaires

Deuxièmement, la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires est spécifiquement permise par l'existence de réglementation relative à l'identification des actionnaires par les intermédiaires des sociétés.

⁴¹¹ Voir *Supra*. Partie III, Chapitre III, Section I, §2, B. Voy. également Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 277.

⁴¹² T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, p. 174.

⁴¹³ Tel que transposé dans la Loi du 2 mai 2007 précitée, art. 29/3, §1^{er}. Voy. également M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op.cit.*, p. 354.

⁴¹⁴ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 278.

⁴¹⁵ *Ibid.* et tel que transposé dans la Loi du 2 mai 2007 précitée, art. 29/3, §2.

⁴¹⁶ Tel que transposé dans la Loi du 2 mai 2007 précitée, art. 29/3, §3.

⁴¹⁷ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 278. Voy. également la Loi du 2 mai 2007 précitée, art. 29/3, §1^{er}, al. 3.

a. Information des actionnaires

Ainsi, le nouvel article 29/4, §1^{er} de la loi du 2 mai 2007 prévoit une obligation de transmission des informations tant aux actionnaires qu'à la société cotée par les intermédiaires⁴¹⁸. Les informations qui doivent être communiquées à l'actionnaire sont, selon l'article 29/4, §1^{er}, al. 1, 1^o de la loi du 2 mai 2007, les informations que « *la société est tenue de fournir à l'actionnaire, pour permettre à celui-ci d'exercer les droits découlant de ses actions, et qui sont adressées à tous les détenteurs d'actions de cette classe* »⁴¹⁹.

b. Exercice du droit de vote

Notons toutefois que ces obligations de facilitation ne se limitent pas à une simple transmission d'informations, mais qu'il s'agit également de simplifier la participation aux assemblées générales et les votes pendant ces dernières⁴²⁰. On peut se référer à cet égard à l'article 29/5 de la loi du 2 mai 2007 précitée, qui tend à faciliter l'exercice du droit de vote⁴²¹.

c. Confirmation du vote

En outre, la directive nous offre un exemple parlant de facilitation de l'exercice des droits des actionnaires puisqu'elle autorise ces derniers à participer à distance aux votes, en simplifiant l'exercice du droit de vote électronique⁴²². Cette possibilité fut ensuite transposée en droit belge, par le biais de l'article 7:146, §5 du CSA. Celui-ci contraint la société à envoyer à l'actionnaire une confirmation électronique de réception des votes quand ceux-ci sont exprimés sous forme électronique⁴²³. En outre, l'actionnaire ou un tiers désigné par lui pourra requérir une confirmation que son vote a valablement été enregistré et comptabilisé par la société⁴²⁴, sauf si cette information est à disposition conformément à l'article 7:145, §5, al. 2 du CSA. Cette

⁴¹⁸ Y. DE CORDT, *Société anonyme*, *op.cit.*, p. 455.

⁴¹⁹ Voy. la Circulaire FSMA_2012_01 du 11 janvier 2012 relative aux obligations incombant aux émetteurs cotés sur un marché réglementé (mise à jour du 12 juillet 2022), pp. 9-10. Voy. également T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, p. 177.

⁴²⁰ V. SIMONART, « Les modifications du Code des sociétés et des associations par la loi du 28 avril 2020 », *J.T.*, 2020, pp. 645 et s.

⁴²¹ T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, pp. 178-179.

⁴²² Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 278.

⁴²³ *Ibid.*, p. 279.

⁴²⁴ *Ibid.*

requête devra être introduite dans les trois mois à compter de la date du vote exprimé lors de l'assemblée générale.

C. Troisième axe – L'implication directe des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise

Troisièmement, l'implication plus large des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise constitue, selon le législateur européen, « *l'une des pierres angulaires du modèle de gouvernance des sociétés cotées* »⁴²⁵ qui s'appuie sur un équilibre des pouvoirs entre différents organes, mais également différents *stakeholders*⁴²⁶.

À titre d'exemple, on encourage la participation des actionnaires à la vie de l'entreprise en leur donnant le pouvoir d'influencer la rémunération des dirigeants (selon le principe « *say on pay* »). En effet, la transparence en matière de rémunération des dirigeants est accrue et les actionnaires ont désormais un vote contraignant sur la politique de rémunération, distincte du rapport de rémunération compris dans le rapport de gestion⁴²⁷. Cela doit se faire avant chacune de ses mises en œuvre (*ex ante*) et, quoi qu'il en soit, au moins tous les quatre ans⁴²⁸.

Toutefois, en ce qui concerne le rapport de rémunération, dont l'approbation (*ex-post*) par l'assemblée générale est consultative⁴²⁹, le législateur a souhaité affermir les exigences en matière de transparence en précisant le contenu de ce rapport⁴³⁰. À titre d'illustration, il a prévu que tant les administrateurs que les délégués à la gestion journalière devront divulguer leur rémunération sur une base individuelle, alors que les autres dirigeants pourront le faire de manière globale⁴³¹. En outre, le rapport de rémunération incorporera par ailleurs une explication de la manière dont la rémunération totale respecte la politique de rémunération adoptée, ainsi que la manière dont elle concourt aux performances à long terme de la société⁴³².

⁴²⁵ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 279.

⁴²⁶ Directive SRD II, Considérant (14).

⁴²⁷ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 279.

⁴²⁸ Visé à l'art. 7:89/1 du CSA.

⁴²⁹ Visé à l'art. 7:149, dernier al. du CSA.

⁴³⁰ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 281.

⁴³¹ Visé à l'art. 3:6, §3 du CSA. Voy. E. POTTIER, « Le rôle de l'actionnaire dans la société anonyme », *op.cit.*, p. 434 ; T. DOUILLET, « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *R.D.S.-T.S.R.*, 2020, pp. 617 et s.

⁴³² Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 281.

D. Quatrième axe – Le dialogue avec les investisseurs institutionnels

Quatrièmement, un dialogue accru avec les investisseurs institutionnels est imposé, illustrant parfaitement l'articulation du *soft law* et du *hard law* en matière de gouvernance d'entreprise. C'est particulièrement cet axe qui met en lumière la relation entre droit des sociétés et droit financier. En effet, on constate que les longues chaînes d'intermédiaires au travers desquelles les actionnaires détiennent souvent leurs actions ou exercent leurs droits constituent parfois une entrave à l'engagement à long terme des actionnaires⁴³³.

Dans cette optique, la directive somme les investisseurs institutionnels⁴³⁴, gestionnaires d'actifs⁴³⁵ et conseillers en vote, tous actionnaires importants des sociétés cotées⁴³⁶, (i) de concevoir une politique d'engagement, (ii) de rendre publique cette dernière et (iii) de créer un rapport annuel sur la manière dont leur politique d'engagement a été mise en œuvre⁴³⁷.

Cette politique d'engagement a comme objectif de décrire la manière dont l'institution concernée incorpore l'engagement actionnarial dans sa stratégie d'investissement⁴³⁸. Le législateur européen s'est inspiré, à cet effet, des pratiques de gouvernance d'entreprise populaires en Europe⁴³⁹ en empruntant, également, à la *soft law* le principe de « *comply or explain* » qui caractérise notamment l'application du Code 2020⁴⁴⁰. En effet, si ces investisseurs se permettent des dérogations aux exigences relatives à la politique d'engagement, ils devront s'en justifier⁴⁴¹.

Cette obligation de transparence « *démontre que la création de valeur durable n'est ni l'apanage de la société ni de ses actionnaires, mais nécessite aussi une approche à moyen et à long terme de la part des intermédiaires* »⁴⁴². Pour cette raison, le législateur européen a estimé nécessaire que les investisseurs institutionnels rendent publique, chaque année, « *la manière*

⁴³³ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, pp. 281-282.

⁴³⁴ Tels que des entreprises d'assurance et des institutions de retraite professionnelles.

⁴³⁵ Tels que des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des gestionnaires d'organisme de placement collectif alternatifs.

⁴³⁶ T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, p. 182.

⁴³⁷ E. POTTIER, « Le rôle de l'actionnaire dans la société anonyme », *op.cit.*, p. 434 ; Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 282.

⁴³⁸ T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, p. 184.

⁴³⁹ *Ibid.*

⁴⁴⁰ Voir *Supra*. Partie I, Chapitre IV, Section II, §3, A.

⁴⁴¹ T. TILQUIN, « L'engagement à long terme des actionnaires », *op.cit.*, p. 184.

⁴⁴² Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 282.

dont les principaux éléments de leur stratégie d'investissement en actions sont compatibles avec le profil et la durée de leurs engagements et la manière dont ces éléments contribuent aux performances de leurs actifs à moyen et à long terme »⁴⁴³. Dès lors, ces derniers ont l'obligation de rendre publics divers éléments clés⁴⁴⁴ de l'accord conclu avec le gestionnaire d'actifs auxquels ils ont recours⁴⁴⁵. En Belgique, ces obligations ont été transposées par le biais de modifications apportées à diverses législations, sans se retrouver de manière groupée dans une loi⁴⁴⁶.

Ces mécanismes, en mettant en exergue les intérêts des bénéficiaires finaux, des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs ainsi que des sociétés détenues, permettent le développement de stratégies d'investissement à plus long terme et au développement de relations à plus long terme avec les sociétés détenues permettant l'engagement des actionnaires⁴⁴⁷.

⁴⁴³ Directive SRD II, Considérant (19).

⁴⁴⁴ A titre d'exemple, nous pouvons citer la manière dont le gestionnaire d'actifs est encouragé à aligner sa stratégie et ses décisions d'investissement sur le profil et la durée des engagements de l'investisseur institutionnel ou encore la publication d'un code de conduite et la communication aux clients de tout conflit d'intérêts susceptible de survenir dans le cadre des activités des conseillers en vote (art. 7 :146/1 et 7:146/2 du CSA).

⁴⁴⁵ P. DELLA FAILLE, « Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRD II) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires », *R.P.S.-T.R.V.*, 2019, pp. 868 et s. ; V. SIMONART, « La modification du Code des sociétés et des associations par la loi du 28 avril 2020 », *J.T.*, 2020, pp. 651 et s.

⁴⁴⁶ A titre d'exemple, nous pouvons citer la loi du 27 octobre 2006 relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle, *M.B.*, 10 novembre 2006, p. 60162 ou encore la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse, *M.B.*, 7 mai 2014, p. 36794. Voy. E. POTTIER, « Le rôle de l'actionnaire dans la société anonyme », *op.cit.*, p. 434.

⁴⁴⁷ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 282.

Conclusion

L'objectif de ce travail était de mesurer de quelle manière la doctrine de la gouvernance d'entreprise s'inscrit de plus en plus à la croisée du droit des sociétés et du droit financier. Il était aussi d'en situer et évaluer l'évolution au regard des développements les plus récents au cœur des sources légales belges, telles que le CSA et le Code de Gouvernance belge de 2020.

Après avoir tracé l'origine, le concept ainsi que les objectifs de la *corporate governance*, nous avons examiné la question de la production des normes qui s'y attachent et de leur application concrète dans les sociétés anonymes. Entre *soft law* et *hard law*, la *corporate governance* se présente en Belgique comme un instrument visant principalement à séduire les investisseurs, sans méconnaître la spécificité de l'actionnaire de référence et en ayant des égards aux *stakeholders*. Requis uniquement dans les sociétés cotées, elle est pourtant soumise à une sanction du marché – peut-être plus assassine qu'une sanction juridique – et permet aux entreprises qui la respectent de gagner un « label » de qualité auprès du public. Dans ce contexte, les forces des marchés financiers sont inarrêtables.

Dans cette perspective, la production des normes de *corporate governance* est le fruit d'une collaboration entre diverses instances. Le droit des sociétés a été d'abord conçu afin d'organiser et structurer les sociétés mais également de collaborer à leur efficience et à la meilleure allocation des ressources tout en suscitant la confiance des actionnaires et des investisseurs et en veillant à la compétitivité du système économique⁴⁴⁸. Toutefois, ce dernier étant loin d'être imperméable aux nombreuses évolutions du capitalisme moderne, il est docile tant à l'expansion du droit financier, développée graduellement en marge du droit des sociétés, qu'au développement et à la mondialisation des marchés des capitaux.

Au vu de ses constatations, nous nous sommes penchés (de manière non-exhaustive) sur les dispositifs de *corporate governance* établis réciproquement par ces deux domaines juridiques. D'une part, le droit des sociétés détermine principalement la structure des organes de gestion, leurs compétences et leur fonctionnement. Ainsi, nous nous sommes intéressés à l'organisation et à la gestion des pouvoirs d'une société (selon que cette dernière choisisse un modèle d'administration moniste, duale ou d'administrateur unique) à l'instar de divers acteurs déterminants dans le fonctionnement de celle-ci (en passant des administrateurs exécutifs, non-

⁴⁴⁸ H. CULOT, Y. DE CORDT, H. JACQUEMIN et Th. LÉONARD, *Manuel du droit de l'entreprise*, op.cit., pp. 99-100.

exécutifs ou indépendants aux comités consultatifs). D'autre part, de nombreuses règles du droit financier régissent directement le fonctionnement des sociétés, particulièrement celles qui imposent des obligations à toute société qui demande la cotation de ses actions. C'est particulièrement le cas des obligations de transparence et de publicité imposées à ce type d'entreprise.

Cette interaction entre droit des sociétés et droit financier, permettant d'encadrer juridiquement la doctrine de la *corporate governance*, a cependant créé (et crée encore) un phénomène de droit des sociétés « à deux vitesses ». Ainsi, et nous l'avons remarqué à plusieurs reprises dans notre analyse, le droit applicable à la société anonyme (qui peut être cotée ou non) est imprégné, conquis voire envahi par des règles qui n'ont finalement de sens que pour les sociétés cotées.

La difficulté réside dans le fait que cet « envahissement » aurait pour conséquence directe de créer une législation plus confuse et compliquée qu'elle ne l'était déjà, allant à l'encontre de l'objectif de simplification et de flexibilisation poursuivi par le législateur depuis quelques années. En effet, la superposition des règles de droit financier (applicables dès lors aux seules sociétés cotées) aux règles de droit des sociétés, rend la législation moins lisible et plus difficile à déchiffrer.

Nous sommes évidemment persuadés que le droit des sociétés, autant que le droit financier, relèvent d'un processus en cours d'élaboration depuis de nombreuses années dont les résultats, même s'ils ne sont peut-être pas à la hauteur des espérances de certains, participent à la formation d'une doctrine de *corporate governance* adéquate et constituent la meilleure possibilité de cadrer la manière dont une société est dirigée, administrée et contrôlée.

Le pessimiste parlera de mauvaise construction normative. Il soutiendra que les normes du droit des sociétés sont imparfaites et rendues inutilement nébuleuses par le législateur. Il soulignera que l'insertion progressive du droit financier ne rend sa tâche que plus difficile.

L'optimiste parlera plutôt de chantier permanent. Il fera observer au pessimiste que la doctrine de la *corporate governance* n'est, en définitive, qu'à ses prémises. Elle s'inscrit alors dans le cadre d'une inéluctable évolution vers un système visant à rendre les sociétés plus responsables, plus équitables et plus ouvertes dans l'ensemble de leurs relations. Dans cet esprit, les principes amenés à la concrétiser dans la vie économique des sociétés doivent, plutôt qu'être mis en cause, faire l'objet d'une amélioration et d'une élaboration encore plus étendue.

Bibliographie

Législation

Textes européens

- Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *J.O.U.E.*, 14 juillet 2007, L 184.
- Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173.
- Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *J.O.U.E.*, 20 mai 2017, L 132.
- Recommandation de la Commission européenne du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, *J.O.U.E.*, 25 février 2005, L 52, p. 63.
- Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise - Un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », *C.O.M.* (2012) 0740 final.

Textes nationaux

- Code des sociétés et des associations (CSA), art. 1:1, 1:11, 1:12, 3:5, 3:6, 3:7, 3:8, 3:64, 7:83, 7:84, 7:85, 7:87, 7:89/1, 7:93, 7:97, 7:99, 7:100, 7:101, 7:102, 7:105, 7:107, 7:109, 7:110, 7:111, 7:118, 7:119, 7:120, 7:145, 7:146, 7:146/1, 7:146/2, 7:149.
- Code des sociétés (C.soc.), art. 524bis.
- Code belge de gouvernance d'entreprise (Code 2020).

- Loi du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes, dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 22 août 2002, p. 36555.
- Loi du 27 octobre 2006 relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle, *M.B.*, 10 novembre 2006, p. 60162
- Loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 12 juin 2007, p. 31588.
- Loi du 17 décembre 2008 instituant un comité d'audit, *M.B.*, 29 août 2008, p. 68568.
- Loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier, *M.B.*, 23 avril 2010, p. 22709.
- Loi du 20 décembre 2010 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *M.B.*, 18 avril 2011, p. 24068.
- Loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse, *M.B.*, 7 mai 2014, p. 36794.
- Loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse, *M.B.*, 7 mai 2014, p. 36794.
- Loi du 13 mars 2016 relative au statut et au contrôle des entreprises d'assurance et de réassurance, *M.B.*, 23 mars 2016, p. 19856.
- Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 4 avril 2019, p. 33239.
- Loi du 28 avril 2020 transposant la directive 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et portant des dispositions diverses en matière de sociétés et d'associations, *M.B.*, 6 mai 2020, p. 30488.
- A.R. du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007, p. 59672.
- A.R. du 12 mai 2019 portant désignation du code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées, *M.B.*, 17 mai 2019, p. 47344.
- Projet de loi modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisitions, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2001-2002, n°50-1211/014.

- Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Ch. Repr., sess. ord. 2017-2018, n°54-3119/001.

Doctrine

Monographies

- BERLE A. et MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933.
- BYTTEBIER K., DELVOIE J. et WERA T., *Corporate Governance in Banken*, Antwerpen, Intersentia, 2016.
- BYTTEBIER K., PIU P. et ROELAND S., *Corporate Governance : Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Vakgroep economisch recht VUB, Anvers, Maklu, 2003.
- CHARREAUX G., *Le Gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997.
- CULOT H., DE CORDT Y., JACQUEMIN H. et LEONARD Th., *Manuel du droit de l'entreprise*, Limal, Anthemis, 2019.
- DE CORDT Y., *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004.
- De CORDT Y., *Société anonyme*, 2^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2021.
- DECLERCQ S., PEETERS I., ROMBOUTS A. et autres, *De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties – L'impact du nouveau droit des sociétés sur le secteur financier sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières*, Bruxelles, Larcier, 2020.
- DIEUX X. et WILLERMAIN D., *Corporate Governance. La loi du 2 août 2002*, Les Dossiers du Journal des tribunaux, Bruxelles, Larcier, 2004.
- GOLLIER J.-M., *Responsabilité sociétale de l'entreprise – Le droit dans la transition*, Limal, Anthemis, 2018.
- HACHEZ I., CARTUYVELS Y., DUMONT H., GERARD P., OST F. et VAN DE KERCHOVE M., *Les sources du droit revisitées : Normativités concurrentes*, t. III, Bruxelles, Presses de l'Université Saint-Louis, 2012.
- HORSMANS G. et NICAISE P., *Lois sur les sociétés. Coordination officielle au 1^{er} septembre 1993*, 3^e éd., Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1993.

- LE BRUN J., *La protection de l'épargne publique et la commission bancaire*, Bruxelles, Bruylant, 1979.
- MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT Ph., MALHERBE Ph. et CULOT H., *Droit des sociétés*, 5^e ed., Bruxelles, Larcier, 2020.
- MARESCEAU K., *De Vennootschap & haar nieuw ontwerp-Wetboek*, Bruxelles, Larcier, 2018.
- NAVEZ E.-J. et NAVEZ A., *Le Code des sociétés et des associations – présentation et premiers commentaires*, Bruxelles, Larcier, 2019.
- SCHAEKEN WILLEMAERS G. et DE CORDT Y., *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles, Larcier, 2008.
- TILQUIN T. et SIMONART V., *Traité des sociétés*, t. I, Bruxelles, Kluwer, 1996.
- VAN DEN BERGHE L., *Corporate Governance in a Globalising World*, Kluwer, Bruxelles, 2002.
- X., *Corporate Governance. Transparence et protection des investisseurs dans les sociétés cotées*, Bruxelles, Bruylant, 2005.

Participations à un ouvrage collectif

- BENOIT-MOURY A., « La naissance d'un code des sociétés en droit belge », in *Le nouveau code des sociétés*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1999, pp. 9-52.
- BERLINGIN M., « Développements récents en matière d'abus de marché », in *Évolutions récentes en droit financier* (sous la dir. de X. DIEUX), Bruxelles, Bruylant, 2015, pp. 81-124.
- CAPRASSE O. et AYDOGDU R., « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en Belgique », in *Le pouvoir dans les sociétés*, 2012, Bruxelles, Bruylant, pp. 295-312.
- COIBION A. et FILBICHE J., « La publication d'informations non financières et le rôle des organes sociaux des sociétés belges », in *Les instruments de droits des sociétés et de droit financier de l'économie durable*, Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 61-89.
- CULOT H. et DE CORDT Y., « La réforme de la société anonyme », in *Le Code des sociétés et des associations. Introduction à la réforme du droit des sociétés* (sous la dir. de R. AYDOGDU et O. CAPRASSE), CUP, Limal, Anthemis, 2018, pp. 41-64.
- CULOT H., « Les nouveautés du Code des sociétés et des associations concernant la gouvernance des SA et des SRL », in *La réforme du droit belge des sociétés, un exemple à*

suivre pour le Luxembourg ? (sous la dir. de I. CORBISIER et A. PRÜM), Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 197-227.

- DE CORDT Y., « Les lignes de force », in *Évolution et perspectives du droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2006, pp. 1-131.
- DE CORDT Y., « Le dirigeant d'entreprise, un personnage à multiples facettes », in *Le statut du dirigeant d'entreprise sociétés* (sous la dir. de Y. DE CORDT), Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 5-52.
- DE CORDT Y., « Concepts & Principes (II) – Le manque d'empathie à l'égard des stakeholders », in *Het ontwerp Wetboek van vennootschappen en verenigingen – Le projet de Code des sociétés et associations*, Bruxelles, Larcier, 2018, pp. 79-92.
- DE CORDT Y., « Introduction », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations*, Limal, Anthemis, 2019, pp. 9-23.
- DE POORTER I., « De versterking van de rol van het auditcomité – wetgevend kader, samenstelling, statuut en benoemingsprocedure van de commissaris », in *Réforme européenne de l'audit et son implémentation en Belgique*, Anvers, Maklu, 2016, pp. 125-145.
- DIEUX X., « De la société anonyme comme “modèle” et de la société cotée comme “prototype” », in *Legal Tracks, t. I., Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruxelles, Bruylant, 2003, pp. 693-713.
- DIEUX X., « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou produit financier ? », in *Legal Tracks, t.I., Essays on contemporary corporate and finance law*, Bruxelles, Bruylant, 2003, pp. 643-691.
- DIEUX X., « Droit, morale et marché : réflexions sur l'autorégulation en droit des sociétés et en droit financier », in *La régulation économique dans la vie des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2013, pp. 31-42.
- DIEUX X. et DE WULF H., « Les sociétés publiques versus les sociétés privées : la nécessité de rationaliser et de simplifier la réglementation », in *La modernisation du droit des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 89-109.
- FORIERS P.A. et WYCKAERT M., « Le projet de Code des sociétés et associations : nouveautés en matière de gouvernance dans les sociétés et associations – Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen – wat verandert in de ‘governance’ van vennootschappen en verenigingen ? », in *Het ontwerp Wetboek van vennootschappen en*

verenigingen – *Le Projet de Code des sociétés et associations*, Bruxelles, Larcier, 2018, pp. 119-148.

- FYON F. et POKORNY V., « La société cotée dans le CSA », in *De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties – L’impact du nouveau droit des sociétés sur le secteur financier sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières*, Bruxelles, Larcier, 2020, pp. 291-355.
- GEENS K., « Over Corporate Governance, aandeelhouderstructuren en vennootschapsrecht », in *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht. Zoeken naar oplossingen voor de 21 ste eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, pp. 735-768.
- GEENS K., « Over Corporate Governance en dualistische bestuursystemen », in *Liber amicorum Prof Dr. Roger Blanpain*, Brugge, Die Keure, 1998, pp. 715-732.
- HORMANS G. et DE CORDT Y., « La portée et l’influence de la codification », in *Le nouveau code des sociétés*, Louvain-la-Neuve, Academia-Bruylant, 1999, pp. 93-187.
- KEUTGEN G. et DARVILLE-FINET C., « Le fonctionnement du conseil d’administration – Aspects particuliers », in *Dirigeant d’entreprise. Un statut complexe aux multiples visages*, Bruxelles, Bruylant, 2000, pp. 39-104.
- KEUTGEN G., « Propos sur la “Corporate Governance” en Belgique », in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Bruges, die Keure, 2001, pp. 551-568.
- LAGA H. et PARREIN F., « Corporate Governance : Volstaat zelfregulering? », in *Van alle markten – Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Anvers, Intersentia, 2008, pp. 613-622.
- LAMBRECHT Ph., « Aspects de droit financier », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, pp. 585- 615.
- LAMBRECHT Ph., « L’évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », in *La gouvernance des sociétés au 21^e siècle*, Limal, Anthemis, 2020, pp. 269-294.
- LAMBRECHT Ph., « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d’entreprise », in *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l’économie durable* (sous la dir. de Th. TILQUIN et al.), 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 15-60.
- NICAISE P. et NAVEZ E.-J., « Le polymorphisme du paysage sociétaire belge a-t-il toujours un sens ? », in *Contrôle, stabilité et structure de l’actionnariat*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 6-53.

- POTTIER, E., « Le rôle de l'actionnaire dans la société anonyme », in *Liber amicorum Xavier Dieux*, 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2022, pp. 419-465.
- SZAFRAN D., « Les sociétés cotées », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, pp. 399-421.
- THIRION N., « Indépendance des commissaires et administrateurs indépendants : le miroir aux alouettes ? », in *Sociétés et A.S.B.L. – Questions d'actualité*, C.U.P., Liège, 2003, pp. 293-369.
- THIRION N., « Après une lecture de Foucault », in *L'organisation du pouvoir dans la société anonyme*, C.D.V.A., Bruxelles, Bruylant, 2004, pp. 301-320.
- TILQUIN T., « L'engagement à long terme des actionnaires », in *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable* (sous la dir. de Th. TILQUIN et al.), 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2021, pp. 156-198.
- VAN OMMESLAGHE P., « Vers une société anonyme autonome ? », in *Liber amicorum Commission droit et vie des affaires*, 1998, pp. 389-405.
- WILLERMAIN D., « L'administration de la société à responsabilité limitée », in *La société à responsabilité limitée* (sous la dir. de A.-P. ANDRE-DUMONT et Th. TILQUIN), Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 113-146.
- WILLERMAIN D., MESSINE F. et COLLARD G., « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », in *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe* (sous la dir. de O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX), Limal, Anthemis, 2019, pp. 183-249.
- WILLERMAIN D. et NAVEZ E.-J., « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21^{ème} siècle », in *La gouvernance des sociétés au 21^{ème} siècle*, Limal, Anthemis, 2020, pp. 7-95.
- WYMEERSCH E., « The effects of the regulation of securities markets on Company Law within the EEC », in *European company Laws – A comparative approach*, 1991, pp. 61 et s.
- WYMEERSCH E., « Inleiding – Algemene begrippen – Kapitaalvorming », in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991* (sous la dir. de H. BRAECKMANS et E. WYMEERSCH), Anvers, Maklu, 1992, pp. 3-142.
- WYMEERSCH E., « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en oeuvre », in *Liber amicorum Jacques Malherbe*, Bruxelles, Bruylant, 2006, pp. 1195-1218.

Périodiques

- AUTENNE A. et AYDOGDU R., « La transparence dans la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise – La “Corporate Governance”, entre autosuffisance du marché et omnipotence de l'État », *Dr. banc. fin.*, 2010, pp. 157-184.
- AYDOGDU R., « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la *corporate governance* », *J.T.*, 2011, pp. 198-202.
- CARTON DE TOURNAI G., « La modernisation du droit européen des sociétés et son impact sur le droit belge des sociétés », *D.B.F.-B.F.R.*, 2003, pp. 327-342.
- COBBAUT E., « La loi du 3 septembre 2017 relative à la publication d'informations non financières : une mise en perspective », *T.S.R.-R.D.S.*, 2018, pp. 397-456.
- CONAC P.-H. « L'influence du droit européen sur la distinction des sociétés cotées et non cotées », *Rev. soc.*, 2005, p. 67.
- DE CORDT Y., « L'égalité entre actionnaires », *Rev. prat. soc.*, 2003, pp. 105-130.
- DE PAUW P. et VAN GERVEN D., « L'identification des actionnaires des sociétés cotées et le rôle des intermédiaires financiers », *R.D.C.-T.B.H.*, 2020, pp. 591-602.
- DE WOLF J., « Niet-uitvoerende bestuurders in een one-tier board systeem. Begrip en wettelijke toepassing », *R.P.S.-T.R.V.*, 2011, pp. 111-166.
- DE WULF H., VAN DER ELST C. et VERMEESCH S., « Radicalisering van Corporate Governance regelgeving : remuneratie en transparantie na de wet van 6 april 2010 », *R.D.C.-T.B.H.*, 2010, pp. 911-963.
- DELLA FAILLE P., « Vers une première réforme du CSA ? La transposition en droit belge de la Directive 2017/828 (SRD II) visant à promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires », *R.P.S.-T.R.V.*, 2019, pp. 849-869.
- DELVOIE J., « Ceci n'est pas un dualisme ? Over het nieuwe duale bestuurmodel in de NV », *T.P.R.*, 2019, pp. 767-777.
- DESAVA P., « Les administrateurs indépendants », *R.D.A.I.*, 1994, pp. 543-566.
- DEVLEESCHOUWER D., « Le Nouveau Code des Sociétés et des Associations. Aperçu de quelques nouveautés concernant la gouvernance des sociétés anonymes », *In Foro*, 2019, pp. 11-26.
- DIEUX X., « “Corporate Governance” – De la loi du 2 août 2002 au “Code Lippens” », *J.T.*, 2005, pp. 57-63.

- DIEUX X. et DE WOLF P., « Le nouveau Code des sociétés (et des associations) : *Capita Selecta* », *J.T.*, 2019, pp. 501-527.
- DOUILLET T., « La gouvernance des rémunérations des dirigeants dans les sociétés cotées. Le point après le Code des sociétés et des associations, le Code de gouvernance 2020 et la loi Droit des actionnaires II », *R.D.S.-T.S.R.*, 2020, pp. 585-639.
- DUPLAT J.-L. et LAMBRECHT Ph., « La commission bancaire et financière et l'évolution du droit des sociétés », *R.P.S.-T.R.V.*, 2015, pp. 385- 435.
- FASTERLING B. et DUHAMEL J.-C., « Le Comply or Explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *R.I.D.E.*, 2009, pp. 129-157.
- FELTKAMP R., « Koninklijk besluit van 26 maart 2014 tot wijziging van het koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt », *R.D.C.-T.B.H.*, 2014, p. 718.
- FERON B. et BERLINGIN M., « Les nouvelles obligations en matière de publicité des participations importantes », *Cah.jur.*, 2008, pp. 62-76.
- GOLLIER J. M., « Publications d'informations non financières – Commentaire de la loi du 3 septembre 2017 », *J.T.*, 2018, pp. 241-250.
- JAMMAERS C., « Impacts de la réforme du Code des sociétés sur la gouvernance des entreprises d'assurances », *Dr. banc. fin.*, 2019, pp. 164-177.
- KEUTGEN G. et DARVILLE-FINET C., « Le “corporate governance” – Une perspective nouvelle pour les sociétés ? », *J.T.*, 1998, pp. 625-637.
- KILESTE P. et CALUWAERTS H., « Pouvoir, attribution et fonctionnement du conseil d'administration et notion de ‘Corporate Governance’ », *D.A.O.R.*, 1997, pp. 9-40.
- L'HOMME T. et CULOT L., « L'encadrement de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2011, pp. 285-323.
- LAGA H., « Europese initiatieven inzake Corporate Governance », *R.P.S.-T.R.V.*, 2006, pp. 659-672.
- LAMBRECHT Ph., « La gouvernance des sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2019, pp. 345-346.
- LEFÈVRE F., COIBION A., L'HOMME T. et BREDIMUS M., « Les nouvelles règles en matière d'abus de marché », *R.D.C.-T.B.H.*, 2017, pp. 465-507.
- LEIGEN L., « Quelques questions spéciales de droit des sociétés en rapport avec les opérations d'appel au marché des capitaux », *Dr. banc. fin.*, 2008, pp. 247-273.

- LEIGEN L., « Le nouveau règlement Abus de Marché et ses conséquences pour les sociétés cotées belges », *R.P.S.-T.R.V.*, 2016, pp. 479-522.
- LEROUX E., « De Code Lippens : juridisch afdwingbaar ? », *R.P.S.-T.R.V.*, 2005, pp. 513-529.
- LOPEZ MARTINEZ I. et SNOY J.-C., « Sociétés cotées sur Euronext Brussels, Alternext et le marché libre : obligations légales et réglementaires d'information – ressemblances et dissemblances », *Cah. Jur.*, 2008, pp. 37-47.
- NAESSENS C. et SAELENS F., « Remuneratiebeleid en remuneratie in de Belgische Corporate Governance codes en het daarmee samenhangend wetgevend initiatief : een stand van zaken », *Oriëntatie*, 2006, pp. 120-133.
- NEJMAN G., « Les nouvelles obligations en matière d'information incombant aux sociétés cotées sur un marché réglementé – Arrêté royal du 14 novembre 2007 », *Dr. banc. fin.*, 2008, pp. 191-213.
- NICAISE P., « L'activité notariale en droit des sociétés : la fin des Balkans ? », *Rev. not. b.*, 2011, pp. 748-760.
- PEETERMANS E., « Herzienne aandeelhoudersrechtenrichtlijn : krachtlijnen en impact op de genoteerde vennootschappen in België », *T.R.V.-R.P.S.*, 2021, pp. 269-298.
- POTTIER E. et L'HOMME TH., « La loi "coporate governance" du 2 août 2002 modifiant le Code des sociétés », *R.D.C.-T.B.H.*, 2005, pp. 311-355.
- POTTIER E., L'HOMME T., TU L.-Y. et VISEUR G., « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *R.D.C.-T.B.H.*, 2018, pp. 1013-1066.
- SIMONART V., « Le conseil d'administration de la société anonyme et ses comités », *J.T.*, 2011, pp. 218-224.
- SIMONART V., « Les modifications du Code des sociétés et des associations par la loi du 28 avril 2020 », *J.T.*, 2020, pp. 645-656.
- SZAFRAN D., « L'insertion en droit positif des codes de gouvernement d'entreprise », *Rev. prat. soc.*, 2005, pp. 133-158.
- SZAFRAN D., « Gouvernance et communication financière des sociétés cotées », *R.P.S.-T.R.V.*, 2017, pp. 237-250.
- SZAFRAN D., « Les informations non financières dans le rapport annuel et le rôle des administrateurs en matière de développement durable », *R.P.S.-T.R.V.*, 2018, pp. 176-184.
- RUE G., « Le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 pour les sociétés cotées », *B.J.S.*, 2019, p. 11.

- TILQUIN T., « La société privée et la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne. Évolutions récentes », *R.D.C.-T.B.H.*, 1993, pp. 747-759.
- TOSSENS, J.-F., « La société ayant fait ou faisant appel publiquement à l'épargne : le concept et ses enjeux à l'aube d'une nouvelle réforme des lois coordonnées sur les sociétés commerciales », *R.P.S.-T.R.V.*, 1994, pp. 341-406.
- TOSSENS J.-F., « Plaidoyer pour l'autonomie du droit financier et l'analyse critique de ses finalités », *R.P.S.-T.R.V.*, 2015, pp. 437-471.
- VAN DER ELST C., « Corporate Governance : een wettelijke (r)evolutie. De gevolgen van de wet "corporate governance" op de organisatie van genoteerde vennootschappen », *R.P.S.-T.R.V.*, 2004, pp. 69-86.
- VAN DER ELST CHR. et DE POORTER I., « Upgrading corporate governance : auditcomités in het wetboek van Vennootschappen », *T.R.V.*, 2009, pp. 397-415.
- VAN DER HAEGEN M. et GOLLIER J.-M., « Les sociétés commerciales. Loi du 18 juillet 1991 », *J.T.*, 1992, pp. 209-220.
- VAN DER HAEGEN M., « Les organes de décision dans les entreprises bancaires et la gouvernance d'entreprise », *J.T.*, 2009, pp. 472-478.
- WYCKAERT M. et BOEDTS T., « Remuneratie van "leiders" van genoteerde vennootschappen na de wet van 6 april 2010 », *T.E.P.*, 2010, pp. 291-329.
- WYMEERSCH E., « "Corporate Governance": Waarheen? », *Rev. Banq.*, 1997, pp. 602-606.
- WYMEERSCH E., « Corporate Governance: Belgische aanbevelingen », *Rev. Banq.*, 1998, pp. 99-104.
- WYMEERSCH E., « Application de techniques de "Corporate Governance" dans les sociétés cotées belge », note sous Comm. Bruxelles, 21 décembre 1998, *R.D.C.*, 2000, pp. 406-410.

Divers

- Commission bancaire, *Rapport annuel 1983-1984*, pp. 25-28.
- Commission bancaire et financière, *Rapport annuel 1991*, pp. 25-27.
- Circulaire FSMA_2016_08 du 18 mai 2016 relative aux abus de marché – Instructions pratiques et orientations de l'ESMA (mise à jour du 21 février 2017).
- Circulaire FSMA_2012_01 du 11 janvier 2012 relative aux obligations incombant aux émetteurs cotés sur un marché réglementé (mise à jour du 12 juillet 2022).

