

Le corporate governance, entre *soft law*, droit belge et droit de l'Union européenne : une analyse critique

Eloïse BACH

Travail de fin d'études

Master en droit à finalité spécialisée en droit économique et social

Année académique 2025-2026

Recherche menée sous la direction de :

Monsieur Nicolas Thirion

Professeur ordinaire

RESUME

Le présent travail est consacré à l'étude des codes de *corporate governance* et à la place qu'ils occupent aujourd'hui dans l'encadrement des sociétés cotées. Initialement conçus comme des instruments d'auto-régulation destinés à promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance, ces codes se sont progressivement imposés comme des mécanismes centraux de régulation économique.

Ce travail se propose d'analyser en premier lieu l'évolution historique de la *corporate governance*. Ensuite, il sera mené une analyse de la distinction entre *soft law* et *hard law* ainsi que les difficultés liées à la qualification juridique des codes de gouvernance d'entreprise. Une attention particulière est accordée au mécanisme du « *comply or explain* », qui constitue le principal mode d'application des recommandations contenues dans les codes de *corporate governance*.

Ensuite, sera examinée la question de la sanction attachée à ces mécanismes, en mettant en évidence le rôle croissant de la sanction du marché et les interactions qui existent entre autorégulation privée et intervention étatique. Le présent travail montrera à cet égard que le système belge s'inscrit aujourd'hui dans une logique de co-régulation, notamment en raison de l'intégration du « *comply or explain* » dans le CSA.

Enfin, une analyse critique du système belge de *corporate governance* sera menée. Ce travail met en lumière plusieurs avantages traditionnellement associés à l'autorégulation, tels que la flexibilité ou la participation des acteurs économiques à l'élaboration des normes, tout en soulignant certaines limites liées à l'effectivité du mécanisme du « *comply or explain* », à la faible utilisation en pratique de la faculté de dérogation ou encore aux tensions existant entre autorégulation privée et intervention de l'État.

REMERCIEMENTS

Ce travail de fin d'étude marque l'aboutissement de six années d'études intenses, riches en émotions, en rencontres et en apprentissage.

Je tiens tout d'abord à remercier mon promoteur, le Professeur Nicolas Thirion, pour son encadrement attentif tout au long de la réalisation de ce travail. Ses conseils, toujours pertinents, ses orientations méthodologiques ainsi que ses remarques critiques m'ont permis d'affiner ma réflexion et d'approfondir mon analyse. Je le remercie également pour sa disponibilité et pour la confiance qu'il m'a accordée tout au long du développement de ce travail.

En deuxième lieu, je souhaite également adresser mes sincères remerciements au Professeur Xavier Dieux, ainsi qu'au Professeur Roman Aydogdu, pour m'avoir consacré de leur temps dans le cadre d'entretiens particulièrement enrichissants. Leurs éclairages, leurs analyses et leurs expériences ont constitué une source précieuse de réflexion et ont grandement nourri la dimension critique de ce TFE.

Je tiens également à exprimer ma profonde gratitude envers mes parents, pour leur soutien indéfectible et leur présence constante. Merci d'avoir fait de moi la personne que je suis aujourd'hui. Sans eux, rien de tout ça n'aurait été possible. Une pensée particulière pour ma maman, cette femme inspirante et forte qui m'a transmis la passion du droit, en particulier du droit économique.

Merci également à ma sœur et mon frère, Clémence et Pierre, ainsi qu'à mon compagnon, Guillaume, qui ont été à mes côtés dès le début de mon parcours et qui ont cru en moi, souvent même plus que je ne croyais en moi-même. Merci de m'avoir rassurée, toujours avec les bons mots ainsi que de m'avoir poussée à donner le meilleur de moi-même.

Je tiens à adresser une pensée toute particulière à mes amies de la faculté, Charlotte, Louise, Pauline et Raphaëlle, avec qui on aura tout vécu, dans les fous rires mais aussi parfois dans les larmes. Leur présence, leur solidarité ainsi que les moments partagés tout au long de ce parcours universitaire ont largement contribué à le rendre plus léger et plus enrichissant.

Je remercie également mes amies de toujours, qui sont devenues au fil du temps une partie de ma famille : Alexandra, Kasseye, Pauline, Taïna et Yllka. Merci pour leur soutien et leur présence constante. Même si nos parcours respectifs sont parfois éloignés au quotidien, elles ont su rester présentes à leur manière, par leurs encouragements, leur écoute et les moments de détente partagés en dehors du cadre académique. Leur fidélité et leur bienveillance ont contribué à maintenir un équilibre essentiel durant l'ensemble de mon parcours.

TABLE DES MATIERES

Introduction	4
Partie I. Le cadre juridique du <i>corporate governance</i> en Belgique	6
Chapitre I. <i>Soft Law</i>	6
Section I. Principe « <i>comply or explain</i> »	6
Section II. La création de valeur durable	7
Section III. Les 10 principes du Code 2020	9
Section IV. Intégration volontaire du <i>soft law</i> dans des actes juridiques sanctionnés par le droit étatique – charte de gouvernance.....	13
Chapitre II. <i>Hard law</i>	15
Section I. Droit belge	16
§1. Consécration légale du principe « <i>comply or explain</i> »	16
§2. Intégration légale de certaines règles de gouvernance dans le CSA	17
§3. Rôle des autorités de marché	19
§4. L'obligation légale de référence au code	19
Section II. Droit de l'Union européenne	21
Chapitre III. Les conséquences de la violation des obligations impliquées par le <i>corporate governance</i> en Belgique	24
Section I. La responsabilité des dirigeants pour faute de gestion	24
§1. Cadre juridique de la faute de gestion.....	24
§2. Application au Code 2020.....	25
Section II. La « sanction du marché »	26
Partie II. Analyse critique du cadre juridique du <i>corporate governance</i> en Belgique ...	28
Chapitre I. Avantages	29
Section I. Flexibilité et adhésion volontaire.....	29
Section II. Indépendance et information du marché.....	30
Chapitre II. Limites et inconvénients	31
Section I. Adaptabilité des codes	31
Section II. Le <i>corporate governance</i> : complément de droit étatique ou concurrence normative ?.....	32
Chapitre III. Le respect du code 2020	33
Conclusions	34
Bibliographie.....	35

INTRODUCTION

Le *corporate governance*, souvent traduite en français par l'expression « gouvernance d'entreprise », désigne généralement l'organisation des pouvoirs au sein des sociétés, en particulier la répartition des pouvoirs entre les différents organes par l'intermédiaire desquels la société agit, la structure organisationnelle de la société, les règles de fonctionnement de ces organes ainsi que les relations entre eux¹.

Au plan institutionnel, la Commission européenne définit le *corporate governance* de la manière suivante : « 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. L'efficacité du cadre de la gouvernance d'entreprise est essentielle, car les sociétés bien gérées sont susceptibles d'être à la fois plus compétitives et plus viables à long terme »².

Si les mécanismes de gouvernance d'entreprise sont anciens, leur formalisation sous forme de codes de bonne conduite est relativement récente. Depuis longtemps, toute organisation économique s'accompagne de dispositifs de contrôle et de reddition des comptes, comme en témoignent déjà certaines structures du Moyen Age ou encore la Compagnie des Indes au XVII^e siècle³.

Toutefois, ce n'est qu'au début des années 1990 que ces pratiques ont été systématisées et codifiées. C'est dans le monde anglo-saxon, à la suite de scandales financiers, qu'apparaissent les premiers codes de gouvernance, au premier rang desquels le rapport *Cadbury* publié en Royaume-Uni en 1992. Il a introduit un « code de meilleures pratiques » visant à renforcer la transparence, la responsabilité et la séparation des pouvoirs au sein des conseils d'administration.

Le mouvement s'est ensuite rapidement diffusé à l'échelle mondiale. En Europe, la France a fait figure de pionnier avec le rapport *Viénot* en 1995. Cette diffusion s'est intensifiée à la fin des années 1990 et au début des années 2000, notamment à la suite de crises financières, telle que la crise asiatique ou les scandales *Enron* et *WorldCom*, qui ont mis en lumière des défaillances importantes en matière de gouvernance.

En Belgique, les premières réflexions sur le *corporate governance* sont apparues vers le milieu des années 1990, à la faveur des recommandations émises par la Commission bancaire et financière, la bourse de Bruxelles et la Fédération des entreprises de Belgique (en abrégé, FEB).

¹ O. CAPRASSE, D. WILLERMAIN, F. MESSINE et G. COLLARD, « La gouvernance des sociétés, spécialement des sociétés par actions », in O. CAPRASSE, H. CULOT et X. DIEUX (dir.), *Le nouveau droit des sociétés et des associations : Le CSA sous la loupe*, Limal, Anthemis, 2019, p. 183.

² 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.

³ P. Wirtz, *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Paris, La Découverte, 2008.

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*⁴.

A la suite de l'adoption de la loi du 2 août 2002 (loi dite « *corporate governance* »), une commission a été créée à l'initiative de la commission bancaire, financière et des assurances, de la FEB et d'Euronext Bruxelles, en vue d'élaborer un code de référence unique pour les sociétés cotées belges. La première version de ce code a été publiée en décembre 2004 (Code Lippens) et une nouvelle version a été publiée en mars 2009 (Code Daems). Depuis septembre 2005, il existe également un code pour les entreprises non cotées en bourse (Code Buysse)⁵.

Parallèlement aux travaux d'élaboration du Code des sociétés et des associations (en abrégé, CSA), la commission a remis l'ouvrage sur le métier pour adopter une nouvelle version de ce Code en 2019. En effet, il y avait un besoin de s'adapter au nouveau CSA, car celui-ci contenait de nombreuses évolutions et exigences. Il offre notamment la possibilité d'opter pour un modèle de gestion qui soit dualiste avec un conseil de surveillance et un conseil de direction distincts. Il supprime également la possibilité d'un comité de direction légal, pour lequel un certain nombre de sociétés cotées avaient opté.

Ce travail a permis à la Commission de proposer au gouvernement un nouveau Code de gouvernance d'entreprise obligatoire pour les sociétés cotées. C'est par un arrêté royal du 12 mai 2019 que le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 a été désigné comme étant le code de référence pour les sociétés cotées belges en application de l'article 3 :6, §2 et de l'article 7 :87, §1^{er}, al. 2 du CSA.

⁴ D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21e siècle », *op.cit.*, p. 44.

⁵ N. THIRION, Code des sociétés et codes de corporate governance : quelles interactions ? », Kluwer, 2011, p. 115-140.

PARTIE I. LE CADRE JURIDIQUE DU *CORPORATE GOVERNANCE* EN BELGIQUE :

Une des particularité des codes de gouvernance consiste en leur caractère apparemment peu contraignant sur le plan strictement juridique. Le terme « code » ne désigne pas ici un texte de loi, mais un document proposé, selon les pays, par des instances plus ou moins officielles à qui on reconnaît une certaine légitimité en la matière.

Sous un angle juridique, l'encadrement du gouvernement d'entreprise est construit sur une architecture à deux niveaux : d'une part, il existe un cadre général normatif et contraignant issu du droit belge, à savoir essentiellement le CSA ; d'autre part, ce cadre est complété par des dispositions plus flexibles qu'on qualifie de règles de *soft law*, qui résultent d'un processus d'autorégulation initié par les acteurs du marché⁶.

Chapitre I. *Soft Law*

Le *soft law* se distingue notamment par l'origine extralégale de ses sources. Il ne procède pas du processus législatif classique au sein des institutions démocratiques. Toutefois, l'emploi du terme « *law* » tend à lui attribuer une certaine portée juridique ou, tout au moins, quasi juridique. Bien qu'il puise ses fondements dans des considérations extra-juridiques, il fait l'objet d'une codification et d'une normalisation qui lui confèrent une apparence juridique, en raison notamment de sa vocation à s'appliquer de manière générale⁷.

Section I : Principe « *comply or explain* »

Les codes de gouvernance ont donc un caractère non obligatoire sur le plan purement juridique, puisque leur application est volontaire. Celle-ci s'opère sur la base du principe *comply or explain* (conformez-vous ou expliquez-vous)⁸, qui reste la pierre angulaire du nouveau Code 2020.

Il s'agit d'un mécanisme de transparence en vertu duquel les sociétés sont contraintes de communiquer sur l'application qu'elles font du Code de gouvernance d'entreprise et de se justifier des écarts aux dispositions de ce Code.

Cela implique que les sociétés sont tenues de se conformer aux règles (*comply*). Toutefois, elles ont la possibilité de s'en écarter et de ne pas appliquer toutes les dispositions si l'une ou l'autre venait à ne pas convenir à la situation spécifique d'une société⁹. En effet, les membres du conseil d'administration pourront déroger à ces recommandations pour autant qu'ils explicitent les motifs de cette dérogation (*explain*).

Une dérogation peut notamment se justifier lorsque la société entend déroger au Code de gouvernance obligatoire pour obéir à une règle de gouvernance spécifiquement applicable à un secteur particulier, par exemple le secteur financier.

⁶ P. MOINEAU, « Le code de gouvernance d'entreprise 2020 : une collaboration renforcée entre le marché et l'État », J.T., 2020, p. 805-811.

⁷ P. Wirtz, *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, 2008, p. 77.

⁸ P. Wirtz, *ibidem*, p. 78.

⁹ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *La gouvernance des sociétés au 21^{ème} siècle*, Limal, Anthemis, 2020, p. 269.

Section II : La création de valeur durable

Le Code 2020 marque la présence d'une maturité croissante du cadre de gouvernance d'entreprise en Belgique et représente un nouveau pas en avant en matière de gestion éthique de l'entreprise. Ce nouveau code insiste notamment davantage sur la création de valeur durable.

Ainsi que le rappelle Jean-Marc Gollier, le terme de responsabilité couvre en anglais (« *responsability* ») un champ plus large que la seule responsabilité juridique créatrice de droits et d'obligations. Cette notion recouvre les notions de « *liability* », la responsabilité juridique au sens stricte, d'« *accountability* », la reddition des comptes, de « *responsability* », le fait d'agir de façon responsable à l'égard des autres, et d'« *authority* », « nécessaire à tout entrepreneur pour diriger son entreprise et ses collaborateurs vers un avenir durable en inspirant confiance à toutes les parties prenantes »¹⁰.

Pour Jean-Marc Gollier, ainsi que pour un nombre croissant d'entrepreneurs, de dirigeants, d'actionnaires et de parties prenantes, cette conception élargie de la responsabilité apparaît aujourd'hui comme indispensable. Elle s'inscrit dans un contexte de crise marqué par un affaiblissement du lien social, alors même que celui-ci est perçu comme une condition essentielle à la construction d'un avenir durable.

Dans cette perspective, l'intégration de ces différentes dimensions de la responsabilité au sein de l'entreprise constitue un levier fondamental de son développement durable et de son ancrage dans la société.

Dans le prolongement de cette approche, une partie importante de la doctrine considère qu'une entreprise qui agit de manière responsable à l'égard de la société dans son ensemble devrait, à terme, voir cette attitude se traduire par une création de valeur durable.

Il n'en demeure pas moins qu'une entreprise ne peut satisfaire à l'ensemble des attentes de ses parties prenantes ni répondre à la totalité des objectifs de développement durable définis au niveau international.

A cet égard, la Cour de cassation, dans son arrêt du 28 novembre 2013, semble adopter une conception plus restrictive de l'intérêt social, en le rattachant au « but de lucre collectif des associés actuels et futurs »¹¹.

Si l'on attribue à la société cotée l'objectif de générer une création de valeur durable, il convient toutefois de préciser la portée de cette notion, qui peut revêtir deux significations au moins.

En premier lieu, la durabilité peut être entendue comme une création de valeur inscrite dans la continuité, sur le long terme. Dans cette perspective, il s'agit de la création de valeur à long terme, fondée sur l'idée selon laquelle les dirigeants devraient adopter une vision de long terme, cohérente avec celle de la société elle-même.

¹⁰ Ph. LAMBRECHT, « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d'entreprise », *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable*, Th. Tilquin et al. (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2021, p. 15-60.

¹¹ Cass., 28 novembre 2013.

En second lieu, la notion de durabilité renvoie directement au principe de soutenabilité (« *sustainability* »), tel qu'il a été progressivement consacré par de nombreuses instances internationales et nationales au cours des dernières décennies.

Le *UK Corporate Governance Code* opère d'ailleurs explicitement cette distinction dans son premier principe : « *A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society* »¹².

Ce principe de soutenabilité s'inscrit dans la conception du développement durable formulée en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement (CMED) dans le rapport *Brundtland*, lequel le définit comme la capacité à satisfaire les besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations futures de répondre aux leurs.

Cette évolution s'inscrit dans un contexte marqué par un environnement global perçu comme durablement en crise, générant une forte préoccupation quant à l'avenir. Face à des défis majeurs d'ordre social et environnemental, les entreprises sont amenées à adapter leurs outils de gouvernance afin de poursuivre leur fonction traditionnelle, à savoir la transformation du monde par la fourniture de biens et de services répondant aux besoins humains.

Comme l'indique l'avant-propos du Code 2020, la révision du Code 2009 a également été l'occasion pour la Commission d'insister sur la création de valeur durable. Le Code met explicitement l'accent sur le long terme, sur le comportement responsable à tous les niveaux de la société et sur le fait de prendre en compte de manière durable les intérêts légitimes des parties prenantes¹³.

Dans le Code 2020, la notion de création de valeur durable subit à la fois une mutation et une incarnation. La référence antérieure à la création de valeur durable à long terme est désormais reformulée dans une notion plus large de création de valeur durable. Ce glissement ne constitue pas une simple adaptation terminologique, mais elle traduit une évolution substantielle vers une conception qui intègre l'exigence de soutenabilité.

Alors que le Code précédent ne mentionnait cette notion que dans le préambule, le Code 2020 lui donne une place plus importante en l'inscrivant dans plusieurs de ses principes. Elle est ainsi explicitement mentionnée dans le deuxième principe, relatif à la répartition des rôles entre le conseil d'administration et le management exécutif, ainsi que dans le septième principe consacré à la rémunération des administrateurs et des dirigeants. Il faut également noter que les autres principes du Code participent également à cette logique, bien qu'ils le fassent de manière plus implicite.

¹² Principe A, Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, 2024.

¹³ Avant- propos du Code 2020

Section III : Les 10 principes du Code 2020

Le code de gouvernance de 2020 comporte 10 principes, présentés comme les fondements d'une gouvernance efficace. Ceux-ci sont ensuite détaillés par une série de dispositions, qui constituent des recommandations destinées à en assurer la mise en pratique. Il ne peut être dérogé à ces recommandations que moyennant le respect du mécanisme du *comply or explain*.

Comme le souligne la doctrine, ces principes, formulés de manière plus générale que dans le Code 2009, traduisent une volonté d'offrir aux sociétés une plus grande flexibilité tout en renforçant les exigences de transparence et de responsabilité.

Principe n°1 : la société adopte explicitement une structure de gouvernance et doit communiquer clairement son choix. Ce choix s'opère, dans le cadre du CSA, entre une structure moniste (conseil d'administration) et une structure dualiste (conseil de surveillance et conseil de direction).

Il doit faire l'objet d'une évaluation périodique, au moins tous les 5 ans, afin de vérifier son adéquation avec les besoins de la société. Si ce n'est pas le cas, il doit proposer une nouvelle structure de gouvernance à l'assemblée générale. Cette exigence traduit une volonté d'inscrire la gouvernance dans une dynamique évolutive.

Ce premier principe n'instaure pas une liberté générale de choix entre une structure moniste et dualiste, mais impose à la société d'opter pour une structure de gouvernance parmi celles autorisées par le droit des sociétés, cette liberté étant essentiellement reconnue à la SA par le CSA.

Si l'on considère le conseil d'administration en tant qu'organe collégial, la structure moniste d'une société se compose uniquement du conseil d'administration (en abrégé, CA), qui a le pouvoir d'accomplir tous les actes nécessaires ou utiles à la réalisation de l'objet de la société, à l'exception de ceux que la loi réserve à l'assemblée générale (en abrégé, AG). Cet organe est composé d'au moins trois administrateurs, personnes physiques ou personnes morales¹⁴.

Le CSA traduit également la possibilité de confier l'administration de la société anonyme (en abrégé, SA) à un administrateur unique. Cette nomination doit être indiquée dans les statuts de la société¹⁵.

Concernant la structure duale, elle est composée d'un conseil de surveillance et d'un conseil de direction. Le conseil de surveillance est chargé de la politique générale, de la stratégie de la société et de tous les actes qui lui sont réservés spécifiquement par le CSA¹⁶. Le conseil de surveillance a également un rôle de surveillance du conseil de direction¹⁷.

¹⁴ CSA., art. 7 :85.

¹⁵ CSA., art. 7 :101.

¹⁶ CSA., art. 7 :109.

¹⁷ D. SZAFRAN, « La responsabilité des administrateurs et dirigeants et la corporate governance », *La responsabilité des dirigeants de sociétés, associations et fondations*, J. Henri (dir.), Bruxelles, Larcier, 2022, P. 127-165.

Le conseil de direction, lui, exerce tous les pouvoirs d'administration qui ne sont pas réservés au conseil de surveillance. Par ailleurs, les membres du conseil de direction ne peuvent pas être membres du conseil de surveillance.

Principe n°2 : le conseil et le management exécutif agissent dans le cadre de leurs attributions respectives et interagissent de manière constructive. Ce principe met l'accent sur la création de valeur durable, en confiant au conseil la mission de définir la stratégie, d'assurer un *leadership* responsable et éthique et de superviser les performances de la société.

On constate ici le passage clair à une approche de gouvernance dépassant la seule création de valeur actionnariale, passage qui est du reste encouragé par le nouvel article 1 :1 du CSA qui ouvre la possibilité aux sociétés de s'assigner un ou plusieurs autres buts que celui de distribuer ou de procurer à leurs associés un avantage patrimonial direct ou indirect ¹⁸.

Principe n°3 : la société se dote d'un conseil efficace et équilibré. Le conseil doit être composé de manière à permettre une prise de décision efficace tout en réunissant des compétences diversifiées, tant en termes d'expertise que de profil.

Dans le cadre d'un système moniste, le conseil d'administration doit comprendre une majorité d'administrateurs non exécutifs et un nombre approprié d'administrateurs indépendants. Si le choix a été fait d'opter pour un système dual, le conseil de surveillance doit comprendre un nombre approprié de membre indépendants.

La notion d'administrateur indépendant existait déjà dans le Code des sociétés à l'article 526^{ter} et reposait sur un ensemble de critères légaux. Cette liste a été supprimée avec l'arrivée du CSA. On prévoit maintenant, à l'art. 7 :87, §1^{er}, al. 2 du CSA, qu'« un administrateur d'une société cotée est considéré comme indépendant s'il 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 ».

Cette condition d'indépendance sera présumée jusqu'à preuve du contraire si un administrateur remplit les critères prévus dans le Code 2020.

Principe n°4 : des comités spécialisés assistent le conseil dans l'exercice de ses attributions. Le conseil est tenu de mettre en place un comité d'audit, un comité de rémunération et un comité de nomination.

Ces comités permettent d'approfondir l'analyse de certaines questions et de garantir que les enjeux essentiels soient traités de manière adéquate avant d'être soumis au conseil.

En ce qui concerne le comité d'audit, il s'agit d'un comité au sein duquel certains membres du conseil d'administration se spécialisent dans la question du contrôle de l'information, notamment financière et comptable au sein de l'entreprise, et dans la prévention des risques au sein de l'entreprise.

¹⁸ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 288.

En ce qui concerne le comité de rémunération, il doit être constitué au sein du conseil d'administration s'il s'agit d'un système moniste et au sein du conseil de surveillance s'il s'agit d'une structure duale.

Ce comité établit une politique de rémunération au sein de l'entreprise, spécialement pour les fonctions dirigeantes. Le rapport de rémunération que le conseil de d'administration ou le conseil de surveillance doit déposer à l'assemblée générale doit être préparé par le comité de rémunération. Ses compétences sont par ailleurs décrites à l'article 7 :100 du CSA.

Enfin, en ce qui concerne le comité de nomination, il comprend certains administrateurs qui vont se spécialiser dans l'établissement des profils de fonction et la recherche de candidats pour les fonctions dirigeantes.

Il est composé majoritairement d'administrateurs non exécutifs indépendants. Son rôle consiste à faire des recommandations au conseil d'administration au sujet de la nomination des administrateurs et des managers exécutifs. Il planifie le renouvellement ordonné des administrateurs et conduit le processus de reconduction dans leurs fonctions des administrateurs sortant¹⁹.

Principe n°5 : la société nomme les membres du conseil selon une procédure transparente. Une telle procédure transparente est adoptée pour garantir l'efficacité des nominations et des reconductions des administrateurs. Le conseil établit des procédures de nomination et des critères de sélection objectifs pour les administrateurs exécutifs et non exécutifs²⁰.

Le comité de nomination joue un rôle central dans ce processus puisqu'il conduit le processus de nomination et recommande des candidats appropriés au conseil. Le conseil fait alors des propositions de nomination ou de reconduction à l'assemblée générale.

Principe n°6 : tous les membres du conseil font preuve d'indépendance d'esprit et agissent toujours dans l'intérêt social. Il met particulièrement l'accent sur la prévention et la gestion des conflits d'intérêts, ainsi que sur les exigences d'intégrité et de diligence qui s'imposent aux administrateurs.

En effet, on exige des administrateurs qu'ils placent les intérêts de la société au-dessus de leurs propres intérêts et qu'ils s'occupent 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 société²¹.

Les administrateurs doivent également informer le conseil de tout conflit d'intérêts qui pourrait affecter leur jugements, notamment au début de chaque réunion, à propos des points à l'ordre du jour.

Principe n°7 : la société rémunère les membres du conseil et les managers exécutifs de manière équitable et responsable. Sur avis du comité de rémunération, le conseil adopte une politique de rémunération conçue pour attirer, récompenser et retenir les talents nécessaires,

¹⁹ D. SZAFRAN, « La responsabilité des administrateurs et dirigeants et la corporate governance », *La responsabilité des dirigeants de sociétés, associations et fondations*, J. Henri (dir.), Bruxelles, Larcier, 2022, p. 141.

²⁰ Disposition 5.1 du Code 2020.

²¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *op.cit.*, p. 485.

promouvoir la réalisation d'objectifs stratégiques conformes au niveau de risque accepté par la société et favoriser la création de valeur durable.

Il est prévu qu'un administrateur non exécutif puisse recevoir une partie de sa rémunération sous la forme d'action de la société, lesquelles doivent être conservées au moins un an après que l'administrateur non exécutif a quitté le conseil et au moins trois ans après leur distribution. Ils ne reçoivent pas de rémunération liées aux performances de la société et ils ne bénéficient pas de stock-options.

Pour les managers exécutifs, ils sont tenus de détenir un nombre minimal d'actions pendant la durée de leur mandat.

Afin de faire correspondre les intérêts des managers exécutifs aux objectifs de création de valeur durable, la part variable de rémunération doit être structurée de façon à être liée à leurs performances individuelles et à celles de la société²².

Principe n°8 : la société traite tous les actionnaires de manière égale et respecte leurs droits. Ce principe vise les rapports entre les actionnaires et la société. 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 minoritaires²³

Principe n°9 : la société dispose d'une procédure rigoureuse et transparente pour évaluer sa gouvernance. Le conseil doit évaluer au moins une fois tous les trois ans ses propres performances ainsi que son interaction avec le management exécutif, son fonctionnement et celui de ses comités²⁴.

Lors de l'expiration du mandat de chaque administrateur, le conseil doit également évaluer sa participation aux réunions, son engagement, sa contribution, sa capacité d'adaptation, et son implication dans les débats et les prises de décision, le tout d'une manière conforme à une procédure préétablie et transparente.

Principe n°10 : Le comité rend compte publiquement du respect du code. Il s'agit du principe consacré au « *comply or explain* », et la procédure à suivre en cas de dérogation aux dispositions du Code 2020.

Au moins une fois par an, une description des dérogations au Code est soumise au conseil à l'initiative du secrétaire de la société. L'objectif est de vérifier la qualité des explications données. Le conseil est alors appelé à approuver les raisons qui ont été invoquées et expliquer la manière et les raisons pour lesquelles la société a fait le choix de déroger aux dispositions.

²² P. MOINEAU, « Le code de gouvernance d'entreprise 2020 : une collaboration renforcée entre le marché et l'État », J.T., 2020, p. 805-811.

²³ Voy. les dispositions 8.5, 8.6 et 8.7. du Code 2020.

²⁴ P. MOINEAU, *op. cit.*

Section IV : Intégration volontaire du *soft law* dans des actes juridiques sanctionnés par le droit étatique – charte de gouvernance

Tout ou partie des normes de *soft law* peuvent être volontairement intégrées dans des actes juridiques sanctionnés par le droit étatique. Le *soft law* perd alors son caractère non contraignant mais ne change pas de nature pour autant. Il ne s'agit, en dernier ressort, que d'un mode d'exercice de la liberté d'organisation des sociétés en matière de gouvernement d'entreprise.

Une illustration de cette pratique est la décision de l'Assemblée générale de donner une force obligatoire à certaines bonnes pratiques en les intégrant dans les statuts²⁵. Cependant, la portée d'une telle insertion dans les statuts d'une société reste limitée.

En effet, en cas de violation de ces dispositions, les administrateurs pourront voir leur responsabilité engagée à l'égard de la société et des tiers, sur la base des articles 2 :56 et 2 :57 du CSA. En revanche, les actes juridiques conclus avec les tiers de bonne foi en méconnaissance de ces règles ne pourront pas être annulés, en raison de l'inopposabilité des limitations statutaires aux compétences légales du conseil d'administration.

C'est dans ce contexte qu'il convient de distinguer le code de *corporate governance*, instrument de *soft law* externe, de la charte de gouvernance d'entreprise, qui constitue sa transposition interne par la société. Une charte de gouvernance d'entreprise a vocation à être un document de référence décrivant les standards, principes et pratiques de gouvernance d'entreprise que le conseil d'administration se propose de suivre²⁶.

L'affaire Fortis constitue la première illustration jurisprudentielle de cette problématique. Le conseil d'administration de la société Fortis avait adopté une charte de gouvernance d'entreprise, le *Fortis governance statement*, qui prévoyait que certaines décisions, notamment celles « d'une portée telle qu'elles affectent l'identité de la société », devaient être soumises à l'approbation de l'assemblée générale.

En outre, le *Fortis governance statement* avait reçu une consécration dans les statuts de la société, l'article. 14, A. des statuts disposant que « le CA délibérera et décidera en accord avec les règles définies par le Fortis governance statement modifié de temps à autre ».

A la suite de la crise financière de 2008, le conseil d'administration de Fortis avait pris une série de décisions, notamment concernant la cessions d'actifs stratégiques. Mais ces décisions avaient été prises sans consulter l'assemblée générale.

Certains actionnaires ont contesté la validité de ces opérations au motif que le *Fortis governance statement* imposait de consulter et d'obtenir l'approbation de l'assemblée

²⁵ 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

²⁶ Cour d'appel (18e ch.), Bruxelles, 12/12/2008 — I. Référé - Recevabilité - Autonomie par rapport à une demande au fond. - II. Référé - Demandes formulées contre des personnes qui ne sont pas partie à la cause. - III. Référé - Urgence - Notion. - IV. Société anonyme - Conseil d'administration - Pouvoirs - Modalités - Effet interne. - V. Société anonyme - Conseil d'administration - Décisions - Nullité - Régime. - VI. Autorités administratives - Compétences - Limites - Ordre public - Moyen d'office. - VII. Experts-vérificateurs - Mission - Nature - Procédure - (n° 7010), Rev. prat. Soc., 2009/4, p. 432-486.

générale pour de telles opérations. La question s'est donc posée de savoir si un instrument de *soft law*, en l'occurrence le *Fortis governance statement*, pouvait acquérir une force contraignante du seul fait de sa mention dans les statuts de la société.

Dans son ordonnance du 18 novembre 2008, le président du tribunal de commerce de Bruxelles a estimé que la simple mention du *Fortis governance statement* dans les statuts ne permettait ni de l'y incorporer, ni de lui attribuer une valeur de norme statutaire. La charte conserverait donc sa nature de code de bonne conduite, de *soft law*, dont la portée demeure essentiellement interne et qui n'est pas contraignante du point de vue juridique.

Le raisonnement du juge reposait sur plusieurs éléments déterminants. D'une part, la charte pouvait être modifiée unilatéralement par le conseil d'administration, sans respecter les exigences formelles applicables à la modification des statuts, qui nécessite l'intervention de l'assemblée générale, l'acte authentique et des règles de publicité. D'autre part, lorsque la société entend conférer une force obligatoire à certaines règles, celles-ci sont expressément reprises dans les statuts eux-mêmes, et non uniquement dans la charte²⁷.

Il en résulte que le renvoi statutaire ne saurait, à lui seul, transformer un instrument de *soft law* en norme de *hard law*. Autrement dit, le renvoi n'équivaut pas à une incorporation.

L'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles du 12 décembre 2008 semble, quant à lui, adopter une position différente en reconnaissant une certaine portée contraignante au *Fortis governance statement* du fait de sa mention dans les statuts.

Ce point de vue selon lequel le conseil d'administration doit respecter la charte est cependant critiqué par la doctrine. En effet, cette décision tend à atténuer la distinction qui existe entre *soft law* et *hard law*.

Comme le soulignent R. Aydogdu et A. Autenne, « Par application des directives d'interprétation des contrats, portées par les articles 1156 et s. de l'ancien code civil, le juge ne peut en effet faire abstraction, dans l'examen d'une simple référence statutaire à une communication de gouvernement d'entreprise, de la nature d'une telle communication, qui constitue au premier chef une mesure de publicité destinée à assurer l'efficacité de la sanction du marché. La volonté de la société de dénaturer cette mesure de publicité en un engagement juridiquement sanctionné ne devra donc souffrir d'aucune ambiguïté.

L'affirmation péremptoire de l'arrêt du 12 décembre 2008 selon laquelle le CA est tenu de respecter le *Fortis governance statement* aux termes des statuts méconnaît ce principe fondamental »²⁸.

²⁷ Cour d'appel (18e ch.), Bruxelles, 12/12/2008 — I. Référé - Recevabilité - Autonomie par rapport à une demande au fond. - II. Référé - Demandes formulées contre des personnes qui ne sont pas partie à la cause. - III. Référé - Urgence - Notion. - IV. Société anonyme - Conseil d'administration - Pouvoirs - Modalités - Effet interne. - V. Société anonyme - Conseil d'administration - Décisions - Nullité - Régime. - VI. Autorités administratives - Compétences - Limites - Ordre public - Moyen d'office. - VII. Experts-vérificateurs - Mission - Nature - Procédure - (n° 7010), Rev. prat. Soc., 2009/4, p. 432-486.

²⁸ 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

En définitive, l'intégration volontaire de règles issues de la *soft law*, telles que les codes de *corporate governance*, dans les statuts d'une société permet bien de leur conférer une certaine force obligatoire. Toutefois, cela reste limité à l'ordre interne de la société : « le dépassement tel qu'invoqué par les demandeurs de ses pouvoirs par le conseil d'administration de Fortis n'ayant un effet que purement interne à la société, seul l'engagement de la responsabilité du conseil d'administration vis-à-vis de la société devrait le cas échéant être invoqué »²⁹.

Dans cette même affaire, une deuxième question s'est posée : la publication volontaire d'une charte de gouvernance peut-elle constituer un engagement juridique contraignant ?

Pour une partie de la doctrine néerlandophone, publier une charte de gouvernance reviendrait à s'engager vis-à-vis du marché et des actionnaires. Ces auteurs se réfèrent notamment à un arrêt rendu par le *Hoge Raad der Nederlanden* le 21 février 2003³⁰.

Dans cette affaire, la Cour suprême des Pays-Bas a examiné une déclaration de gouvernance publiée par la société HBG. La Cour a considéré qu'elle ne permettait pas de déduire une obligation de consulter l'assemblée générale avant certaines décisions. Néanmoins, le fait que la Cour ait examiné la portée de la déclaration de HBG avant de rejeter la prétention de ses actionnaires, est interprété par cette doctrine flamande comme une reconnaissance implicite du caractère obligatoire de la déclaration de gouvernement d'entreprise.

Le Professeur Dieux, quant à lui, admet qu'une société puisse s'obliger à respecter certaines bonnes pratiques par le biais d'un engagement unilatéral de volonté. Mais il refuse d'accorder à la charte de gouvernance d'entreprise une telle qualification au motif que « la simple référence et la simple mise en œuvre d'un code non contraignant dont les normes sont conçues comme des règles de marché, ne sauraient justifier cette conséquence ».

En effet, la publication d'une charte s'inscrit dans la logique propre du *soft law*. Elle vise à assurer la transparence et à permettre l'exercice de la sanction du marché. Y attacher une sanction étatique reviendrait à méconnaître la volonté de la société, qui n'entend pas s'obliger juridiquement, mais uniquement se conformer à des standards de bonne gouvernance.

Dans les faits, le *Fortis governance statement* constituait indubitablement une charte de gouvernance d'entreprise que Fortis publiait en application du code 2004. Elle devait, pour cette raison, être analysée comme une simple mesure de publicité destinée, dans le système de *soft law*, à assurer la sanction du marché.

Chapitre II. Hard Law

Le *hard law* n'impose pas directement les codes de *corporate governance* mais il organise leur application, leur transparence et, de plus en plus, en absorbe le contenu. De ce point de vue, une analyse diachronique du droit belge et du droit de l'Union européenne s'impose.

²⁹ A. AUTENNE et R. AYDOGDU, *ibidem*.

³⁰ LJN: AF1486, Hoge Raad, OK 101.

Section I. Droit belge

Le CSA contient des dispositions obligatoires, notamment sur la création d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération, des exigences relatives à la détermination et à la divulgation de la rémunération des dirigeants, aux exigences pour les administrateurs indépendants et à l'émission d'une déclaration de gouvernance d'entreprise³¹. Le respect de ces dispositions obligatoires est assuré, par l'auditeur de la société cotée et la *Financial Services and Markets Authority* (en abrégé, FSMA).

L'arrêté royal du 12 mai 2019, portant désignation du code de gouvernement d'entreprise, dispose que le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 est le seul code applicable au sens de l'art. 3 :6, §2 du CSA.

Il y va d'un mécanisme de délégation, qui met en œuvre une nouvelle dynamique : les règles élaborées au terme d'un processus d'autorégulation sont en quelque sorte reconnues et consacrées par le législateur sous couvert du principe « *comply or explain* », sans perdre leur nature de *soft law*³².

Le Code de gouvernance d'entreprise 2020 a vocation à s'appliquer aux sociétés belges cotées en bourse. A cet égard, la notion de société cotée a reçu une nouvelle définition dans le CSA.

Ainsi, l'art. 1 :11, al. 1^{er} 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 visé à l'art. 3, 7° de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la directive 2014/65/UE ».

Autrement dit, la notion de société cotée ne vise plus que les sociétés dont les actions, parts bénéficiaires ou certificats se rapportant à ces actions sont cotée sur un marché réglementé. La cotation d'autres titres, les obligations par exemple, n'est plus utilisée dans la notion de société cotée³³.

§1. Consécration légale du principe « *comply or explain* »

Le principe du *comply or explain* a acquis une dimension contraignante en droit belge, comme c'était déjà le cas sous l'empire du Code des sociétés³⁴. En effet, l'article 3 :6, §2, 2° du CSA impose aux sociétés cotées qui n'appliquent pas intégralement le code de gouvernance d'entreprise de 2020 de mentionner, dans leur rapport de gestion annuel, « les parties du code de gouvernement d'entreprise auxquelles elle déroge et les raisons fondées de cette dérogation ».

³¹ X, « Corporate Governance in Belgium », disponible sur www.ecgi.global, s.d. consulté le 8 décembre 2025.

³² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *op.cit.*, p. 484.

³³ P. MOINEAU, « Le code de gouvernance d'entreprise 2020 : une collaboration renforcée entre le marché et l'État », *J.T.*, 2020, p. 805-811.

³⁴ C. Soc., art. 96, §2, 2°.

Toutefois, l'intégration du principe *comply or explain* dans le droit étatique n'implique pas, en tant que tel, l'incorporation des bonnes pratiques recommandées par les codes de gouvernance appliqués par les sociétés.

En effet, la consécration légale de ce principe ne conduit pas à conférer une valeur juridique contraignante aux normes de gouvernance. La loi ne prévoit aucun contrôle de fond qui porterait sur la pertinence des justifications données par une société lorsque celle-ci s'écarte des recommandations d'un Code. À cet égard, il ressort clairement des travaux préparatoires que, si le commissaire aux comptes³⁵ est tenu de vérifier la présence des informations qui sont requises dans le rapport de gestion, ainsi que leur concordance avec les comptes annuels³⁶, il ne lui appartient pas d'en apprécier la qualité ni d'évaluer la pertinence des explications que la société fournit en cas de dérogation³⁷.

L'examen de la loi, à la lumière de la directive 2006/46³⁸ et des travaux préparatoires, met ainsi en évidence une volonté du législateur de s'en tenir à une intervention limitée en matière de *soft law*. Celle-ci vise avant tout à assurer une meilleure transparence des pratiques de gouvernance, afin de permettre au marché d'exercer sa sanction³⁹. En revanche, ni la loi ni les travaux préparatoires ne permettent de considérer que les recommandations faites par le code acquièrent, de ce seul fait, une force obligatoire, exception faite de l'hypothèse où la société déciderait expressément de leur conférer un caractère contraignant⁴⁰.

§2. Intégration légale de certaines règles de gouvernance dans le CSA

Les développements qui vont suivre portent sur des notions déjà abordées dans le cadre de l'analyse des codes de *corporate governance*. Il s'agit toutefois ici de les envisager sous un angle différent, à savoir celui de leur intégration progressive dans le droit positif belge.

Le CSA ne définit pas de manière express la notion d'administrateur exécutif. L'article 7 :99 du CSA s'inspire cependant de la recommandation 2005/162/CE du Conseil de l'Union européenne pour préciser la notion : « tout administrateur qui s'est vu déléguer la gestion journalière visée à l'article 7 :121 du CSA est dans tous les cas présumé être un membre exécutif du conseil d'administration »⁴¹.

³⁵ Réviseur d'entreprise nommé par l'assemblée générale pour la mission de contrôle légal des comptes annuels et, le cas échéant, des comptes consolidés.

³⁶ CSA, art. 3 :75, §1^{er}, 6°.

³⁷ Doc.parl. Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 9.

³⁸ La directive 2006/46/CE est le fondement européen de l'obligation pour les sociétés cotées d'insérer une déclaration de gouvernement d'entreprise dans leur rapport de gestion. Il consacre également le mécanisme du « *comply or explain* », qui impose aux sociétés qui s'écarteraient du code de gouvernance applicable d'identifier les dispositions concernées et de motiver cette dérogation.

³⁹ Doc.parl. Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 9-10.

⁴⁰ 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

⁴¹ D. SZAFRAN, « La responsabilité des administrateurs et dirigeants et la corporate governance », *La responsabilité des dirigeants de sociétés, associations et fondations*, J. Henri (dir.), Bruxelles, Larcier, 2022, p. 127-165.

L'administrateur exécutif chargé de la gestion journalière est celui qui, individuellement, conjointement ou collégalement, se charge de tous les actes et prend toutes les décisions qui n'excèdent pas les besoins de la vie quotidienne de la société ainsi que les actes et les décisions qui, en raison de l'intérêt mineur qu'ils représentent ou en raison de leur caractère urgent, ne justifient pas l'intervention du conseil d'administration, de l'administrateur unique ou du conseil de direction (articles 5 :79 CSA et 6 :67 du CSA)⁴².

En ce qui concerne les administrateurs non-exécutifs à présent, la notion n'est pas non plus définie par le CSA. Mais il est d'usage qu'elle doit être comprise *a contrario* de la notion d'administrateur exécutif. Est donc un administrateur non exécutif celui qui n'est pas en charge d'une fonction de direction opérationnelle.

C'est dans cette catégorie des administrateurs non-exécutifs que l'on retrouve les administrateurs indépendants. L'émergence du concept de *corporate governance* a entraîné la nécessité de préciser la notion d'administrateur indépendant. Cette problématique s'explique par l'origine anglo-saxonne du *corporate governance*, confrontée à des structures d'actionnariat plus dilué que sur le continent européen : les administrateurs exerçant une fonction exécutive dans la société étant surreprésentés dans les conseils d'administration, les investisseurs institutionnels réclamèrent une surveillance indépendante sur la gestion.

Le CSA traite de la notion d'administrateur indépendant à l'article 7 :87 et renvoie aux critères d'indépendance fixés par le Code 2020, dont il a déjà été traité *supra*.

Quant au choix d'une structure moniste ou dualiste, le CSA a prévu la possibilité d'instaurer un véritable modèle de gestion dual. Le premier principe du Code 2020 confirme que les sociétés cotées doivent prendre une décision fondée et réfléchie quant au modèle de gestion qui serait le plus adapté, choix qui doit être réévalué à intervalles réguliers.

Une société anonyme (en abrégé, SA) peut désormais choisir entre trois modèles de gouvernance : l'administration moniste, qui se décline en deux mécanismes que sont l'administration moniste classique et l'administrateur unique, et l'administration duale.

Même cotée, la SA n'est pas tenue d'opter pour le régime du dualisme. Ce dernier est un régime optionnel qui doit être prévu dans les statuts. Mais si elle le fait, elle doit installer deux organes collégiaux composés en principe d'au moins trois membres, à savoir un conseil de surveillance et un conseil de direction.

Il faut également noter qu'aucun membre de l'un des deux conseils ne peut simultanément faire partie de l'autre. Le régime de ces deux conseils est prévu aux articles 7 :104 et suivants du CSA.

Les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale et peuvent être désigné par la première fois dans l'acte constitutif. Les membres du conseil de direction, quant à eux, sont nommés par le conseil de surveillance.

L'article 7 :109 du CSA attribue expressément une série de missions à l'un et l'autre organes. Le conseil de surveillance représente en outre la société envers les tiers dans toutes les

⁴² P. BOSSARD., « La société anonyme », Navez, E.-J. (dir.), *Le nouveau droit des sociétés et des associations*, 1^e édition, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 81-94.

matières pour lesquelles il est exclusivement compétent. L'article 7 :110 du CSA explicite le fait que le conseil de direction, pour sa part, dispose d'une compétence résiduaire et est chargé d'exercer comme un conseil d'administration moniste tous les pouvoirs d'administration qui ne sont pas réservés au conseil de surveillance⁴³.

La possibilité de désigner un administrateur unique est prévue par le CSA à l'article 7 : 101 du CSA. En effet, la SA peut désormais être unipersonnelle et donc être administrée par un seul administrateur. Enfin, la SA peut également opter pour le système plus classique d'un conseil d'administration, organe collégial qui doit compter au moins 3 administrateurs, qui est prévu à l'article 7 :85 du CSA.

Les comités d'audit et de rémunération sont aussi prévus explicitement dans le CSA. En effet, l'article 7 :99 prévoit la création d'un comité d'audit et sa composition. L'article 7 :99, §1^{er} du CSA oblige les sociétés cotées à constituer un tel comité au sein de leur conseil d'administration, lorsqu'il s'agit d'une structure moniste, et au sein du conseil de surveillance si la structure est duale, aux termes de l'article 7 :119, §1^{er} du CSA.

Pour le comité de rémunération, son régime est prévu à l'article 7 : 100 du CSA et prévoit que les sociétés cotées doivent constituer un comité de rémunération au sein de leur conseil d'administration.

§3. Le rôle des autorités de marché⁴⁴

Le contrôle du respect du Code est contrôlé par différentes entités dont les actionnaires de la sociétés, le commissaire et la FSMA. Cette dernière surveille en particulier le respect par les sociétés cotées du principe « *comply or explain* ».

La Commission *Corporate Governance*, quant à elle, fait établir annuellement une étude reprenant le degré de conformité de chaque société cotée qui examine le bien-fondé des explications qui auraient été fournies par les entreprises qui ont fait le choix de déroger à une ou plusieurs dispositions du Code 2020.

§4. L'obligation légale de référence au code

L'article 3 :5 du CSA indique que, dans toutes les sociétés cotées, l'organe d'administration doit établir un rapport dans lequel il rend compte de sa gestion.

Parmi les différents modes d'articulation entre le *soft law* et l'ordre juridique étatique, il est concevable que l'État intervienne non pas sur les normes substantielles de *corporate governance* mais sur le mécanisme de publicité qui y est attaché, pour garantir, l'existence d'une telle publicité ou pour préserver la qualité et la fiabilité de l'information donnée au marché.

⁴³ P. BOSSARD., « La société anonyme », Navez, E.-J. (dir.), *Le nouveau droit des sociétés et des associations*, 1^{re} édition, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 81-94.

⁴⁴ Code 2020 : Comment utiliser le Code 2020, p. 5

La caractéristique de cette hybridation du *soft law* par le droit étatique réside dans le fait que la sanction étatique est conçue non pas comme une fin, mais comme le moyen de renforcer la sanction du marché.

Pour assurer la publicité des pratiques des sociétés, le Code 2020 instaure un principe de transparence à travers deux mécanismes : d'une part, la charte de gouvernance d'entreprise qui décrit les aspects principaux du gouvernement d'entreprise et, d'autre part, la déclaration de gouvernance d'entreprise⁴⁵.

C'est ce dispositif de transparence obligatoire qui est au cœur de la directive 2006/46⁴⁶ dont l'objectif est d'uniformiser la transparence en matière de gouvernance. Cette directive a été transposée en droit belge par une loi du 6 avril 2010⁴⁷ et son arrêté royal d'exécution du 6 juin 2010⁴⁸. Sous cet angle, le droit belge incorpore donc des règles de *soft law*.

La déclaration de gouvernance d'entreprise est désormais intégrée dans le rapport annuel de gestion⁴⁹ et est donc prévu par le CSA à l'article 3 :6, §2. Ce dernier indique tous les éléments pertinents qui concernent le gouvernement d'entreprise de l'exercice écoulé, notamment le code appliqué, les dérogations au code s'il y en a et leurs justifications⁵⁰. Il comprend également le rapport de rémunération.

Il faut toutefois préciser qu'effectivement ce mécanisme est prévu par le CSA donc cette nouvelle obligation légale est assortie de sanctions juridique traditionnelles en droit des sociétés. Mais le Conseil d'État a précisé, dans un avis du 6 janvier 2009, que « la publication de la déclaration de gouvernement d'entreprise n'a aucune conséquence juridique. Cette publication est une simple obligation d'information qui s'inscrit dans un souci de transparence »⁵¹.

En d'autres termes, il y a obligation légale de publier une déclaration, avec des sanctions possibles. Mais la publication en elle-même est une simple obligation d'information.

⁴⁵ Code 2020 : Comment utiliser le Code 2020, p. 5

⁴⁶ Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, JOUE L224, 16 août 2006, pp. 1-7.

⁴⁷ 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.

⁴⁸ Arrêté royal du 6 juin 2010 portant désignation du Code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées, M.B., 28 juin 2010.

⁴⁹ CSA., art. 3 :4.

⁵⁰ R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la corporate governance », J.T., 2011, p. 199.

⁵¹ 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

Section II. Droit de l'Union européenne

En principe, les questions relatives à l'organisation et au fonctionnement des sociétés relèvent de la compétence des législateurs nationaux. Toutefois, la diversité des réglementations au sein de l'Union européenne est susceptible de générer une insécurité juridique pour les acteurs économiques amenés à interagir avec des sociétés établies dans d'autres États membres. Afin d'y remédier, l'article 50, §2, g) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) prévoit que les institutions européennes coordonnent, dans la mesure du nécessaire, les garanties exigées dans les États membres en vue de protéger les intérêts des associés et des tiers, et de faciliter l'exercice de la liberté d'établissement⁵².

Cette intervention s'est principalement traduite par un mouvement de coordination des législations nationales en droit des sociétés, amorcé dès la fin des années 1960. Les différentes directives adoptées en la matière ont progressivement été modernisées, notamment afin de renforcer la protection des actionnaires et des créanciers, d'améliorer la qualité de la réglementation et de simplifier les obligations administratives. Récemment, ces directives ont été en partie codifiées par la directive 2017/1132 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relatives à certains aspects du droit des sociétés.

Si l'Union européenne n'impose pas directement l'adoption de codes nationaux de gouvernance d'entreprise, elle en a largement favorisé l'émergence et l'encadrement. Son intervention s'inscrit principalement dans une logique de promotion de standards de bonne gouvernance, par le biais d'instruments de *soft law* et d'exigences accrues de transparence.

À la suite notamment de la communication de la Commission du 21 mai 2003 intitulée « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne », adoptée dans le prolongement du Rapport Winter de 2002, la Commission a encouragé les États membres à adopter des codes de *corporate governance* fondés sur le principe du *comply or explain*⁵³.

Cette approche a été consolidée par plusieurs recommandations de la Commission européenne, notamment la recommandation 2004/913/CE concernant la rémunération des administrateurs des sociétés cotées et la recommandation 2005/162/CE relative au rôle des administrateurs non exécutifs et des comités du conseil d'administration. Plus récemment, la recommandation 2014/208/CE a précisé les modalités d'application du principe du *comply or explain*, en insistant sur la qualité et la pertinence des explications fournies par les sociétés.

Par ailleurs, le droit de l'Union européenne a renforcé l'effectivité de ces codes en imposant des obligations de transparence. Ainsi, la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels impose aux sociétés cotées de publier une déclaration de gouvernance d'entreprise (art. 20), dans laquelle elles indiquent le code de gouvernance appliqué et justifient les éventuelles dérogations.

⁵² D. WILLERMAIN et E.-J. NAVEZ, « L'évolution de la gouvernance des sociétés au 21e siècle », *La gouvernance des sociétés au 21e siècle*, Limal, Anthemis, 2020, p. 40.

⁵³ A. AUTENNE et R. AYDOGDU, *op. cit.*

Ce mécanisme confère une portée indirecte aux codes de gouvernance, en soumettant les sociétés au contrôle du marché et des investisseurs, sans pour autant transformer ces instruments en normes juridiquement contraignantes.

Enfin, parallèlement aux instruments contraignants, l'Union européenne a développé un ensemble important d'actes de *soft law* qui ont influencé les pratiques de gouvernance, tels que des recommandations, des communications et des plans d'action. Dans cette perspective, les codes nationaux, tels que le Code 2020, apparaissent comme le produit d'une interaction étroite entre le droit de l'Union, le droit national et les pratiques du marché. Cela traduit une forme de régulation hybride, caractéristique du gouvernement d'entreprise contemporain.

Force est de constater que l'appel à la transparence se fait de plus en plus pressant. Les actionnaires, les investisseurs, les analystes financiers, mais aussi le grand public, exigent de plus en plus d'informations de la part des sociétés⁵⁴. Ainsi, la gouvernance des entreprises nécessite d'analyser la question des droits des actionnaires et de l'information des investisseurs, notamment sous l'angle de la directive SRD II⁵⁵, et de sa transposition en droit belge par la loi du 28 avril 2020.

La Commission européenne a constaté après la crise financière de 2008 que les actionnaires soutiennent souvent une prise de risque excessive à court terme. Pour encourager l'engagement à long terme des actionnaires et accroître la transparence entre les sociétés et les investisseurs, la directive 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, dite directive SRD II, distingue 5 axes dont nous en aborderons les 4 premiers :

- Premier axe : L'identification des actionnaires dans les sociétés cotées :

La directive donne aux sociétés cotées la possibilité de demander l'identité de leurs actionnaires auprès des intermédiaires afin de pouvoir établir un dialogue qui soit efficace et direct entre eux et les sociétés.

Ce constat découle du fait que les actions de sociétés cotées sont souvent détenues au travers de chaînes d'intermédiaires complexes, ce qui complique l'exercice des droits des actionnaires.

Cela constitue un obstacle à l'engagement des actionnaires puisque les grandes sociétés sont souvent incapables d'identifier leurs actionnaires. Or, être en mesure d'identifier ses actionnaires est indispensable afin d'entamer un dialogue actionnarial efficace, 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 générales.

Cette possibilité donnée par la directive SRD II aux sociétés cotées qui ont leur siège statutaire en Belgique et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé établi

⁵⁴ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », *op.cit.*, p. 285.

⁵⁵ 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.

ou opérant dans un EM, de demander l'identité de ses actionnaires auprès des intermédiaires, a été transposé en droit belge par une loi du 2 mai 2007⁵⁶.

Afin d'éviter de trop grandes divergences dans la mise en œuvre des dispositions de la directive SRD II, la Commission européenne a adopté le règlement d'exécution 2018/1212 fixant des exigences minimales pour la mise en œuvre des dispositions relatives à l'identification des actionnaires, la transmission d'informations et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires⁵⁷.

- Deuxième axe : La facilitation de l'exercice des droits des actionnaires :

La directive impose également des mesures qui sont destinées à faciliter l'exercice des droits des actionnaires.

Ainsi, l'article 29/4, §1^{er} de la loi du 2 mai 2007 inséré en droit belge en vertu de la loi transposant la directive prévoit une obligation de transmission des informations aux actionnaires mais également à la société cotée par les intermédiaires. L'article 29/5 de la loi, quant à lui, tend à faciliter l'exercice du droit de vote.

Enfin, l'article 7 :146, §5 du CSA, qui autorise les actionnaires à participer à distance au vote en simplifiant l'exercice du droit de vote électronique, contraint la société à envoyer à l'actionnaire une confirmation électronique de réception des votes quand ils sont exprimés sous forme électronique.

- Troisième axe : L'implication directe des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise :

Aux yeux du législateur européen, l'engagement concret et durable des actionnaires constitue l'une des pierres angulaires du modèle de gouvernance des sociétés cotées⁵⁸.

La directive renforce la transparence et le contrôle des rémunérations des dirigeants en introduisant un mécanisme « *say on pay* », qui implique un vote contraignant des actionnaires sur la politique de rémunération et un vote consultatif sur le rapport de rémunération.

Chaque société cotée devra soumettre à l'approbation de ses actionnaires une politique et un rapport de rémunération des dirigeants de l'entreprise. Ce principe a été transposé en droit belge à l'article 7 :89/1 du CSA.

- Quatrième axe : Le dialogue avec les investisseurs institutionnels :

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. On constate que les longues chaînes d'intermédiaires au travers desquelles les actionnaires détiennent

⁵⁶ Art. 29/1 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 diverses.

⁵⁷ Ph. LAMBRECHT, « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d'entreprise » in Th. Tilquin et al. (dir.), Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable, 1^{er} éd., Bruxelles, Larcier, 2021, p. 53.

⁵⁸ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », op.cit., p. 285.

souvent leurs actions ou exercent leurs droits constituent parfois une entrave à l'engagement à long terme des actionnaires⁵⁹.

La directive SRD II encadre le rôle des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote en leur imposant des obligations de transparence relatives à leur politique d'engagement.

Ces différents acteurs doivent publier des informations sur leur stratégie d'investissement et leur implication dans la société, le tout dans une logique inspirée du principe *comply or explain*, désormais caractéristique de l'application du Code 2020.

Chapitre III. Les conséquences de la violation des obligations impliquées par le corporate governance en Belgique

En droit économique, la sanction est généralement présentée sous un double mode, qui renverrait à deux « mondes » distincts : d'une part, la sanction proprement « juridique » de l'État, exercée par les autorités publiques qui l'incarnent ; et, d'autre part, celle, « factuelle », du marché, par l'entremise des agents privés qui le composent⁶⁰.

Les violations des recommandations faites par les codes de *corporate governance* peuvent entraîner des conséquences de nature différente selon le mécanisme de contrôle envisagé. D'une part, elles peuvent être appréhendées sur le terrain du *hard law* à travers la mise en cause de la responsabilité des dirigeants pour faute de gestion. D'autre part, elles peuvent produire des effets économiques indirects, via la réaction du marché, qui constitue une forme de sanction autonome fondée sur la confiance des investisseurs.

Section I. La responsabilité des dirigeants pour faute de gestion

§1. Cadre juridique de la faute de gestion

L'article 2 :56 du CSA régit la responsabilité de deux catégories de dirigeants : d'une part, les dirigeants visés par l'article 2 :51 du CSA en vertu duquel « chaque membre d'un organe d'administration ou délégué à la gestion journalière est tenu à l'égard de la personne morale de la bonne exécution de la mission qui lui a été confiée » ; d'autre part, les dirigeants de faits, c'est-à-dire toutes les personnes qui détiennent le pouvoir de gérer effectivement la personne morale. Ces deux catégories de dirigeants sont responsables envers la personne morale des fautes commises dans l'accomplissement de leur mission⁶¹.

La manière dont la responsabilité des dirigeants est appréciée pour faute de gestion par les juridictions est doublement limitée par le principe de contrôle marginal et par le principe de

⁵⁹ Ph. LAMBRECHT, « L'évolution de la gouvernance au sein de la société cotée », op.cit., p. 281-282.

⁶⁰ R. AYDOGDU, Q. DETIENNE, G. GRÉGOIRE, et N. THIRION, « La sanction du marché : une tentative d'analyse microscopique du droit économique », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 15.

⁶¹ G. CALLENS, A. CAUTAERS, H. CULOT, Y. DE CORDT, G. DE PIERPONT, T. FLAMENT, E. FOSSÉPREZ, J-M. GOLLIER, A. HANNOUILLE, et N. TISSOT, « Chapitre 5 - Responsabilité des administrateurs », *Société anonyme*, 2^e édition, Bruxelles, Larcier, 2021, p. 337-440.

contrôle *a priori*. Cette double limitation a pour but d'assurer ce qu'on qualifie d'immixtion minimale des juges dans le fonctionnement des sociétés.

Dans toutes les économies de marché, il existe un principe qui garantit que les sociétés sont gérées de manière autonome par leurs dirigeants, que ce n'est pas à l'administration ou au pouvoir judiciaire de décider la bonne manière de gérer une société. Ce n'est que dans des circonstances exceptionnelles que les magistrats peuvent intervenir et censurer une faute de gestion.

L'idée sous-jacente est que ce sont les organes d'administration qui sont les mieux placés pour savoir comment gérer la société et non pas un juge qui n'est pas un professionnel de la gestion de sociétés.

Dans les pays anglo-saxons, ce principe est qualifié de « *business judgement rule* », expression qui désigne ce principe d'immixtion minimale et d'autonomie de la société dans son fonctionnement par rapport à l'État. En droit belge, c'est sous l'angle du contrôle marginal et de l'appréciation *a priori* qu'elle se manifeste.

En effet, l'article 2 :56, al. 1^{er}, dernière phrase, précise qu'il faut que les actes ou comportements « excèdent manifestement la marge ». En d'autres termes, la censure judiciaire n'est admissible que dans les cas où il y a un excès manifeste de la marge d'appréciation du dirigeant normalement prudent et diligent, placé dans les mêmes circonstances.

En ce qui concerne le contrôle *a priori*, deuxième élément de l'immixtion minimale du juge, le texte légal précise que ce dernier doit juger à la lumière de ce qu'aurait fait un administrateur normalement prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances. Pour cela, il doit se placer au jour où la décision a été prise.

La responsabilité de ces deux catégories de dirigeants pour faute de gestion est limitée à des seuils et montant maximaux⁶². En vertu du CSA, ces montants maximaux auxquels ces personnes peuvent être condamnées en application de la limitation de responsabilité varient entre 125 000 euros et 12 000 000 euros, à condition que les exceptions à ces limites prévues par la loi ne s'appliquent pas.

Le montant maximum au-delà duquel la responsabilité d'un administrateur ne peut, sauf exceptions, être engagée, est déterminé en fonction, d'une part, de la tranche du chiffre d'affaires moyen et, d'autre part, de la tranche du bilan moyen de la société au sein de laquelle l'administrateur concerné exerce ses fonctions⁶³.

§2. Application au Code 2020

Toutefois, si cette double limitation du contrôle judiciaire vise à préserver l'autonomie de gestion des dirigeants, elle n'exclut pas l'influence croissante de standards externes dans

⁶² CSA., art. 2 :57.

⁶³ D. SZAFRAN, « La responsabilité des administrateurs et dirigeants et la corporate governance », *La responsabilité des dirigeants de sociétés, associations et fondations*, J. Henri (dir.), Bruxelles, Larcier, 2022, P. 148.

l'appréciation de la faute de gestion. Sur ce point, les codes de *corporate governance* jouent un rôle de plus en plus significatif.

En particulier, le Code 2020, bien qu'il relève du *soft law* et qu'il repose sur le principe *comply or explain*, établit un ensemble de bonnes pratiques en matière de gestion des risques, de contrôle interne, de transparence et de prévention des conflits d'intérêts.

Ces recommandations, sans être juridiquement contraignantes, contribuent néanmoins à préciser le contenu du comportement attendu d'un administrateur normalement prudent et diligent. Dans cette perspective, on peut considérer que les codes de *corporate governance* participent à une objectivation progressive de la faute de gestion⁶⁴.

En effet, ils fournissent au juge un référentiel concret lui permettant d'apprécier si le dirigeant est resté dans les limites de sa marge d'appréciation. Ainsi, le respect des principes de bonne gouvernance peut constituer un indice de bonne gestion, tandis que la dérogation dépourvue de justification suffisante est susceptible de renforcer la caractéristique d'une faute.

Il en résulte que, sans remettre en cause les principes de contrôle marginal et d'appréciation *a priori*, les codes de gouvernance contribuent à encadrer de manière plus précise l'exercice du pouvoir de gestion. Ils ne conduisent pas à une substitution du juge aux dirigeants mais à une évaluation plus structurée et informée de leurs décisions, en intégrant des standards contemporains de bonne gestion.

L'affaire Fortis permet d'illustrer les limites du recours aux codes de gouvernance comme fondement de la responsabilité des dirigeants. En effet, le *Fortis Governance Statement*, bien qu'étant du *soft law* et ayant partiellement été repris dans les statuts, a été analysé comme un instrument de référence dépourvu de valeur normative contraignante. Dès lors, son non-respect ne suffit pas, à lui seul, à caractériser une faute de gestion au sens de l'article 2 :56 du CSA.

Toutefois, ces standards de gouvernance peuvent jouer un rôle indirect en tant que référentiel permettant d'apprécier le comportement du dirigeant normalement prudent et diligent. D'ailleurs, l'ordonnance du 18 novembre 2008, rappelait en outre la portée limitée d'une éventuelle intégration statutaire du *Fortis governance statement*, au regard de l'article 522, §1^{er} du Code des sociétés : « que le dépassement tel qu'invoqué par les demandeurs de ses pouvoirs par le CA de Fortis n'ayant un effet que purement interne à la société, seul l'engagement de la responsabilité du conseil d'administration vis-à-vis de la société devrait le cas échéant être invoqué »⁶⁵.

Section II. La sanction du marché

Dans de nombreux domaines, la sanction n'est plus uniquement envisagée sous l'axe de la réaction à une faute qui aurait déjà été commise. Elle tend également à devenir un instrument qui a pour but d'orienter les comportements économiques, visant à inciter les acteurs du

⁶⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, op.cit., p. 483.

⁶⁵ 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

marché à adopter certaines pratiques de gouvernance et de conformité. Ainsi, la sanction participe à une logique plus large de gouvernance comportementale destinée à influencer les décisions des acteurs économiques⁶⁶.

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 financière »⁶⁷.

Malgré l'absence de contrainte étatique, il existe un mécanisme central qui permet au *soft law* d'être effectif : la sanction du marché. Contrairement aux règles de droit étatiques, dont la violation entraîne des sanctions judiciaires, les règles de *soft law* sont appliquées grâce à la réaction des acteurs du marché, en particulier les investisseurs et les actionnaires⁶⁸.

Concrètement, lorsqu'une société ne respecte pas les bonnes pratiques de gouvernance ou en fait une application jugée insatisfaisante, elle s'expose à une perte de confiance de la part du marché. Cela peut se traduire par des comportements économiques défavorables, tels que la vente d'actions par les investisseurs, une baisse du cours de bourse ou encore des difficultés d'attirer de nouveaux capitaux.

Cette sanction de marché est donc essentiellement financière et réputationnelle, reposant sur des mécanismes de pression et de réputation, mis en œuvre par l'ensemble des acteurs du marché. Ainsi, même si elle est étrangère au raisonnement juridique qu'on peut qualifier de traditionnel, la sanction du marché ne doit pas être sous-estimée. Elle est souvent considérée comme la sanction la plus déterminante en matière économique car elle agit directement sur la valeur et la crédibilité de l'entreprise.

La sanction du marché repose entièrement sur l'information des acteurs du marché. En effet, pour que le marché puisse jouer son rôle de sanction, il faut que les acteurs de celui-ci disposent d'une information suffisante sur les pratiques de gouvernance des sociétés. Sans cette publicité, la sanction du marché ne peut pas fonctionner, faute pour les investisseurs de pouvoir évaluer le comportement des entreprises. Dans ce contexte, il est concevable que l'État intervienne pour garantir cette transparence, en obligeant les sociétés à publier certaines informations, notamment dans leur rapport de gestion.

En effet, comme l'on rappelés O. Caprassé 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

⁶⁶ S. ROUSSEAU, « Propos introductifs » », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 9.

⁶⁷ E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en oeuvre », in *Liber amicorum Jacques Malherbe*, Bruxelles, Bruylant, 2006., p. 1202.

⁶⁸ A. AUTENNE et R. AYDOGDU, *op. cit.*

transparence, en l'absence duquel les entreprises n'ont pas tendance à adopter les bonnes pratiques recommandées par la *soft law* »⁶⁹.

C'est dans cette logique que s'inscrit la transposition de la directive 2006/46 en droit belge. Les sociétés cotées doivent désormais inclure une déclaration de gouvernance d'entreprise, dans laquelle elles doivent mentionner le code appliqué et expliquer les éventuelles dérogations qui y sont faites en application du principe « *comply or explain* ».

Cependant, cette intervention de l'État reste limitée. La sanction juridique n'est pas conçue comme une fin mais comme le moyen de renforcer la sanction du marché. Le but est de renforcer la publicité faite par les sociétés pour permettre au marché de jouer son rôle de sanction.

Il n'est pas donné de valeur étatique aux codes de gouvernance ou aux déclarations publiées. Elles restent du *soft law*, sauf volonté explicite de la société de les rendre contraignantes. La sanction propre du *soft law*, opérée spécialement à travers la contrainte économique, relèverait donc d'une nature « extrajuridique ». Sous couvert de remise en cause du monopole étatique dans la production des normes, la *summa divisio* entre sanction publique (de l'État), proprement juridique, et sanction privée (du marché), seulement factuelle, en sort donc paradoxalement réaffirmée⁷⁰.

En conséquence, même si certaines obligations sont désormais sanctionnées juridiquement, le non-respect des bonnes pratiques elles-mêmes n'entraîne en principe aucune sanction juridique, mais « seulement » une sanction du marché.

⁶⁹ O. CAPRASSE et R. AYDOGDU, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés en Belgique », *Le pouvoir dans les sociétés*, 2012, Bruxelles, Bruylant, p. 310-311.

⁷⁰ R. AYDOGDU, Q. DETIENNE, G. GRÉGOIRE, et N. THIRION, « La sanction du marché : une tentative d'analyse microscopique du droit économique », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 35.

PARTIE II. ANALYSE CRITIQUE DU CADRE JURIDIQUE DU *CORPORATE GOVERNANCE* EN BELGIQUE

Chapitre I. Avantages

L'essor des codes de gouvernance d'entreprise s'explique largement par les avantages traditionnellement reconnus aux mécanismes d'autorégulation et, en particulier, au système du *comply or explain*. Bien que ce modèle fasse aujourd'hui l'objet de critiques, il reste largement utilisé au sein des ordres juridiques occidentaux, ce qui tend à montrer une certaine utilité pratique et fonctionnelle des mécanismes de *soft law* en matière de gouvernance des sociétés.

Comme l'a souligné X. Dieux lors de notre échange, « le fait est qu'il y a des recommandations, le fait est qu'il y a des codes de *corporate governance* »⁷¹, qui se sont imposés progressivement dans l'écosystème européen et anglo-saxon.

Section 1. Flexibilité et adhésion volontaire

Un premier avantage qui est classiquement associé au *corporate governance* réside dans sa flexibilité. En effet, les codes de gouvernance d'entreprise permettent l'adoption de pratiques sur mesure⁷², adaptées aux spécificités de la société concernée, de son secteur d'activité ou encore de sa structure actionnariale. Le principe du *comply or explain* assure flexibilité et adaptabilité de la règle, et tient compte des particularismes sectoriels ou de taille et des spécificités⁷³.

Dans le même sens, l'autorégulation permet d'introduire des règles plus ambitieuses et expérimentales que celles qui sont mises en œuvre et imposées à l'ensemble des entreprises par le droit étatique. Le *soft law* offre un espace d'expérimentation juridique permettant d'élaborer de véritables meilleures pratiques de gouvernance, sans imposer uniformément ces standards à toutes les entreprises⁷⁴.

Au-delà de la flexibilité du mécanisme *comply or explain*, les codes de *corporate governance* présentent également l'avantage de reposer sur une logique d'adhésion qui se veut volontaire des destinataires de la norme. Contrairement à une réglementation imposée verticalement par l'État, les codes de gouvernance procèdent d'une forme de *self-regulation*, élaborée « par et pour les entrepreneurs »⁷⁵. R. Houben explique que « l'entreprise peut simplement ignorer

⁷¹ Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.

⁷² : I. TCHOTOURIAN, L. GEELHAND de MERXEM, « Comply or explain. D'une fin annoncée à une mutation constatée », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e édition, Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 123.

⁷³ I. TCHOTOURIAN, L. GEELHAND de MERXEM, *ibidem*.

⁷⁴ R. HOUBEN, « Intérêt de la société et intérêt général – Une tentative de clarification des rôles entre les sociétés et l'État », *J.T.*, 2022/3, p. 33-43.

⁷⁵ R. HOUBEN, *ibidem*.

les règles qui ne lui conviennent pas (et le cas échéant expliquer pourquoi), alors que c'est impossible dans le cadre d'une norme imposée par l'État »⁷⁶.

X. Dieux souligne d'ailleurs que les acteurs ayant participé à l'élaboration de la règle seraient davantage enclins à la respecter volontairement que lorsqu'elle est imposée par une autorité supérieure, par l'État. Ils seraient plus motivés à respecter effectivement des règles qu'ils s'imposent à eux-mêmes. Il s'agirait d'une horizontalisation de la source qui a pour effet de la rendre plus efficace⁷⁷.

Les acteurs du marché ont en effet une meilleure connaissance des besoins de leur secteur que les autorités publiques et sont donc mieux placés pour déterminer les pratiques de gouvernance qui seraient les plus adéquates⁷⁸.

Section 2. Transparence et information du marché

Le mécanisme du *comply or explain* est également présenté comme un instrument qui favorise la transparence et la diffusion de l'information en matière de gouvernance des sociétés⁷⁹. En effet, en imposant aux sociétés qui s'écartent des recommandations du code d'expliquer les raisons de cette dérogation, le système permet aux investisseurs et aux différentes parties prenantes d'obtenir davantage d'informations sur les choix de gouvernance opérés par la société.

Cette logique de transparence s'inscrit dans les objectifs historiquement poursuivis par le *corporate governance*, lesquels étaient initialement centrés sur la protection des investisseurs et la restauration de la confiance des marchés à la suite de plusieurs scandales financiers⁸⁰.

Ce mécanisme contribue à réduire l'asymétrie d'information entre les sociétés et les investisseurs et participe ainsi au bon fonctionnement du marché⁸¹.

Cette dimension informationnelle explique d'ailleurs que le législateur européen ait intégré le mécanisme du *comply or explain* dans le cadre applicable aux sociétés cotées, notamment à travers la directive 2006/46 imposant la publication d'une gouvernance d'entreprise⁸². En droit belge, on retrouve cette obligation à l'article 3 :6, §2 du CSA⁸³.

⁷⁶ R. HOUBEN, « Intérêt de la société et intérêt général – Une tentative de clarification des rôles entre les sociétés et l'État », *J.T.*, 2022/3, p. 33-43.

⁷⁷ Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.

⁷⁸ R. HOUBEN, *op. cit.*

⁷⁹ X., « Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise », disponible sur <https://economie.fgov.be/fr>, 23 août 2024.

⁸⁰ Historique

⁸¹ I. TCHOTOURIAN, L. GEELHAND de MERXEM, « Comply or explain. D'une fin annoncée à une mutation constatée », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e édition, Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 123.

⁸² 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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

⁸³ P. MOINEAU, « Le code de gouvernance d'entreprise 2020 : une collaboration renforcée entre le marché et l'État », *J.T.*, 2020, p. 805-811.

La sanction du non-respect des recommandations ne provient pas nécessairement d'une contrainte étatique directe, mais elle peut être le résultat des réactions du marché, des investisseurs institutionnels. Ce modèle repose donc largement sur l'idée selon laquelle la transparence permettrait au marché d'exercer lui-même une forme de discipline sur les sociétés cotées.

Chapitre II. Limites et inconvénients

Section 1. Adaptabilité des codes

Un argument classiquement avancé en faveur des codes de *corporate governance* est celui de leur adaptabilité, c'est-à-dire leur capacité d'adaptation rapide aux évolutions économiques et sociétales⁸⁴. Selon X. Dieux, les recommandations contenues dans les codes de gouvernance pourraient être modifiées plus rapidement qu'une norme législative⁸⁵.

Cette vision est toutefois fortement nuancée par R. Aydogdu. Même s'il admet qu'en théorie la commission *corporate governance* pourrait décider plus rapidement que les législateurs, il constate que la mise à jour de tels codes se fait à un rythme modéré⁸⁶.

En effet, on peut observer que le code belge de gouvernance n'a connu que trois révisions⁸⁷ au cours des 25 dernières années alors que, dans le même laps de temps, le droit des sociétés a fait l'objet de nombreuses réformes législatives importantes, en ce compris le CSA et la loi de préparation du CSA actuellement en discussion.

A l'appui de cet argument, le Professeur Aydogdu met en lumière le fait que la commission *corporate governance* repose elle-même sur une composition pluraliste, ce qui nécessite des compromis entre différents acteurs économiques et institutionnels. Cela relativise également l'idée selon laquelle l'élaboration des recommandations serait nécessairement plus rapide ou plus simple que le processus législatif classique.

Enfin, une telle adaptabilité ne pourrait véritablement produire ses effets que dans un système de *soft law* pure, dans lequel les acteurs privés disposeraient d'une autonomie complète dans l'élaboration et la modification des recommandations de gouvernance. Or, comme le souligne R. Aydogdu, le système de *soft law* pure n'existe plus en Belgique. En effet, nous sommes rentrés dans un ordre de co-régulation.

Dans ce contexte, les modifications qui seraient apportées aux codes de *corporate governance* doivent encore être reconnus dans le cadre juridique étatique afin de produire pleinement leurs effets dans le mécanisme belge du *comply or explain*.

⁸⁴ R. HOUBEN, « Intérêt de la société et intérêt général – Une tentative de clarification des rôles entre les sociétés et l'État », *J.T.*, 2022/3, p. 33-43.

⁸⁵ Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.

⁸⁶ Entretien avec R. AYDOGDU, réalisé le 13 mai 2026.

⁸⁷ Code Lippens en 2004, Code Daems en 2009 et le Code 2020.

Section 2. Le *corporate governance* : complément du droit étatique ou concurrence normative ?

Une ambiguïté du *corporate governance* réside dans les rapports qu'elle entretient avec le droit étatique. Deux lectures distinctes s'opposent.

Selon X. Dieux, les recommandations de *corporate governance* ne constitueraient pas une véritable concurrence avec le pouvoir étatique. Le fait que le législateur européen et national ait progressivement intégré les codes de gouvernance dans le cadre juridique étatique applicable aux sociétés cotées démontrerait au contraire une forme d'absorption du phénomène. Le *corporate governance* serait alors un complément du droit étatique et non pas un ordre normatif concurrent⁸⁸.

Cependant, R. Aydogdu adopte une lecture très différente⁸⁹. De son point de vue, l'intégration progressive du *comply or explain* dans le droit positif témoignerait du refus de l'État de laisser se développer un ordre normatif autonome entièrement fondé sur le *soft law*. L'intervention du législateur traduirait dès lors une forme d'absorption des mécanismes privés de gouvernance par l'ordre juridique étatique.

Le mécanisme du *comply or explain* produit aujourd'hui des effets juridiques qui dépassent largement la logique d'une simple recommandation. En effet, il est intégré dans le cadre légal via l'article 3 :6, §2 du CSA qui impose aux sociétés cotées de faire référence à un code de gouvernance déterminé et d'expliquer les éventuelles dérogations qui y sont faites.

En droit belge, l'absence de conformité ou d'explication suffisante peut constituer une violation des obligations applicables aux sociétés cotées et engager, le cas échéant, la responsabilité civile des membres de l'organe d'administration. Certes, l'établissement d'un dommage et d'un lien causal demeurent nécessaire, mais le mécanisme produit néanmoins des effets juridiques qui dépassent la simple sanction du marché. Le *comply or explain* se trouve ainsi partiellement intégré dans le *hard law*⁹⁰.

En outre, cette hybridation croissante entre *soft law* et intervention étatique conduit certains auteurs à considérer que l'intervention de l'État dans le mécanisme du *comply or explain* pourrait même conduire à sanctionner une explication insuffisante ou purement formelle⁹¹.

L'exemple de la notion d'indépendance des administrateurs illustre aisément les difficultés engendrées par la coexistence entre normes étatiques et recommandations de gouvernance. À un moment donné, cette notion était présente dans les deux corps de texte tout en étant définie de manière différente, créant une situation d'insécurité juridique pour les sociétés cotées. Cela a conduit le législateur à faire référence au code de gouvernance applicable pour définir l'indépendance dans le CSA, démontrant ainsi l'imbrication progressive entre l'ordre normatif privé et l'ordre étatique.

⁸⁸ Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.

⁸⁹ Entretien avec R. AYDOGDU, réalisé le 13 mai 2026.

⁹⁰ Entretien avec R. AYDOGDU, réalisé le 13 mai 2026.

⁹¹ R. AYDOGDU, *La sanction des sociétés par l'État et le marché : Une analyse microscopique de la « régulation » dans le droit des affaires contemporain*, thèse de doctorat, Université de Liège, 2017, p. 110

Cette évolution illustre plus largement la difficulté de maintenir une distinction claire entre *hard law* et *soft law* en matière de corporate governance. Le système contemporain semble davantage reposer sur une logique hybride de co-régulation, dans laquelle recommandations privées et intervention étatique s'entremêlent progressivement.

Chapitre III. Le respect du code 2020

Les critiques adressées au mécanisme du *comply or explain* doivent être nuancées à la lumière des études empiriques consacrées au respect du code 2020. Le rapport de monitoring 2024 réalisé par GUBERNA et la FEB, à la demande de la commission *corporate governance*, relève que 91,9 % des dispositions du code sont appliquées purement et simplement par les sociétés reprises dans les échantillons, tandis que seules 4,9 % des dispositions du code font l'objet d'une dérogation accompagnée d'une explication⁹².

A l'inverse, seules 3,2 % des dispositions ne sont pas appliquées et ce, sans justification de la dérogation. Le rapport souligne également une amélioration progressive de la qualité des *explains* puisque 90,5 % des explications sont qualifiées d'informatives et argumentatives⁹³.

Ces résultats présentent un intérêt particulier dans le cadre de l'analyse critique du mécanisme. D'une part, ils tendent à démontrer que le *comply or explain* ne constitue pas un mécanisme purement théorique ou qui serait systématiquement inefficace puisque les sociétés cotées semblent respecter les exigences de transparence imposées par le code 2020.

D'autre part, ces chiffres mettent en évidence le fait que les sociétés composant les échantillons de l'enquête ont très peu eu recours à la flexibilité offerte par le système⁹⁴. Alors que le *comply or explain* repose sur l'idée qu'une société puisse prendre la décision de s'écarter des recommandations lorsqu'une solution alternative apparaît plus appropriée à sa situation, les entreprises privilégient en pratique une application quasi systématique des dispositions du code 2020.

Cette situation pourrait conduire à s'interroger sur la portée réelle de la flexibilité présentée comme l'un des principaux avantages du *corporate governance*. La pression réputationnelle exercée par le marché, combinée aux exigences croissantes de transparence et de justification, pourrait en pratique inciter les sociétés à privilégier une logique de conformité plutôt qu'un véritable usage du mécanisme de dérogation.

⁹² GUBERNA et FEB., « rapport d'étude : respect du Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 », 2026, p. 3.

⁹³ GUBERNA et FEB., *ibidem*.

⁹⁴ GUBERNA et FEB., *ibidem*.

CONCLUSION

L'évolution du *corporate governance* illustre les transformations contemporaines du droit économique et des modes de régulation des sociétés cotées. Longtemps présentés comme de simples instruments de *soft law*, les codes de *corporate governance* se sont progressivement imposés comme étant des mécanismes centraux d'encadrement des comportements d'entreprises. X. Dieux souligne d'ailleurs qu'il « observe que dans l'écosystème occidental, c'est-à-dire l'Europe, les États-Unis et le Canada, ces codes se sont répandus, ce qui présume de leur utilité. »⁹⁵

La présente étude a toutefois mis en évidence le caractère ambivalent de ces mécanismes. D'une part, les codes de *corporate governance* reposent sur une logique de flexibilité, d'autorégulation et de sanction du marché. D'autre part, leur intégration progressive dans l'ordre juridique belge, notamment à travers le mécanisme du « *comply or explain* », témoigne d'un renforcement croissant de leur portée normative et de l'intervention de l'État dans leur mise en œuvre.

Les études de monitoring relatives au respect du code 2020 démontrent également que les sociétés appliquent largement les recommandations du code et que la qualité des explications fournies en cas de dérogation tend à s'améliorer progressivement, bien que de telles dérogations soient peu courantes. Ces constats tendent à démontrer que les codes de *corporate governance* occupent aujourd'hui une place importante dans la pratique des sociétés et qu'ils bénéficient d'une réelle prise en considération par les acteurs du marché, malgré leur origine essentiellement non étatique.

Le système belge de gouvernance d'entreprise apparaît ainsi comme un modèle hybride, situé à la frontière entre *soft law* et *hard law*. Cette hybridation permet de préserver une certaine souplesse dans l'application des recommandations tout en assurant un minimum d'effectivité par l'intervention du législateur et du pouvoir réglementaire.

Enfin, les débats doctrinaux relatifs à l'effectivité de la sanction du marché, à l'adaptabilité des codes ou encore aux rapports entre autorégulation privée et pouvoir étatique démontrent que le *corporate governance* demeure un objet juridique en constante évolution. Plus qu'un simple ensemble de recommandations, le *corporate governance* constitue aujourd'hui un véritable mode contemporain de régulation des sociétés cotées.

⁹⁵ Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.

BIBLIOGRAPHIE

TEXTES NATIONAUX :

Arrêté royal du 6 juin 2010 portant désignation du Code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées, M.B., 28 juin 2010.

Arrêté royal 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

Code belge de gouvernance d'entreprise (2020)

Code Buysse

Code des sociétés et des associations de 2019

Code des sociétés (C.soc.), art. 524bis.

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 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

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.

TEXTES EUROPEENS :

Directive (UE) 2024/1760 du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité

Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition

Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, JOUE L224, 16 août 2006, pp. 1-7.

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.

Plan d'action 23 mai 2003 : Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne

JURISPRUDENCE :

Affaire Fortis

Cass., 28 novembre 2013.

Cour d'appel (18e ch.), Bruxelles, 12/12/2008 — I. Référé - Recevabilité - Autonomie par rapport à une demande au fond. - II. Référé - Demandes formulées contre des personnes qui ne sont pas partie à la cause. - III. Référé - Urgence - Notion. - IV. Société anonyme - Conseil d'administration - Pouvoirs - Modalités - Effet interne. - V. Société anonyme - Conseil d'administration - Décisions - Nullité - Régime. - VI. Autorités administratives - Compétences - Limites - Ordre public - Moyen d'office. - VII. Experts-vérificateurs - Mission - Nature - Procédure - (n° 7010), Rev. prat. Soc., 2009/4, p. 432-486.

DOCTRINE :

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'Etat*, BFR/DBF, Larcier, 2010, p. 157-184.

R. AYDOGDU, *La sanction des sociétés par l'Etat et le marché : Une analyse microscopique de la « régulation » dans le droit des affaires contemporain*, thèse de doctorat, Université de Liège, 2017, p. 110.

R. AYDOGDU, « Mais où sont les neiges d'antan ? – Le Code des sociétés à l'ère de la corporate governance », J.T., 2011, p. 199.

R. AYDOGDU, Q. DETIENNE, G. GRÉGOIRE, et N. THIRION, « La sanction du marché : une tentative d'analyse microscopique du droit économique », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 15-78.

P. BOSSARD., « La société anonyme », Navez, E.-J. (dir.), *Le nouveau droit des sociétés et des associations*, 1^e éd., Bruxelles, Larcier, 2019, p. 81-94.

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

O. CAPRASSE, 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.

S. H. De CLEYN, « Compliance of Companies with Corporate Governance Codes: Case Study on Listed Belgian SMEs », *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, 2014.

X. DIEUX, « “Corporate Governance” – De la loi du 2 août 2002 au “Code Lippens” », J.T., 2005, n° 6166, p. 57-63.

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.

P.-Y. GOMEZ, *La gouvernance d'entreprise* (3^e éd.), Que sais-je, 2024.

G. GRÉGOIRE et al., *La sanction du marché : une tentative d'analyse microscopique du droit économique. Le renouveau de la sanction en droit économique*, colloque, Université de Liège, 15-16 mai 2025.

GUBERNA et FEB., « rapport d'étude : respect du Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 », 2026.

R. HOUBEN, « Intérêt de la société et intérêt général – Une tentative de clarification des rôles entre les sociétés et l'État », *J.T.*, 2022/3, p. 33-43.

Ph. LAMBRECHT, « Aspects de droit financier », *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.

Ph. LAMBRECHT, « La création de valeur durable dans le Code belge de gouvernance d'entreprise », *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l'économie durable*, Th. Tilquin et al. (dir.), 1e éd., Bruxelles, Larcier, 2021, p. 15-60.

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

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, p. 465-507.

P. MOINEAU, « Le code de gouvernance d'entreprise 2020 : une collaboration renforcée entre le marché et l'État », *J.T.*, 2020, p. 805-811.

J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT, Ph. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, 5e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 485.

T. MUMTAZ AWAN, « Corporate Governance : Evolving Practices and Emerging Challenges », IntechOpen, 2024.

S. ROUSSEAU, « Propos introductifs », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 9-13.

D. SZAFRAN, « La responsabilité des administrateurs et dirigeants et la corporate governance », *La responsabilité des dirigeants de sociétés, associations et fondations*, J. Henri (dir.), Bruxelles, Larcier, 2022, P. 127-165.

I. TCHOTOURIAN, L. GEELHAND de MERXEM, « Comply or explain. D'une fin annoncée à une mutation constatée », *Le renouveau des sanctions en droit économique*, H. Culot (dir.), 1^e édition, Bruxelles, Bruylant, 2026, p. 111-136.

N. THIRION, *Code des sociétés et codes de corporate governance : quelles interactions ?*, Kluwer, 2011, p. 115-140.

B. TRICKER, *the evolution of corporate governance*, cambridge university press, 2021

Chr. Van der ELST, « the Belgian struggle for corporate governance improvements », ECGI, 2008.

Chr. Van der ELST, « the 2020 Belgian code on corporate governance and the external auditor », *tax audit & accountancy*, 2020, p. 56-68.

Vanham & Vanham, « Le nouveau code de corporate governance : vers d'avantage de transparence ? », séminaire, 2009.

S. VOSSAERT, A. CORHAY, A. TOURANI RAD, « corporate governance : the case of Belgium », 2000.

D. WILLERMAIN, « Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes : état des lieux et réflexions », *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Y. de cordt (dir.), Bruxelles, Larcier, 2009, p. 123-174.

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

P. WIRTZ, *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, La Découverte, 2008.

E. WYMEERSCH, « Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en œuvre », *Liber amicorum*, J. Malherbe, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 1195-1202.

X, « Quelles sont les différences entre un code de conduite et un code d'éthique ? », disponible sur www.corporatesolutions.euronext.com, 8 juin 2023.

X, « Corporate Governance in Belgium », disponible sur www.ecgi.global, s.d. consulté le 8 décembre 2025.

X., « Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise », disponible sur <https://economie.fgov.be/fr>, 23 août 2024.

DIVERS :

Code éthique Patria

Code éthique FN Herstal

Doc. parl. Chambre 2009-10, n° 2336/001, pp. 9-10.

Entretien avec R. AYDOGDU, réalisé le 13 mai 2026.

Entretien avec X. DIEUX, réalisé le 12 mai 2026.