

**Alexia AUTENNE**

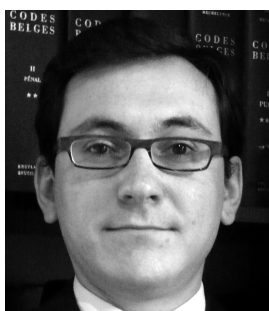
Chercheur qualifiée du

FNRS

Chargée de cours à l'UCL

Maître de conférences à

l'ULB

**Roman AYDOGDU**

Assistant à l'ULg

Avocat au barreau de Liège

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

La loi du 6 avril 2010 marque une étape importante dans le développement de la corporate governance en droit belge des sociétés. Elle instaure, entre autres mesures, un régime de transparence en matière de gouvernement d'entreprise et de rémunération, auquel est consacrée la présente étude.

Si la loi s'inscrit dans la continuité des mesures prises antérieurement au niveaux européen et belge, elle appelle cependant une réflexion renouvelée sur les rôles respectifs et la combinaison de la soft law et du droit étatique dans la “régulation” des sociétés cotées.

Transparency in the Act of April 6, 2010 Aimed at Improving Corporate Governance.

Corporate Governance at the Crossroads Between Market Self-sufficiency and the Almighty State

The Act of April 6, 2010 is an important step in the development of corporate governance in Belgian corporate law. This Act provides among other things a transparency scheme in the field of corporate governance and remuneration, which is the object of this study.

The Act ties in with the measures that have already been taken at the European and Belgian levels, but nevertheless it creates the need for a new reflection about the role of the parties concerned and about the combination between soft law and hard law in the “regulation” of listed companies.

1. La loi visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées (ci-après la “loi”)^{1,2} trouve son origine dans un avant-projet du gouvernement élaboré durant l'automne 2008, au plus fort de la crise financière et de l'affaire *Fortis*. Mesure de circonstance sous cet angle, elle n'en constitue pas moins l'aboutissement d'une double réflexion, européenne et nationale, sur le gouvernement d'entreprise (“corporate governance”).

La loi transpose en effet plusieurs dispositions de la directive 2006/46³ et répond, plus largement, aux vœux de “renforcement du gouvernement d'entreprise” adressés par la Commission européenne

adresses par la Commission européenne

1. 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, MB 23 avril 2010.
2. Nous nous limitons, dans le présent article, au volet de la loi relatif aux sociétés cotées; nous n'analysons donc ni la réforme du gouvernement d'entreprise dans les entreprises publiques économiques (art. 21-23 de la loi), inspirée des dispositions relatives aux sociétés cotées, ni la modification du régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier (art. 24-34 de la loi).
3. 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.



dans diverses communications ou recommandations aux Etats membres.

Elle s'inscrit en outre dans le mouvement né de la publication, le 9 décembre 2004, de la première version du code belge de gouvernance d'entreprise, le "code 2004", auquel a succédé, le 12 mars 2009, le "code 2009".

Ces deux sources sont, au demeurant, fortement convergentes: le code belge de gouvernance d'entreprise a en effet puisé son inspiration dans les initiatives européennes et internationales de normalisation des pratiques de *corporate governance*⁴.

2. La réforme tend, selon l'intitulé de la loi, au "*renforcement du gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées*" et, pour ce faire, se déploie sur deux axes, l'un formel, l'autre substantiel.

Elle instaure tout d'abord un régime de transparence à deux niveaux: une obligation *générale* d'information en matière de gouvernement d'entreprise, qui se traduit par la création, au sein du rapport annuel de gestion, d'une "déclaration de gouvernement d'entreprise"; un mécanisme *spécifique* de publicité des rémunérations des dirigeants, qui prend la forme d'un "rapport de rémunération" inséré dans la déclaration de gouvernement d'entreprise.

Les rémunérations des dirigeants font par ailleurs l'objet, sur le fond, d'une réglementation relative aux indemnités de départ, aux rémunérations en (droits d'acquisition d') actions et aux rémunérations variables.

Sur l'ensemble de ces points, la réforme suit fidèlement la voie tracée par les instruments communautaires et le code belge de gouvernance d'entreprise.

3. L'intérêt de la loi tient par ailleurs (et peut-être surtout) aux rapports contrastés qu'elle entretient avec les normes de *soft law*. La publication du code belge de gouvernance d'entreprise a en effet suscité, en Belgique, un vif débat sur les frontières du droit étatique et de la *soft law* dans la "régulation" des sociétés cotées. La loi renouvelle les

termes de ce débat, en mettant en lumière l'enjeu d'une collaboration optimale entre l'Etat et le marché pour atteindre les meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise.

4. La présente étude met l'accent sur ce dernier aspect de la loi. Nous rappellerons, dans une première partie, les antécédents européens et nationaux de la réforme (I). Ce rappel nous permettra ensuite de souligner la continuité, sur le plan du contenu, entre ces initiatives antérieures et la loi.

Nous examinerons ainsi le régime de transparence mis en place par la réforme (II), particulièrement illustratif de cette continuité. La réglementation "substantielle" des rémunérations ne sera par contre évoquée qu'incidemment, dans la troisième partie de l'étude.

La dernière partie sera consacrée aux rapports entre la *soft law* et le droit étatique, la loi servant de point de départ à une réflexion générale sur les nombreuses articulations entre ces deux modes de "régulation" (III).

I. Les antécédents européens et nationaux de la loi visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées

A. Au niveau européen

1. Le plan d'action 2003

5. Le gouvernement d'entreprise fait l'objet, depuis le début des années 2000, d'une attention soutenue de la Commission européenne, alertée par les dysfonctionnements observés dans de grandes sociétés cotées européennes et américaines.

A la suite du rapport Winter⁵, la Commission a publié, le 21 mai 2003, une communication au conseil et au parlement européen sur la "Modernisation du droit des sociétés et le renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne", intitulée "un plan pour avancer"⁶ (ci-après le "plan d'action 2003").

4. Depuis le début des années '90, le thème de la *corporate governance* a constitué un axe majeur de réflexion au sein des instances internationales actives dans le domaine des marchés et dans le monde des affaires. Plusieurs mesures, recommandations, chartes, codes ou guides ont vu le jour pour promouvoir les bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise auprès des Etats, des investisseurs, des entreprises et du public (on songe, notamment aux "Principles of Corporate Governance" de l'OCDE, téléchargeables sur le site www.oecd.org/daf/corporateaffairs/principles/text); il n'y a pas lieu, dans le cadre limité de cet article consacré à l'analyse critique d'une nouvelle législation nationale, de rendre compte de ces initiatives, si ce n'est pour souligner que celles-ci constituent un standard de référence pour les législateurs européen et belge désireux de réglementer les pratiques en matière de gouvernement d'entreprise.

5. En septembre 2001, le commissaire Bolkenstein a confié au Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, présidé par le professeur Jaap Winter, une mission de réflexion sur le gouvernement d'entreprise et la "modernisation" du droit des sociétés. Le rapport Winter sur "Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés" a été publié le 4 novembre 2002.

6. Communication (2003) 284 final de la Commission du 21 mai 2003 au Conseil et au Parlement européen – Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – Un plan pour avancer, disponible sur le site <http://eur-lex.europa.eu>.



Elle y définit la politique qu'elle entendait mener en droit des sociétés et la stratégie normative qui en serait le soutien⁷.

L'objectif de la Commission est clairement exprimé dans l'introduction: le renforcement du gouvernement d'entreprise permet de restaurer la confiance des investisseurs dans le système financier et, partant, de dynamiser les marchés de capitaux en diminuant le coût du capital pour les sociétés émettrices. La Commission en attend également une amélioration de l'efficacité et de la compétitivité des entreprises, les sociétés bien gérées obtenant de meilleurs résultats que leurs concurrentes.

Ces objectifs seront réalisés au niveau européen en encourageant⁸ et coordonnant⁹ les initiatives nationales en la matière.

6. La Commission considère, dans l'optique financière qui préside à sa réflexion, que l'accès des investisseurs à l'information constitue le principal problème à résoudre. Elle se donne ainsi pour but de *“réduire les obstacles empêchant les actionnaires de porter un jugement sur la gestion générale des sociétés (‘obstacles à l’information’)”*. La publicité attachée au gouvernement d'entreprise est vue comme une solution optimale, dans la mesure où les obligations d'information *“supposent une ingérence moindre dans la vie de la société et constituent un instrument sensible au marché, hautement efficace et susceptible de donner rapidement des résultats”*.

La problématique de la rémunération des dirigeants est également appréhendée sous cet angle de l'information: *“Les actionnaires devraient pouvoir apprécier pleinement la relation entre les performances de la société et le niveau de rémunération de ses dirigeants”, ce qui nécessite notamment “une information sur la politique de rémunération et une information sur les rémunérations individuelles des administrateurs dans les comptes annuels”*.

7. Sur certains points, la Commission entend toutefois dépasser l'approche formelle de la transparence et promouvoir quelques règles substantielles devant, selon elle, prévaloir au sein de l'Union européenne¹⁰.

Ainsi préconise-t-elle notamment que dans ce domaine clé de la rémunération des dirigeants, où il existe un risque de conflits d'intérêts pour les administrateurs des sociétés cotées¹¹, les décisions soient prises exclusivement par des “administrateurs extérieurs majoritairement indépendants”, réunis au sein d'un comité de rémunération.

La Commission précise que ces exigences devraient être introduites par les Etats membres, *au minimum* sur la base du principe *“comply or explain”*. La menace à l'égard du “marché” est claire: à défaut pour l'autorégulation de rencontrer le vœu de la Commission, les Etats sont incités à intervenir par la voie normative classique.

2. La mise en œuvre du plan d'action 2003

8. Annoncée dans le plan d'action 2003, la directive 2006/46 concrétise cette volonté de mettre à la disposition des actionnaires une information de base aisément accessible sur les pratiques du gouvernement d'entreprise effectivement appliquées par les sociétés cotées¹².

Son article 1^{er}, 7) instaure l'obligation pour les sociétés cotées d'inclure une déclaration sur le gouvernement d'entreprise dans une section spécifique du rapport de gestion, dans un rapport distinct publié avec celui-ci ou dans un document mis à la disposition du public sur un site Internet dont la référence figure dans le rapport de gestion.

Cet article fixe le contenu minimal de la déclaration, dont la loi s'est inspiré littéralement et que nous examinons ci-dessous (II.A.). Un élément mérite toutefois, à ce stade, toute notre attention.

7. Pour une étude complète du plan d'action, voy. G. CARTON DE TOURNAL, “La modernisation du droit des sociétés et son impact sur le droit belge des sociétés”, *Dr.banc.fin.* 2003, pp. 327 et s.
8. La Commission écarte l'élaboration d'un code européen de gouvernement d'entreprise; un tel code n'aurait pas, selon la Commission, une valeur ajoutée significative (point 3.1.): elle relève, d'une part (et de manière paradoxale), que les différents codes nationaux déjà adoptés sont remarquablement convergents mais que leur harmonisation prendrait des années et, d'autre part, qu'une telle harmonisation n'aurait pas d'effet satisfaisant sans une harmonisation des droits des sociétés nationales dont les codes font partie intégrante et qui comportent encore de fortes divergences; la Commission juge cependant *“souhaitable que chaque Etat membre progresse vers la désignation d'un code, désigné pour être utilisé au niveau national, auquel les sociétés cotées qui relèvent de leur juridiction doivent se conformer, ou par référence auquel elles doivent expliquer en quoi et pourquoi leurs pratiques diffèrent”*.
9. La Commission jette les fondements du forum européen du gouvernement d'entreprise, qui doit encourager la coordination et la convergence des codes nationaux; voy. le site http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_fr.htm#presentation.
10. La Commission constate en effet qu’*“une approche d'autorégulation par le marché, fondée uniquement sur des recommandations non contraignantes, n'est pas, d'évidence, toujours suffisante pour garantir l'adoption de règles de gouvernement d'entreprise saines. Ce n'est qu'en présence d'un certain nombre de règles taillées sur mesure que les marchés sont incités à jouer leur rôle de discipline de manière efficace”*.
11. La Commission considère notamment que *“bien que les sociétés appartiennent à leurs actionnaires, et non à leurs dirigeants, on constate trop fréquemment que leurs droits sont foulés aux pieds par des équipes dirigeantes aux comportements mesquins, voraces, voire frauduleux. Un nouveau sens de la mesure et de l'équité est d'évidence indispensable”*.
12. Considérant 10.



Dans la droite ligne du plan d'action 2003, la directive 2006/46 prend soin de ne pas préjuger des pratiques nationales en matière de gouvernement d'entreprise et, partant:

- prévoit expressément le cas d'une absence de code de gouvernement d'entreprise;
- envisage tant l'hypothèse d'un code obligatoirement applicable aux sociétés cotées que celle d'une adhésion volontaire par ces sociétés;
- renvoie au droit national sur le point de savoir si les dispositions du code de gouvernement d'entreprise doivent être purement et simplement appliquées par les sociétés qui y sont soumises ou si elles peuvent y déroger moyennant justification (principe *"comply or explain"*)¹³.

9. La publicité des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées a, quant à elle, fait l'objet de recommandations de la Commission.

Dans sa recommandation 2004/913¹⁴, la Commission, qui considère que *"la publication d'informations exactes et à jour (...) renforce la confiance des investisseurs et constitue un excellent moyen de promouvoir une saine pratique de gouvernement d'entreprise"*¹⁵, entend *"soumettre [les régimes de rémunération] à des contrôles de gouvernement d'entreprise appropriés, sur la base de droits adéquats en matière d'information"*¹⁶.

La Commission prévoit l'établissement d'un "rapport sur les rémunérations", composé de deux volets.

D'une part, les sociétés cotées doivent rédiger une déclaration sur leur politique de rémunération, dont la discussion doit figurer clairement à l'ordre du jour de l'assemblée générale annuelle. L'assemblée générale vote sur cette déclaration (à tout le moins si 25% des actionnaires en font la demande) mais ce vote peut n'être que consultatif, c'est-à-dire qu'un vote négatif n'entraîne aucune obligation de modifier la politique de rémunération ou des contrats individuels.

D'autre part, le rapport de rémunération doit contenir une série d'informations sur les rémunérations individuelles des dirigeants. Cette information est, selon la Commission, *"un élément essentiel pour permettre aux actionnaires d'apprécier la rémunération versée à la lumière du résultat global de la société"*¹⁷.

Constatant que *"la crise financière a fait apparaître de sérieuses faiblesses quant à la manière dont les marchés financiers sont réglementés et surveillés"*¹⁸, la Commission complète, dans sa recommandation 2009/385¹⁹, la liste des informations qui doivent figurer dans la déclaration sur la politique de rémunération des sociétés cotées. La Commission y annonce également son *"intention d'explorer les possibilités d'harmonisation du système de divulgation de la politique de rémunération des dirigeants"*²⁰.

10. La Commission a également émis plusieurs recommandations sur l'adoption de règles de gouvernement d'entreprise à caractère substantiel.

La recommandation 2005/162²¹ développe la proposition

13. L'art. 1^{er}, 7), 1. prévoit, parmi les mentions minimales de la déclaration de gouvernement d'entreprise:

"a) la désignation

i) du code de gouvernement d'entreprise auquel la société est soumise, et/ou

ii) du code de gouvernement d'entreprise que la société a décidé d'appliquer volontairement, et/ou

iii) de toutes les informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise appliquées allant au-delà des exigences requises par le droit national.

(...)

b) dans la mesure où une société, conformément à la législation nationale, déroge à un des codes de gouvernement d'entreprise visés au point a) i) ou ii), la société indique les parties de ce code auxquelles elle déroge et les raisons de cette dérogation. Si la société a décidé de n'appliquer aucune disposition d'un code de gouvernement d'entreprise visé au point a) i) ou ii), elle en explique les raisons".

14. Recommandation 2004/913/CE de la Commission du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, JOUE L 385, 29 décembre 2004, pp. 0055-0059.

15. Considérant 3.

16. Considérant 1.

17. Considérant 9.

18. Communication (2009) 211 final de la Commission du 30 avril 2009 accompagnant la recommandation de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime des rémunérations des administrateurs des sociétés cotées et la recommandation de la Commission sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers, disponible sur le site <http://eur-lex.europa.eu>.

19. Recommandation 2009/385/CE de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime des rémunérations des administrateurs des sociétés cotées, JOUE L 120, 15 mai 2009, pp. 0028-0031.

20. Considérant 13.

21. Recommandation de la Commission 2005/162/CE de la Commission du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, JOUE L 052, 25 février 2005, pp. 0051-0063.



du plan d'action 2003 relative à la création de comités spécialisés au sein des conseils d'administration des sociétés cotées, en ce compris un comité de rémunération.

Dans la droite ligne du plan d'action 2003, la Commission laisse explicitement le choix aux Etats membres de poursuivre les objectifs de la recommandation *“soit par une approche du type ‘comply or explain’, soit par voie législative, et au moyen des instruments les mieux adaptés à leur environnement juridique”*.

La recommandation 2009/385 vise, quant à elle, à renforcer l’“expertise” et l’indépendance du comité de rémunération et tend également à établir un lien direct entre le comité et l’assemblée générale, en prévoyant que le comité doit faire rapport annuellement à celle-ci sur l’exercice de ses fonctions.

L’intervention de la Commission sur le plan des règles de gouvernement d’entreprise à caractère substantiel ne s’est pas limitée à l’instauration d’un comité de rémunération. Dans le plan d’action 2003, la Commission annonçait des mesures sur la procédure d’information et de décision en matière de rémunération fondée sur des actions, qui firent l’objet de la recommandation 2004/913. Devant l’ampleur de la crise financière de 2008, la Commission adopta une position beaucoup plus interventionniste en préconisant, dans sa recommandation 2009/385, un encadrement ou un plafonnement des composantes variables de la rémunération, des indemnités de fin de contrat et des rémunérations fondées sur des (droits d’acquisition d’) actions.

B. Au niveau national

11. Le plan d’action 2003 a déclenché, au niveau national, une prise de conscience du retard pris en matière de gouvernement d’entreprise.

La Belgique disposait jusque-là de trois ensembles de règles distincts élaborés par l’ex-Commission bancaire et financière, la Bourse de Bruxelles et la Fédération des entreprises de Belgique. Ces corpus de règles nécessitaient une mise à jour et une consolidation, pour hisser les sociétés cotées belges au niveau des standards internationaux.

A l’initiative de la CBFA, d’Euronext Brussels et de la FEB, une “Commission Corporate Governance” fut instituée, sous la présidence de M. Lippens, pour établir un code unique de gouvernement d’entreprise, à destination des sociétés cotées belges. Ces travaux ont abouti à la publication, le 9 décembre 2004, du code belge de gouvernance d’entreprise, également connu sous le nom de code 2004.

1. Le code 2004

12. Le code 2004, qui reposait sur l’adhésion volontaire des sociétés cotées, reprenait à son compte la philosophie du plan d’action 2003. L’accent était mis sur le caractère essentiel de la transparence dans la mise en œuvre du code²².

Le code a ainsi pour principal objectif de réduire “l’asymétrie d’information” au sujet de sociétés belges présentes sur le marché des capitaux²³ et pour principale sanction le désaveu du marché pour les sociétés qui s’en écarteraient de manière inadéquate²⁴.

Le principe n° 9 du code 2004 imposait, en conséquence, que *“La société assure une publication adéquate de sa gouvernance d’entreprise”*, ce qui passait par :

- l’adoption d’une charte de gouvernance d’entreprise, mise à disposition du public sur le site Internet de la société, décrivant tous les aspects principaux de la gouvernance d’entreprise de la société²⁵, notamment la référence à l’adhésion au code 2004 (dispositions n°s 9.1. à 9.3.);
- la création d’un chapitre de gouvernance d’entreprise dans le rapport annuel de gestion de la société, décrivant tous les événements pertinents concernant la gouvernance d’entreprise de l’exercice écoulé²⁶, notamment la justification des éventuelles dérogations aux dispositions du code 2004 (disposition n° 9.4.).

13. Anticipant sur les recommandations de la Commission en matière de rémunération, le code 2004 prévoyait déjà :

- la publication de la politique de rémunération de la société dans la charte de gouvernance d’entreprise (disposition n° 7.2.);
- la publication des rémunérations des dirigeants dans le chapitre de gouvernance d’entreprise du rapport annuel de gestion, sur une base globale ou individuelle

22. “La transparence – par le biais de la publication des informations – [est] (...) un élément essentiel du code (...) la publication [étant] fondamentale pour permettre le fonctionnement effectif du contrôle externe” (point 5 du préambule).

23. X. DIEUX, “‘Corporate governance’. De la loi du 2 août 2002 au ‘Code Lippens’”, *JT* 2005, n° 6, pp. 59-60 et n° 8, pp. 60-61.

24. *Ibid.*, n° 13, pp. 62-63.

25. Annexe F du code 2004.

26. Annexe F du code 2004.



- selon le type de dirigeant ou de rémunération (dispositions n^{os} 7.5. et 7.15. à 7.18.);
- l’instauration d’un comité de rémunération, chargé de formuler des propositions en matière de politique de rémunération et des recommandations au sujet des rémunérations individuelles (disposition n^o 5.4. et annexe E);
- une réglementation de l’attribution de rémunérations basées sur des actions (disposition n^o 7.13. et ligne de conduite y afférente).

2. Le code 2009

14. La deuxième version du code belge de gouvernance d’entreprise, élaborée par la Commission Corporate Governance sous la présidence de H. Daems, a été publiée le 12 mars 2009.

Le code 2009 est inspiré par la même philosophie que le code 2004, dont il reprend, pour ce qui nous occupe, un principe et des dispositions quasi-identiques (principe n^o 9 et dispositions n^{os} 9.1. à 9.4.).

Dans son avant-propos, essentiellement consacré à la défense de la *soft law* dans une période marquée par la crise financière et l’affaire *Fortis*, H. Daems relève, parmi les justifications de “l’effectivité” et de “l’efficacité” du code belge de gouvernance d’entreprise, la “*transparence, plus accrue et plus rapide*” grâce à la publication annuelle de la déclaration de gouvernance d’entreprise, transparence qui “*stimule la conformité des sociétés avec le code puisqu’il sera toujours plus difficile de justifier ces dérogations au code si celui-ci est considéré par les chefs d’entreprise et par la société comme représentant les meilleures pratiques pour mettre en œuvre une bonne gouvernance au sein des sociétés cotées*”.

15. De manière symptomatique, la principale évolution du code 2009 réside dans l’attention croissante accordée à la rémunération des dirigeants:

- la déclaration (ex-chapitre) de gouvernance d’entreprise du rapport annuel de gestion doit désormais contenir un rapport de rémunération (disposition n^o 7.2.);
- le rapport de rémunération intègre une déclaration sur la politique de rémunération des managers exécutifs (disposition n^o 7.4.);

- la publication des rémunérations, sur une base globale ou individuelle, est étendue et intégrée au rapport de rémunération (dispositions n^{os} 7.8., 7.12. et 7.14. à 7.16.);
- les indemnités de départ sont plafonnées et leur octroi est encadré (disposition n^o 7.18. et lignes de conduite y afférentes).

II. La transparence dans la loi visant à renforcer le gouvernement d’entreprise dans les sociétés cotées

A. L’obligation générale d’information en matière de gouvernement d’entreprise

16. L’obligation générale d’information en matière de gouvernement d’entreprise introduite par l’article 3 de la loi se situe dans la droite ligne des antécédents européens et nationaux.

17. La loi modifie la teneur du rapport de gestion des sociétés (art. 96 C.soc.) dont les *actions* sont admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de l’article 2, 3^o, de la loi du 2 août 2002 et qui, partant, sont des sociétés cotées au sens de l’article 4 du Code des sociétés²⁷.

Le rapport devra désormais comprendre, dans une section spécifique, une déclaration de gouvernement d’entreprise.

Le gouvernement a ainsi choisi, à la manière du code belge de gouvernance d’entreprise, d’intégrer la déclaration dans une section spécifique du rapport de gestion et non, comme le lui permettait également la directive 2006/46, dans un rapport distinct publié avec le rapport de gestion ou dans un document mis à la disposition du public sur un site Internet dont la référence figure dans le rapport de gestion.

18. Le contenu minimal de la déclaration fixé par la loi, fidèlement inspiré de la directive 2006/46, devra ainsi contenir cinq mentions.

- 1) Il s’agit tout d’abord de la désignation du code de gouvernement d’entreprise que la société applique²⁸, ainsi qu’une indication de l’endroit où ledit code peut être consulté publiquement.

27. L’obligation d’information s’applique également, pour partie, (i) aux sociétés qui ont émis des actions négociées sur un système multilatéral de négociation au sens de l’art. 2, 4^o de loi du 2 août 2002 – leur rapport de gestion ne doit contenir que 3 des 5 mentions minimales (il s’agit des mentions visées aux n^{os} 18.1), 2) et 5) de la présente étude) – et (ii) aux sociétés cotées dont des titres autres que des actions sont admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de la loi du 2 août 2002 (il s’agit de la mention visée au n^o 18.3) de la présente étude).

28. Cette mention figure déjà parmi les mentions minimales de la déclaration de gouvernance d’entreprise prévue par le code 2009 (annexe F 9.3./1, premier tiret).



La loi ouvre la voie à la reconnaissance du code belge de gouvernance d'entreprise comme code belge de référence.

En vue de “*promouvoir la rationalisation de l'ensemble des pratiques en matière de gouvernement d'entreprise et de créer une assise sociale autour d'un code unique*”, la loi précise en effet que le Roi peut, par un arrêté délibéré en conseil des ministres, désigner un code de gouvernement d'entreprise qui fera l'objet de la déclaration de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Le ministre de la Justice a précisé, au cours des travaux parlementaires, que le gouvernement avait l'intention de désigner le code 2009 comme code de référence²⁹.

Compte tenu de l'évolution des codes de gouvernement d'entreprise dans le temps, il est à conseiller, à la suite du Conseil d'Etat³⁰, que le Roi précise, lors de la désignation du code belge de référence, la version précise qu'il retient; le Roi conservera de la sorte un droit de regard et de contrôle sur l'évolution des pratiques de gouvernance d'entreprise, en prenant un nouvel arrêté royal en cas de modification du code de référence, qui lui permettra d'examiner s'il conserve au code choisi la qualification de code de référence.

La première mention de la déclaration de gouvernement d'entreprise doit également contenir, s'il y a lieu, les informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise appliquées allant au-delà du code retenu et des exigences légales, avec indication de l'endroit où cette information est disponible. Ces informations peuvent spécialement concerner les pratiques reprises dans la charte de gouvernement d'entreprise de la société (voir *infra*, n° 20).

- 2) La deuxième mention de la déclaration de gouvernement d'entreprise est l'indication, si une société n'applique pas intégralement le code de gouvernement d'entreprise, des parties du code auxquelles elle déroge et les raisons fondées de cette dérogation³¹.

Le principe “*comply or explain*” se trouve ainsi expressément confirmé en droit belge (sur ce principe et les conséquences de cette légalisation, voir *infra*, III.).

- 3) La déclaration de gouvernement d'entreprise doit également comprendre une description des principales caractéristiques des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques de la société dans le cadre du processus d'établissement de l'information financière³².

Cette notion a été introduite dans l'article 526bis du Code des sociétés à l'occasion de la transposition de la directive 2006/43³³ par la loi du 17 mars 2008³⁴.

Le code 2009 y consacre également une grande attention, spécialement dans ses dispositions n°s 1.3., 5.2. et 6.5., ainsi que dans son annexe C.

- 4) Doivent ensuite être mentionnés:
 - la structure de l'actionnariat à la date de clôture des comptes, telle qu'elle résulte des déclarations reçues;
 - les détenteurs de titres comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
 - toute restriction légale ou statutaire à l'exercice du droit de vote (telle que des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres);
 - les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société;
 - les pouvoirs de l'organe d'administration, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des titres.

Ces informations sont déjà fournies dans le rapport de gestion (et dans l'annexe aux comptes annuels), sur la base de l'article 14, alinéa 4 de la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes³⁵ et de l'article 34, 3°, 5°, 7° et 8° de l'arrêté royal du 14 novembre 2007³⁶. Ces dispositions transposent l'article 10, § 1^{er}, c), d), f), h) et i) de la directive 2004/25³⁷.

Elles doivent donc désormais également faire l'objet d'une publication dans la section spécifique du rapport

29. *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/05, p. 58.

30. Avis n° 47.273/2 du 3 novembre 2009, Doc. 52 2336/001, p. 104, note subpaginale 9.

31. Cette mention figure déjà parmi les mentions minimales de la déclaration de gouvernance d'entreprise prévue par le code 2009 (annexe F 9.3./1, deuxième tiret).

32. Cette mention figure déjà parmi les mentions minimales de la déclaration de gouvernance d'entreprise prévue par le code 2009 (annexe F 9.3./1, troisième tiret).

33. Directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/352/CEE du Conseil, *JOUE* L 157/87, 9 juin 2006.

34. Loi du 17 décembre 2008 instituant notamment un comité d'audit dans les sociétés cotées et les entreprises financières, *MB* 29 décembre 2008.

35. 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, *MB* 12 juin 2007.

36. Arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *MB* 3 décembre 2007.

37. Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *JOUE* L 142, 30 avril 2004.



de gestion relative à la déclaration de gouvernement d'entreprise.

- 5) La cinquième mention est relative à la composition et au mode de fonctionnement des organes d'administration et de leurs comités³⁸.

Les "organes d'administration" sont le conseil d'administration, le comité de direction et le(s) délégué(s) à la gestion journalière.

Les "comités" visent non seulement le comité d'audit (art. 526^{ter} C.soc.) et le comité de rémunération introduit par la loi (art. 526^{quater} C.soc.) mais également les comités consultatifs organisés par le conseil d'administration³⁹ en vertu de l'article 522, § 1^{er}, alinéa 3 du Code des sociétés (p. ex. les comités institués conformément au principe n° 5 du code 2009, tels que le comité de nomination prévu à la disposition n° 5.3.).

19. La loi s'en tient aux mentions minimales prévues par la directive 2006/46. Elle ne consacre pas toutes les mentions du code 2009, qui reste donc plus exigeant que la loi en ce qu'il prévoit la publication de trois points supplémentaires dans la déclaration de gouvernance d'entreprise⁴⁰:

- des commentaires sur l'application de la politique établie par le conseil d'administration pour les transactions et autres relations contractuelles – entre la société, y compris les sociétés liées, et les administrateurs et managers exécutifs – qui ne sont pas couvertes par les dispositions légales concernant les conflits d'intérêts;
- une information sur les principales caractéristiques du processus d'évaluation du conseil d'administration, de ses comités et de ses administrateurs individuels;
- les principales caractéristiques des bonus accordés sous la forme d'actions, d'options ou de tout autre droit d'acquérir des actions, tels qu'ils ont été approuvés par l'assemblée générale ou soumis à celle-ci.

20. Par ailleurs, la loi ne prévoit pas explicitement l'obligation d'établir une charte de gouvernance d'entreprise, à la différence du code 2009.

La charte de gouvernance d'entreprise décrit tous les aspects principaux de la gouvernance d'entreprise (disposition n° 9.1.)⁴¹. Elle est mise à jour aussi souvent que nécessaire pour refléter à tout moment la gouvernance d'entreprise de la société; elle est disponible sur le site Internet de la société et indique la date de la dernière mise à jour (disposition n° 9.2.).

L'adoption d'une telle charte devra, le cas échéant, être mentionnée dans la déclaration de gouvernement d'entreprise prévue par la loi au titre des "informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise appliquées allant au-delà du code retenu et des exigences légales, avec indication de l'endroit où cette information est disponible", pour peu que la charte adoptée par la société aille au-delà des exigences du code 2009 et du Code des sociétés.

Tel était le cas du *Fortis Gouvernement statement* qui, pour tenir compte du caractère binational de Fortis, réservait à l'assemblée générale, dans son article II.3.2. inspiré de l'article 107a du Burgerlijk Wetboek néerlandais, le pouvoir d'approuver les "*décisions d'une portée telle qu'elles affectent l'identité de la société, notamment le transfert à un tiers d'une partie importante de l'entreprise Fortis, ou de l'une de ses filiales, désengageant Fortis de ses activités de banque ou d'assurance; l'acquisition ou la cession par Fortis ou l'une de ses filiales, d'une participation dans le capital d'une société, modifiant de plus de 33% le montant des capitaux propres au sens strict de Fortis publié dans ses derniers comptes annuels*". Une telle disposition allait au-delà des exigences du code 2004 et du Code des sociétés.

Si la loi ne prévoit pas, à ce stade, l'adoption d'une charte de gouvernance d'entreprise, l'éventuelle désignation par

38. L'annexe F, 9.3./1, quatrième tiret du code 2009 prévoit comme contenu minimal de cette mention: une liste des membres du conseil d'administration indiquant quels sont les administrateurs indépendants; une information sur les administrateurs qui ne remplissent plus les conditions d'indépendance; un rapport d'activités des réunions du conseil d'administration et de ses comités, y compris le nombre de réunions du conseil d'administration et de ses comités ainsi que le taux individuel de présence des administrateurs; une liste des membres des comités du conseil d'administration; le cas échéant, les raisons pour lesquelles la nomination du précédent CEO comme président du conseil d'administration est conforme aux meilleurs intérêts de la société; et une liste des membres du management exécutif.

39. Il peut également s'agir d'éventuels comités institués de manière informelle au sein du comité de direction, sur la base de l'art. 524^{bis}, al. 5 C.soc.

40. Annexe F 9.3./1, cinquième, sixième et septième tirets.

41. La charte comprend au moins les mentions suivantes (annexe F 9.1./1):

- une description de la structure de gouvernance de la société, avec le règlement d'ordre intérieur du conseil d'administration;
- la politique établie par le conseil d'administration pour les transactions et autres relations contractuelles – entre la société, y compris les sociétés liées, et les administrateurs et managers exécutifs – qui ne sont pas couvertes par les dispositions légales concernant les conflits d'intérêts;
- les mesures prises par la société afin de se conformer aux règles belges en matière d'abus de marché;
- le règlement d'ordre intérieur de chaque comité;
- le règlement d'ordre intérieur du management exécutif;
- l'identité des principaux actionnaires avec une description de leurs droits de vote et droits de contrôle spéciaux et, s'ils agissent de concert, une description des éléments clés des accords d'actionnaires existants;
- toutes les autres relations directes et indirectes entre la société et ses principaux actionnaires;
- une déclaration établissant que la société adopte le présent code comme son code de référence.



le Roi du code belge de gouvernance d'entreprise comme code de référence impliquerait, dans l'état actuel du code 2009, l'obligation pour les sociétés cotées d'adopter et de mettre à disposition du public une charte de gouvernance d'entreprise, sous réserve de justifier la non-application de cette disposition pour des raisons fondées (*"comply or explain"*).

B. La publicité des rémunérations

21. Outre l'obligation générale d'information en matière de gouvernement d'entreprise, la loi organise, de manière plus ciblée, la publicité des rémunérations des dirigeants, sous la forme d'un rapport de rémunération intégré dans la déclaration de gouvernement d'entreprise (1). La loi institue à cet effet, au sein du conseil d'administration, un comité de rémunération dont la plupart des missions sont afférentes au rapport de rémunération (2).

1. Le rapport de rémunération

22. L'article 3 de la loi crée une section spécifique, consacrée à la rémunération des dirigeants, dans la déclaration de gouvernement d'entreprise du rapport de gestion (art. 96 C.soc.) des sociétés dont les *actions* sont admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la loi du 2 août 2002 et qui, partant, sont des sociétés cotées au sens de l'article 4 du Code des sociétés⁴².

Le contenu de ce rapport de rémunération est très largement conforme aux recommandations 2004/913 et 2009/385 de la Commission européenne et quasi-identique à celui du rapport de rémunération prévu par le code 2009.

23. Comme la déclaration de gouvernement d'entreprise, le rapport de rémunération est conçu par le législateur comme un mécanisme de publicité, en ce sens qu'il n'entraîne aucun changement dans la répartition classique des pouvoirs en matière de rémunération⁴³.

Si en effet l'article 9 de la loi dispose que l'assemblée générale se prononce sur le rapport de rémunération par vote

séparé, il a été expressément indiqué, au cours des travaux préparatoires, que ce vote, *"qui donne explicitement aux actionnaires le droit d'approuver ou de rejeter la politique de rémunération"*, a des conséquences limitées: *"Le rejet éventuel du rapport de rémunération ne porte pas préjudice aux dispositions contractuelles existantes mais requiert du conseil d'administration l'adaptation de sa politique de rémunération. Il s'agit également d'un signal adressé au conseil d'administration pour qu'il adapte en concertation les accords contractuels existants (...) le refus d'approbation du rapport de rémunération n'a pas d'impact sur l'approbation des comptes annuels ou la validité de la décharge"*⁴⁴.

Il s'agit toutefois d'un mécanisme de publicité amélioré: plus qu'un mode d'information des actionnaires *"à sens unique"*, il permet, grâce au vote séparé, l'instauration d'un dialogue entre ceux-ci et le conseil d'administration.

Pour reprendre les termes de la recommandation 2004/913, le législateur belge a préféré, de manière minimaliste, un vote *"consultatif"*, qui *"n'entraîne aucune obligation de modifier les droits contractuels des administrateurs ou la politique de rémunération"*, à un vote *"obligatoire"*, dont la recommandation prévoyait également la possibilité.

Comme indiqué dans les travaux préparatoires⁴⁵, les mentions du rapport de rémunération reproduisent presque littéralement celles du code 2009; il n'y a pas lieu de les détailler dans le cadre limité de la présente étude.

2. Le comité de rémunération

24. L'article 7 de la loi institue, via l'article 526^{quater} du Code des sociétés, un comité de rémunération au sein des sociétés dont les *actions* sont admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la loi du 2 août 2002 et qui, partant, sont des sociétés cotées au sens de l'article 4 du Code des sociétés⁴⁶.

Comme pour le comité d'audit (art. 526^{bis} § 3 et 7 C.soc.), les petites et moyennes sociétés cotées⁴⁷ ne sont

42. Aucune extension du champ d'application *ratione societatis* n'est ici prévue, à la différence de ce qui est prévu pour l'obligation générale d'information en matière de gouvernement d'entreprise (voir *supra*, note subpaginale 27).

43. Pour une synthèse récente de cette question, voy. D. WILLERMAIN, "Le statut de l'administrateur de sociétés anonymes: principes, questions et réflexions", *RPS* 2008, n° 15, pp. 236-238.

44. *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 18.

45. *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 11.

46. Comme pour le comité d'audit, deux catégories de sociétés sont exemptées de créer un comité de rémunération: les organismes de placement collectif à nombre variable de parts publics tels que définis à l'art. 10 de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement et les sociétés dont la seule activité consiste à émettre des titres adossés à des actifs au sens de l'art. 2, par. 5 du Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission européenne (ces dernières doivent divulguer les raisons pour lesquelles elles ne jugent pas opportun de disposer d'un comité de rémunération ou que le conseil d'administration soit chargé d'exercer les fonctions du comité de rémunération).

47. Il s'agit des sociétés qui répondent, sur une base consolidée, à au moins deux des trois critères suivants: a) nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice concerné; b) total du bilan inférieur ou égal à 43.000.000 EUR; chiffre d'affaires net annuel inférieur ou égal à 50.000.000 EUR.



pas tenues d'organiser un comité de rémunération. Ses fonctions sont alors exercées par le conseil d'administration dans son ensemble, à condition que le conseil compte au moins un administrateur indépendant et que son président, s'il est membre exécutif, ne le préside pas lorsque le conseil agit en sa qualité de comité de rémunération.

25. Le comité de rémunération doit, comme le prévoient la recommandation 2005/162 et le code 2009⁴⁸, être composé de membres non exécutifs du conseil d'administration, dont une majorité d'administrateurs indépendants au sens de l'article 526^{ter} du Code des sociétés.

Le comité doit en outre posséder en son sein l'expertise nécessaire en matière de politique de rémunération.

Il est présidé par le président du conseil d'administration (s'il est membre non exécutif du conseil) ou un autre administrateur non exécutif.

Le CEO ("représentant principal" des managers exécutifs) participe avec voix consultative aux réunions du comité de rémunération lorsque celui-ci traite de la rémunération des autres administrateurs exécutifs et managers exécutifs.

Le comité se réunit au moins deux fois par an et chaque fois qu'il l'estime nécessaire pour l'exécution de ses missions. Il fait régulièrement rapport au conseil d'administration sur l'exercice de celles-ci.

26. Comme le comité d'audit, le comité de rémunération est constitué au sein du conseil d'administration. Il ne s'agit pas d'un organe autonome doté de compétences propres; la prise de décision reste une compétence collégiale du conseil d'administration⁴⁹.

Aussi le comité de rémunération a-t-il essentiellement une mission de proposition à l'égard du conseil d'administration sur la politique de rémunération des administrateurs et des managers exécutifs, leur rémunération individuelle⁵⁰ et les indemnités de départ.

Il joue un rôle important dans la mise en œuvre de la publicité des rémunérations puisqu'il est chargé, d'une

part, de préparer le rapport de rémunération qui sera inséré par le conseil d'administration dans la déclaration de gouvernement d'entreprise et, d'autre part, de commenter le rapport lors de l'assemblée générale annuelle des actionnaires. Ce lien entre le comité de rémunération et l'assemblée générale était déjà ébauché dans la recommandation 2009/385, qui préconise que le comité de rémunération fasse rapport aux actionnaires sur l'exercice de ses fonctions.

Comme pour le comité d'audit, la création d'un comité de rémunération n'implique pas de modification de la responsabilité des administrateurs à l'égard des tiers. Le comité de rémunération n'ayant qu'un pouvoir d'avis, les décisions ressortissent, en dernier ressort, au conseil d'administration, dont la responsabilité reste collégiale. Tout au plus peut-on envisager, sur le plan interne, que les membres du comité de rémunération qui auraient manqué de prudence fassent l'objet d'un recours contributoire des autres membres du conseil d'administration, la relation entre le conseil et le comité s'analysant en effet en un mandat⁵¹.

III. Les rapports entre la "soft law" et le droit étatique

27. La doctrine de la *corporate governance*, profondément influencée par la littérature économique anglo-américaine, interroge les conceptions classiques de la normativité qui ont cours en Europe continentale.

Cette doctrine adopte classiquement une approche "habilitante" du droit des sociétés, traduction littérale de l'anglicisme très usité "*enabling corporate law*", qu'elle oppose à l'approche impérative ou "*mandatory*"⁵².

L'approche habilitante renvoie à un droit des sociétés caractérisé par des règles souples et flexibles auxquelles les sujets de droit peuvent adhérer librement s'ils le jugent utile⁵³: "*leaving firms the option to choose the best model is probably better than forcing some standard model on each type of firms*"⁵⁴.

48. Annexe E, 5.4./1.

49. Comme le soulignent la recommandation 2005/162 et le code 2009.

50. En ce compris la rémunération variable et les primes de prestation à long terme, liées ou non à des actions, octroyées sous forme d'options sur actions ou autres instruments financiers.

51. Sur cette problématique, voy. M. BRASSEUR et B. DELMOTTE, "Derniers développements en matière de contrôle dans les sociétés", RDC 2009, n° 32, p. 879.

52. A.I. ANAND, "An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance Structures Post Sarbanes-Oxley", 31, *The Delaware Journal of Corporate Law*, 29-252 (2005); voy. aussi F. EASTERBROOK & D. FISCHEL, *Economic Structure of Corporate law*, Harvard University Press, 1991; G.S. DALLAS & H. SCOTT, "Mandating Corporate Behaviour: Can One Set of Rules Fit All?", 2 *Corporate Governance Law Review* 2006, pp. 117-144.

53. L'approche impérative promeut, quant à elle, un droit des sociétés fait de normes obligatoires avec lesquelles il est impossible de transiger.

54. L. VAN DEN BERGHE, *Corporate governance in a Globalising World*, Kluwer, 2002, p. 179.



Cette approche habilitante peut aller jusqu'à préférer aux normes étatiques des pratiques de *soft law*. Tel est le cas, de manière emblématique, dans la doctrine de la *corporate governance*. Partant du postulat qu'en raison des différences de taille, d'activités, de structure de l'actionariat ou du management des sociétés cotées, toute standardisation est illusoire en matière de gouvernement d'entreprise, cette doctrine juge que la rigidité des règles étatiques est inadéquate et doit céder la place à la flexibilité et à l'"adaptabilité" de la *soft law*. Le mode d'élaboration de celle-ci garantirait, en outre, de meilleures règles de gouvernement d'entreprise que celles résultant du processus législatif, dans la mesure où la *soft law* est fondée sur l'expérience et peut, par sa plasticité, intégrer rapidement les innovations pertinentes.

28. Si tous les régimes nationaux de gouvernement d'entreprise présentent des éléments participant de ces deux approches, les Etats témoignent de sensibilités différentes en la matière. Aux Etats-Unis, par exemple, le droit des sociétés est incontestablement plus habilitant qu'il ne l'est en Europe continentale: le *corpus* juridique contient essentiellement des règles "par défaut" et est fourni de manière décentralisée, ouvrant ainsi la voie à une concurrence entre ordres juridiques fédérés qui tend à un assouplissement généralisé du droit des sociétés ("*race to the bottom*").

Si de telles différences existent, c'est qu'au-delà des arguments techniques qui structurent le débat, le choix entre ces deux modèles est tout à la fois politique et culturel.

Choix politique tout d'abord, à en juger par le fondement que la doctrine la plus autorisée donne à l'approche "*enabling*": "*l'optimum légal [est] d'ouvrir aux destinataires de la norme le choix entre diverses options, en fonction d'un jugement de valeurs que, dans un système affranchi des préjugés de la démocratie représentative et des contraintes conceptuelles d'un autre âge, il n'appartient plus au législateur de porter*"⁵⁵.

Choix de culture juridique, ensuite, puisqu'avec le succès de la conception "habilitante" de la "régulation" du droit des sociétés, "*c'est, simultanément, une certaine concep-*

tion de la normativité, 'à la française', qui est destinée à s'effacer pour faire place à un système pluraliste du point de vue de ses sources et d'application 'adaptable'"⁵⁶. Ce choix est toutefois éminemment politique lui aussi car, à lire ses contempteurs, la "*position légaliste et positiviste [française] ..., en définitive, n'a pas d'autres fondements que la tradition politique dont elle procède*"⁵⁷.

29. Si la "régulation" du gouvernement d'entreprise est ainsi caractérisée par une multiplicité de sources et techniques normatives, la profusion et l'hétérogénéité de celles-ci posent inévitablement la question des rapports qu'elles entretiennent entre elles.

La réforme consacre, à cet égard, des modalités originales d'articulation entre le droit étatique et la *soft law* et illustre ainsi la complexité croissante des instruments juridiques destinés à réaliser les bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise dans le droit contemporain des affaires.

Ces développements appellent une nouvelle synthèse des différentes combinaisons qui se nouent entre le droit "soft" et le droit "hard" dans la "régulation" belge du droit des sociétés⁵⁸.

Dans la suite de cette étude, nous proposons d'ordonner ce processus d'hybridation autour de cinq catégories normatives, sans prétendre donner à cette classification un caractère définitif.

A. La "soft law" et la sanction du marché

30. Tout le discours autour de la *corporate governance* traduit, depuis son origine, une faveur marquée pour l'autorégulation ainsi que pour la *soft law* qui lui est communément associée⁵⁹.

La *soft law*, déjà amplement décrite et commentée, constitue une manifestation de normativité fondée sur l'identification de bonnes pratiques dont le respect est sanctionné par des mécanismes exclusivement financiers. Au-delà de ces caractéristiques essentielles, elle se décline en de nombreuses variantes, sur le plan des sources et des méthodes.

55. X. DIEUX, o.c., n° 2, p. 58.

56. *Ibid.*, n° 2, p. 57.

57. *Ibid.*, n° 2, pp. 57-58.

58. Notre étude, inspirée par la loi du 6 avril 2010, ne prétend dès lors pas fournir une analyse exhaustive de tous les arguments doctrinaux que recèle la littérature internationale et comparée sur cette problématique.

59. X. Dieux, ("Droit, morale et marché: réflexions sur l'autorégulation en droit des sociétés et en droit financier" in *La régulation économique dans la vie des affaires*, 56^{ème} séminaire CDVA, Bruxelles, Bruylant, 2007, n° 1, pp. 27-28 et n°s 5-8, pp. 29-32) démontre que les deux termes ne doivent pas être confondus, l'autorégulation – à tout le moins dans le sens large que lui donne l'auteur – occupant, en droit des sociétés, une place importante et ancienne.



31. Participant du phénomène de l'autorégulation, les bonnes pratiques de *corporate governance* sont directement élaborées par le destinataire de ces normes, le "monde des affaires". C'est généralement par le biais d'une instance privée que ces standards de bon comportement sont définis, qu'il s'agisse d'un groupe d'experts émanant du monde universitaire, de fédérations d'entreprise ou d'une bourse, mais les autorités publiques peuvent également intervenir dans ce processus, notamment au travers des autorités de marché⁶⁰.

S'agissant de normes de *soft law*, l'application des bonnes pratiques est, par essence, laissée à l'appréciation des sociétés. Il arrive que les sociétés se voient recommander, à titre de bonne pratique, une méthode d'exercice de cette liberté d'organisation, connue sous le nom de "*comply or explain*". Les sociétés qui se plient à ce principe conservent leur liberté dans l'application des normes de *corporate governance* mais acceptent de justifier tout écart vis-à-vis de ce référentiel.

Les bonnes pratiques ne sont cependant pas sans sanction. En effet, dans la droite ligne de leur mode d'élaboration, c'est au "monde des affaires" que revient de pénaliser, avec ses moyens propres, les sociétés qui ont fait un usage insatisfaisant de la liberté qui leur est accordée. On parle, à cet égard, de "sanction du marché". Cette dernière fait appel à des mécanismes de réputation et de pression, mis en œuvre par l'ensemble des acteurs des marchés de capitaux (marchés réglementés, agences de notation, banques d'affaires, organisations de représentation des petits porteurs, médias, opinion publique) et qui culminent dans la sanction des actionnaires, qui sont censés détourner leurs investissements des sociétés dont le gouvernement d'entreprise est déficient⁶¹. Cette sanction, pour éloignée qu'elle soit du raisonnement juridique traditionnel, ne doit pas être sous-estimée: elle serait "*en définitive, la seule qui compte en matière économique (...) et la pire de toutes*"⁶².

Ainsi conçue, la "sanction du marché" repose toute entière sur l'information des acteurs des marchés de capitaux. Un constat semble en effet s'imposer aujourd'hui en matière de *corporate governance*: pour être effective, la *soft law* doit reposer sur un mécanisme obligatoire de

conformité ("*compliance*"). La littérature tend, ainsi, à montrer que le caractère incitatif de l'approche fondée sur le principe "*comply or explain*" est conditionné par l'instauration d'un régime obligatoire de transparence. Faute d'une telle obligation, les entreprises n'ont pas tendance à adopter les bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise. La publicité donnée par les sociétés à leurs choix en matière de gouvernance d'entreprise constitue donc "*le levier usuellement utilisé pour faire appliquer les codes de gouvernance d'entreprise*"⁶³. C'est la raison pour laquelle les sociétés se voient recommander, à titre de bonne pratique, des méthodes élaborées de publicité relativement à l'application des normes de *corporate governance*.

Dans cette perspective financière fondée sur la transparence, la *corporate governance* n'a donc pas tant pour effet d'"associer" [les actionnaires] à la gestion de l'entreprise et à la conduite des affaires, mais [plutôt] de les doter de moyens efficaces leur permettant de prendre, en pleine connaissance de cause, leurs décisions d'investissement et de désinvestissement"⁶⁴. Elle débouche ainsi, en dernière analyse, sur un rôle "passif" de l'actionnaire comme destinataire d'informations financières qui lui permettent de gérer au mieux ses investissements.

Cette analyse rejoint les constatations statistiques de certains travaux, selon lesquelles l'adoption volontaire de bonnes pratiques recommandées par les codes serait plus marquée dans les entreprises à actionnariat dispersé⁶⁵ et dans celles désireuses de faire appel public à l'épargne⁶⁶ que dans les sociétés caractérisées par un actionnariat de contrôle, comme c'est le cas en Belgique. L'approche en termes d'autorégulation est en effet plus congruente avec la réalité anglo-saxonne, par exemple, qu'elle ne l'est avec le modèle belge. Le régime de gouvernance des Etats-Unis est caractérisé par une séparation de la propriété et du contrôle⁶⁷, le problème central de la gouvernance étant celui de la relation entre les dirigeants et les actionnaires. Par opposition, le régime belge étant marqué par l'existence d'un actionnariat de contrôle (souvent organisé via des structures complexes de groupe), la préoccupation cardinale du droit des sociétés est la relation actionnaire majoritaire-actionnaire minoritaire. Or, l'autorégulation

60. E. WYMEERSCH, "Les codes de gouvernance d'entreprise et leur mise en œuvre" in *Liber amicorum Jacques Malherbe*, Bruxelles, Bruylant, 2006, pp. 1197-1198.

61. *Ibid.*, pp. 1205-1206.

62. X. DIEUX, "'Corporate governance'...", o.c., n° 14, p. 63.

63. E. WYMEERSCH, o.c., p. 1196; voy. égal. pp. 1201-1202.

64. X. DIEUX, "'Corporate governance'...", o.c., n° 6, p. 59.

65. R. KRAAKMAN e.a. (o.c., 82) soulignent ainsi: "*it (disclosure) is particularly important in firms without powerful inside shareholders, where mandatory disclosure may be the basis on which the shareholder majority can exercise its appointment and decision rights*".

66. A. ANAND, F. MILNE & L. PURDA, "Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms", *Working Paper* (2006), téléchargeable sur le site www.ssrn.com.

67. A. A. BERLE & G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World, 1932.



en matière de *corporate governance* est précisément fondée sur l'idée que, via le principe "*comply or explain*", les actionnaires vont se doter d'outils pour combattre efficacement les stratégies d'enracinement des dirigeants. Dans ce modèle, ce sont les actionnaires qui sont au balcon. Les dirigeants seront d'autant plus enclins à la docilité qu'ils se retrouvent face à un contrôleur non captif (et donc ayant les mains plus libres pour reconfigurer l'équipe dirigeante). En présence d'un actionnariat versatile ou incertain, une entreprise aura tendance à mieux jouer le jeu de la *corporate governance*, celle-ci opérant en quelque sorte comme un signal positif envoyé aux investisseurs actuels et futurs. La pertinence et l'efficacité de la transparence en matière de gouvernement d'entreprise dépend donc notamment de la configuration actionnariale en cause: actionnariat concentré ou dispersé, actionnariat fidèle ou volatile, actionnariat institutionnel ou traditionnel⁶⁸. Selon qu'on se trouve en présence de telle ou telle catégorie, les stratégies de *monitoring* seront peu ou prou développées.

32. Dans sa forme originale, le code belge de gouvernance d'entreprise illustre parfaitement la préférence pour la technique de l'autorégulation et les principes de *soft law*, tant du point de vue de son mode d'élaboration que de celui de son pouvoir normatif.

Ainsi a-t-il été établi par une Commission Corporate Governance instituée à l'initiative de la CBFA, d'Euronext Brussels et de la FEB et composée, de manière pluraliste, d'experts issus du "monde des affaires".

Le code est construit de manière pyramidale, sur la base de trois types de "normes": neuf principes, très généraux, qui ne souffrent d'aucune exception; des dispositions (le cas échéant complétées par des annexes) qui indiquent comment appliquer les principes et auxquelles les sociétés sont invitées à appliquer le principe "*comply or explain*"; des "lignes de conduite", conseils donnés sur le mode d'application ou d'interprétation des dispositions et qui ne présentent pas la moindre valeur obligatoire pour les sociétés.

Le code repose sur la seule sanction du marché. A cet effet, la publicité adéquate des pratiques de gouvernance y est élevée au rang de principe et déclinée en plusieurs dispositions (et annexes) qui prévoient la publication d'une

charte de gouvernance d'entreprise et l'intégration d'un chapitre (code 2004) ou déclaration (code 2009) de gouvernance d'entreprise dans le rapport annuel de gestion (voir *supra*, I.).

33. Dans ce système fermé, l'ordre juridique étatique n'interfère en aucune manière sur l'élaboration, l'application et la sanction des "normes" de *soft law*. Le code belge de gouvernance d'entreprise est tout entier abandonné à la liberté des agents économiques: d'un côté, les sociétés sont libres d'y adhérer, d'appliquer tout ou partie de ses "normes", de se plier au principe "*comply or explain*" et de pratiquer la publicité qui leur est recommandée; de l'autre, l'exercice de cette liberté par les sociétés est soumis à la seule sanction du "marché".

B. L'intégration volontaire de la "soft law" dans des actes juridiques sanctionnés par le droit étatique

34. Tout ou partie des "normes" de *soft law* peuvent cependant être volontairement intégrées dans des actes juridiques sanctionnés par le droit étatique, qu'il s'agisse d'un acte bilatéral (p. ex. un contrat) ou unilatéral (notamment un engagement par déclaration unilatérale de volonté).

Par ce premier type d'hybridation avec le droit étatique, la *soft law* perd son caractère non contraignant mais elle ne change pas de nature. 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.

35. Une illustration de cette technique, fréquemment relatée en doctrine⁶⁹, est l'engagement contractuel, pris par une société à l'égard d'un dispensateur de crédit, de respecter tout ou partie d'un code de *corporate governance* ou, plus généralement, certaines bonnes pratiques réclamées par le cocontractant, comme l'instauration de comités spécialisés au sein de son conseil d'administration, ou la présence au sein de celui-ci d'un certain nombre d'administrateurs indépendants. Le contrat aménagera utilement la sanction à donner à la violation de cet engagement.

36. Un deuxième exemple d'intégration de la *soft law* dans un instrument de droit privé peut être trouvé dans les

68. Voy. à ce sujet, E. WYMEERSCH, "The Corporate Governance Codes of Conduct between State and Private Law", *Working Paper Financial Law Institute*, University of Gent (novembre 2007), p. 18, téléchargeable sur le site www.law.ugent.be/fli/.

69. Voy. notamment H. LAGA et F. PARREIN, "Corporate governance: volstaat zelfreguleren?" in *Van alle markten. Liber amicorum E. Wymeersch*, Anvers, Intersentia, 2008, n° 5, p. 617, note subpaginale 23; E. LEROUX, "De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?", *TRV* 2005, n° 16, p. 518; E. WYMEERSCH, "Les codes de gouvernance d'entreprise...", o.c., p. 1209.



règles de notation de marché prescrivant le respect de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise, par exemple comme condition d'admission à la cote^{70,71}.

37. L'assemblée générale d'une société peut également décider de donner une force obligatoire à certaines bonnes pratiques en les intégrant formellement dans les statuts.

La portée d'une telle consécration statutaire est cependant limitée. Les administrateurs pourront certes voir, en cas de violation de ces prescrits, leur responsabilité solidaire engagée à l'égard tant de la société que des tiers, sur la base de l'article 528 du Code des sociétés⁷². Cependant, les actes juridiques conclus avec les tiers de bonne foi en contravention avec ces dispositions ne pourront pas être annulés, en raison de l'inopposabilité des limitations statutaires aux compétences légales du conseil d'administration (art. 522 § 1^{er} C.soc.).

L'affaire *Fortis* constitue la première illustration jurisprudentielle de cette problématique⁷³.

Le conseil d'administration de la société avait en effet adopté, en application du code 2004, une charte de gouvernance d'entreprise, le *Fortis governance statement*, qui conférait à l'assemblée générale le pouvoir d'approuver les “*décisions d'une portée telle qu'elles affectent l'identité de la société, notamment le transfert à un tiers d'une partie importante de l'entreprise Fortis, ou de l'une de ses filiales, désengageant Fortis de ses activités de banque ou d'assurance; l'acquisition ou la cession par Fortis ou l'une de ses filiales, d'une participation dans le capital d'une société, modifiant de plus de 33% le montant des capitaux propres au sens strict de Fortis publié dans ses derniers comptes annuels*”. L'attribution de cette compétence à l'assemblée générale n'était pas prescrite par le code 2004 lui-même mais son intégration au *Fortis governance statement* lui conférait incontestablement le statut particulier de bonne pratique de gouvernance.

Le *Fortis governance statement* avait reçu une consécration statutaire puisque l'article 14, a. des statuts de la société disposait que “*le conseil d'administration délibérera et décidera en accord avec les règles définies par le Fortis governance statement modifié de temps à autre*”.

Dans son ordonnance de référé du 18 novembre 2008, Mme le président du tribunal de commerce de Bruxelles jugea “*que le fait qu'il soit fait référence au 'statement' dans les statuts de Fortis ne saurait avoir pour effet d'incorporer le 'statement' aux statuts, ni de conférer au 'statement' le caractère d'une norme statutaire; Qu'il contient au mieux une référence à un acte sous seing privé comportant des règles de bonne gouvernance que le groupe Fortis entend promouvoir dans la gestion de ses affaires*”⁷⁴.

L'ordonnance 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 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*”.

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Bruxelles le 12 décembre 2008⁷⁵ retient une solution différente, dont la motivation n'est pas évidente à cerner. Il affirme, d'une part, le caractère statutaire du *Fortis governance statement* dans un attendu selon lequel “*il ne se conçoit pas que le conseil d'administration puisse infléchir le contenu du chapitre relatif à ce dialogue sans heurter la volonté exprimée par le 'statement', qu'il est tenu de respecter aux termes des statuts*” (c'est nous qui soulignons). L'arrêt semble, d'autre part, retenir la violation des statuts et du *Fortis governance statement* parmi les causes de suspension des décisions, alors qu'il rappelle pourtant à titre liminaire l'effet purement interne d'une clause statutaire.

70. E. WYMEERSCH, “Les codes de gouvernance d'entreprise...”, o.c., pp. 1207-1208.

71. Tel fut naguère le cas sur le premier marché d'Euronext Brussels, dont le “Rule Book” prévoyait qu'elle pouvait, par simple communication, imposer aux sociétés dont les titres étaient admis à la négociation le respect de conditions de *corporate governance*: E. LEROUX, o.c., n^{os} 17-18, p. 518.

72. E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance Codes of Conduct...”, o.c., p. 13.

73. Une analyse exhaustive et détaillée des décisions rendues dans l'affaire *Fortis* dépasserait de loin l'objet et l'ambition de notre étude; s'agissant toutefois de l'unique – et emblématique – illustration judiciaire des problèmes soulevés par l'articulation de la *soft law* et du droit belge, il nous a paru nécessaire de confronter ces décisions au débat doctrinal qui s'est développé à ce sujet.

74. Comm. Bruxelles (réf.) 18 novembre 2008, JT 2008, pp. 703 et s.; l'ordonnance fonde cette décision sur deux considérations: d'une part, le pouvoir reconnu au conseil d'administration d'adopter et de modifier le *Fortis governance statement* n'est pas compatible avec les formalités d'adoption et de modification des statuts prévues par le Code des sociétés; d'autre part, lorsque Fortis entendait conférer à certaines règles du *Fortis governance statement* un caractère statutaire, celles-ci figuraient expressément dans les statuts, ce qui n'était pas le cas de la compétence de l'assemblée générale que les actionnaires minoritaires entendaient voir respecter.

75. Bruxelles 12 décembre 2008, JT 2009, pp. 62 et s.



L'ordonnance du 18 novembre 2008 nous paraît insister à juste titre sur la nécessité que l'intégration de la *soft law* dans un acte juridique sanctionné par le droit étatique – ici, les statuts d'une société – résulte de la volonté claire de la société.

Par application des directives d'interprétation des contrats, portées par les articles 1156 et suivants du 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 "déna-turer" 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 conseil d'administration "*est tenu de respecter* [le Fortis governance statement] *aux termes des statuts*" méconnaît, nous semble-t-il, ce principe fondamental.

38. La volonté d'une société de soumettre une norme de *soft law* à la censure du droit étatique peut également se traduire par un engagement par déclaration unilatérale de volonté. Un débat s'est ainsi noué sur les conséquences à donner à la publication par une société de ses règles de gouvernement d'entreprise, le cas échéant sous la forme d'une charte de gouvernance d'entreprise telle que recommandée par le code belge de gouvernance d'entreprise. En communiquant ces informations au marché, la société prend-elle un engagement susceptible d'engager sa responsabilité?

Cette problématique est tout à fait distincte de celle de la force obligatoire des codes de *corporate governance* eux-mêmes. Il ne s'agit en effet pas ici de limiter la liberté des sociétés d'adhérer à tout ou partie du code, de l'appliquer en tout ou partie et de se justifier conformément au principe "*comply or explain*". C'est, en aval, les conséquences à donner à l'exercice de cette liberté qui posent question.

Dès la publication du code 2004, les auteurs de doctrine ont défendu des thèses antagonistes à ce sujet.

Une partie de la doctrine flamande, représentée notamment par le professeur Laga, a soutenu que la publicité donnée par une société à ses pratiques de bonne gouvernance l'engageait à l'égard de ses actionnaires et du marché (ou plus généralement, des tiers intéressés)⁷⁶.

Ces auteurs se réfèrent notamment à un arrêt rendu par le Hoge Raad der Nederlanden le 21 février 2003⁷⁷. Le Hoge Raad était appelé à se prononcer sur la déclaration de gouvernement d'entreprise faite par la société HBG dans son rapport annuel, aux termes de laquelle "les actionnaires 'informés et impliqués' aux assemblées générales doivent pouvoir échanger des points de vue avec la direction de l'entreprise"⁷⁸. Dans un attendu nuancé, le Hoge Raad a considéré que cette déclaration ne permettait pas de déduire un engagement, à l'égard des actionnaires, de consulter l'assemblée générale avant de délibérer sur certaines opérations, en l'espèce le refus d'une offre faite par une société tierce sur des actions détenues par HBG. Le fait que le Hoge Raad ait examiné la portée de la déclaration de HGB, pour en conclure certes au rejet de la prétention de ses actionnaires, est interprété par cette doctrine flamande comme une reconnaissance implicite du caractère obligatoire de la déclaration de gouvernement d'entreprise⁷⁹.

Le professeur Dieux a, quant à lui, adopté une position beaucoup plus restrictive. S'il ne conteste pas le principe qu'une société puisse s'obliger à respecter certaines bonnes pratiques par le biais d'un engagement unilatéral de volonté, un tel engagement ne peut toutefois, selon lui, être constaté qu'au cas par cas, en fonction des circonstances de la cause⁸⁰ et tel n'est assurément pas le cas d'une charte de gouvernance d'entreprise prise en application du code belge de gouvernance d'entreprise. L'auteur déduit cette solution du fait qu'en dépit du silence du code, la charte de gouvernance d'entreprise peut être modifiée, voire abrogée, à tout moment après son adoption⁸¹.

Plus fondamentalement, nous paraît-il, le professeur Dieux fonde son refus d'accorder à la charte de gouver-

76. Voy. notamment H. LAGA et F. PARREIN, *o.c.*, n° 5, p. 617, note subpaginale 23; E. LEROUX, *o.c.*, n° 10, pp. 515-516.

77. LJN: AF1486, Hoge Raad, OK 101.

78. Traduction libre de: "*de aandeelhouders 'geïnformeerd en betrokken' in de algemene vergadering van aandeelhouders met de ondernemingsleiding van gedachten moeten kunnen wisselen*".

79. E. LEROUX, *o.c.*, n° 11, pp. 516-517.

80. X. DIEUX, "Droit, morale et marché...", *o.c.*, n° 14, p. 36, note subpaginale 25.

81. Il justifie cette solution par les deux considérations suivantes. D'une part, les codes prévoient que le chapitre ou la déclaration de gouvernance d'entreprise (qui doit être intégré dans le rapport annuel de gestion) indique, entre autres, "*les dispositions du code auxquelles il a été dérogé au cours de l'exercice*". D'autre part, les codes disposent que "*la charte de gouvernance d'entreprise est mise à jour aussi souvent que nécessaire pour refléter à tout moment la gouvernance d'entreprise de la société*" (X. DIEUX, "La responsabilité civile des dirigeants de la société anonyme: questions de principe!" in *Actualités en droit des sociétés*, UB³, Bruxelles, Bruylant, 2006, pp. 112-116, spéc. pp. 114-115).



nance d'entreprise le statut d'un engagement par déclaration unilatérale de volonté sur le motif que *"dans l'état actuel de notre droit, 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 évidemment pas justifier cette conséquence"*⁸².

Lorsqu'une société décide, pour satisfaire à une norme de conduite prévue par la *soft law*, de publier une charte de gouvernance d'entreprise ou, plus généralement de conférer une publicité aux règles qu'elle adopte en matière de *corporate governance*, elle ne fait en effet qu'assurer la publicité destinée à assurer la sanction du marché.

Ce serait méconnaître la volonté de la société que d'attacher une sanction juridique à un acte délibérément posé pour déclencher la seule sanction du marché. Pour cette raison, on peut affirmer que, de manière générale, une telle publication ne répond pas aux critères posés par le droit étatique pour sanctionner un engagement par déclaration unilatérale de volonté.

Ce serait, en outre, priver la *soft law* de toute pertinence. Si en effet le mécanisme de publicité qu'elle prescrit est considéré, dans l'ordre juridique belge, comme un engagement par déclaration unilatérale de volonté, la *soft law* perd tout contenu: soit les sociétés décident de ne pas appliquer tout ou partie des dispositions d'un code, et les normes de *soft law* ne seront jamais appliquées; soit les sociétés acceptent d'appliquer ces normes mais celles-ci reçoivent alors automatiquement une sanction juridique et perdent donc leur nature de *soft law*.

39. L'affaire *Fortis* constitue la première illustration jurisprudentielle de cette problématique.

Dans son ordonnance du 18 novembre 2008, Mme le président du tribunal de commerce de Bruxelles a consacré la thèse du professeur Dieux, en jugeant que *"Que le 'Fortis governance statement' n'a pas, prima facie, de valeur normative; Que si le 'Fortis governance statement' constitue une charte de gouvernance d'entreprise établie conformément aux codes belge et néerlandais de gouvernance d'entreprise (également appelés respectivement 'Code Lippens' et 'Tabaksblatt') et qui a pour vocation d'être un document de référence décrivant les 'standards', principes et pratiques de gouvernance d'entreprise que le conseil d'administration se propose de suivre, il est unanimement admis que de telles chartes ne*

*contiennent que des dispositions de soft law, c'est-à-dire des principes directeurs ou normes de conduite qui ne revêtent nullement le même caractère obligatoire ou contraignant que des normes légales ou statutaires"*⁸³.

La cour d'appel de Bruxelles semble, en revanche, avoir adopté la solution inverse, même s'il n'est pas évident, sur ce point non plus, de déceler la motivation exacte de l'arrêt⁸⁴. La cour relève notamment qu'il *"importe [peu] que le conseil d'administration soit doté, par le 'statement', du pouvoir d'en modifier le contenu. En effet, (...) il ne se conçoit pas que le conseil d'administration puisse infléchir le contenu du chapitre relatif [au] dialogue [avec les actionnaires] sans heurter la volonté exprimée par le 'statement'"*. Le pouvoir du conseil d'administration de modifier la charte de gouvernance d'entreprise se trouverait ainsi limité par les objectifs généraux poursuivis par la charte...

L'ordonnance du 18 novembre 2008 doit être approuvée. 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. L'arrêt du 12 décembre 2008 ne pouvait donc lui reconnaître un caractère contraignant en droit étatique sans la dénaturer et, partant, méconnaître la volonté de Fortis.

L'hostilité que manifeste la cour d'appel de Bruxelles à l'égard de la dérogation abrupte au *Fortis governance statement*, si elle est compréhensible, ne pouvait donc adéquatement s'exprimer au travers de la figure de l'engagement par déclaration unilatérale de volonté. Ceci ne signifie pas nécessairement que les actionnaires minoritaires de Fortis étaient sans recours. Selon nous, la modification, l'abrogation ou la dérogation abrupte à une charte de gouvernance d'entreprise peut en effet ouvrir la voie à une action en responsabilité fondée sur l'article 1382 du Code civil (voir *infra*, C.).

C. La sanction du marché renforcée par le droit étatique

40. Dans le système fermé que nous avons décrit ci-dessus, l'efficacité de la *soft law* repose sur la "sanction du marché", laquelle dépend entièrement de la publicité donnée par les sociétés à leurs pratiques de gouvernement d'entreprise.

82. X. DIEUX, "Droit, morale et marché...", o.c., n° 14, p. 36, note subpaginale 25.

83. Comm. Bruxelles (réf.) 18 novembre 2008, o.c.

84. Bruxelles 12 décembre 2008, o.c.



Parmi les différents modes d'articulation entre la *soft law* et l'ordre juridique étatique, il est ainsi concevable que l'Etat intervienne non pas sur les normes substantielles de *corporate governance* mais sur le mécanisme de publicité qui y est attaché, pour garantir, *a minima*, l'existence d'une telle publicité (1.), ou, de manière plus soutenue, pour préserver la qualité et la fiabilité de l'information donnée au marché (2.).

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

1. Le droit étatique, garant de la transparence

41. La publicité des pratiques des sociétés en matière de gouvernement d'entreprise est, jusqu'à présent, en Belgique, organisée par la *soft law* elle-même, au titre de bonne pratique. Le code belge de gouvernance d'entreprise instaure ainsi un principe de publicité adéquate, décliné en plusieurs dispositions (complétées d'annexes) qui prévoient notamment la publication d'une charte de gouvernance d'entreprise et la création d'un chapitre ou déclaration de gouvernance d'entreprise dans le rapport annuel de gestion (voir *supra*, I.).

Dans d'autres pays, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, le droit étatique lui-même impose aux sociétés une transparence obligatoire sur leurs pratiques de gouvernement d'entreprise⁸⁵.

C'est précisément ce dispositif de transparence obligatoire qui est au cœur de la directive 2006/46 dont l'objectif est d'uniformiser la transparence en matière de gouvernance (voir *supra*, I.). Comme nous l'avons souligné précédemment, l'option adoptée par le législateur belge dans la transposition de la directive consiste à modifier le contenu du rapport de gestion des sociétés cotées, qui doit désormais contenir une "déclaration de gouvernement d'entreprise" dans une section spécifique. Cette déclaration devra notamment désigner le code de gouvernement d'entreprise appliqué par la société et, si elle n'en applique pas toutes les règles, l'indication des règles auxquelles elle déroge et les raisons fondées de cette dérogation (voir *supra*, II.).

42. Sous cet angle, le droit belge "incorpore" (voir *infra*, E.) des règles de *soft law*, notamment portées par le code

belge de gouvernance d'entreprise:

- les sociétés, auparavant invitées à appliquer des bonnes pratiques de *corporate governance*, le cas échéant coulées dans un code, sont désormais contraintes de se soumettre à un code; en outre, la liberté de choix du code qui doit être appliqué par les sociétés peut être limité par le Roi, qui est habilité par la loi à désigner un code de référence;
- le code belge de *corporate governance* recommande que les sociétés respectent le principe "*comply or explain*" dans l'exercice de leur liberté organisationnelle; elles y sont à présent tenues par la loi;
- la déclaration de gouvernance d'entreprise, évoqué par le code au titre de bonne pratique soumise au principe "*comply or explain*", devient une section légale du rapport de gestion.

Ces trois obligations légales sont assorties des sanctions juridiques traditionnelles en droit des sociétés, notamment la responsabilité solidaire des administrateurs pour violation du Code des sociétés (art. 528 C.soc.). On peut toutefois craindre que la démonstration d'un dommage en lien causal avec de telles fautes soit particulièrement malaisée à établir, sinon dans son principe, à tout le moins dans sa quotité.

43. Au-delà de cette incorporation, la transparence obligatoire, en tant que telle, ne dénature pas les normes de *soft law*.

Interpellé par le Conseil d'Etat qui, dans son avis n° 45.576/AG du 6 janvier 2009, jugeait souhaitable, dans un souci de sécurité juridique, que le gouvernement précise les conséquences juridiques liées au fait que les sociétés publient dans leur rapport annuel une déclaration de gouvernement d'entreprise⁸⁶, le gouvernement a expressément indiqué dans l'exposé des motifs 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. La société est toutefois libre d'y attacher des conséquences juridiques. A défaut, et sans préjudice de la responsabilité de droit commun des administrateurs, le non-respect de ces codes de conduite, même celles de leurs règles qui sont élevées au rang de "principes", n'est pas susceptible d'une autre sanction que celle du marché*"⁸⁷. Le gouvernement empêche ainsi toute tentative de qualification de la déclaration de gouverne-

85. L'art. 161 de l'Aktiengesetz et l'art. 391 du Burgerlijk Wetboek prévoient l'obligation pour les sociétés (cotées) de publier annuellement une déclaration de gouvernement d'entreprise.

86. *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, pp. 68-70.

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



ment d'entreprise en engagement par déclaration unilatérale de volonté (voir *supra*, B.).

Par ailleurs, l'“incorporation” du principe “*comply or explain*” dans le droit étatique n'emporte pas, a priori, une “incorporation”, directe ou indirecte, des bonnes pratiques recommandées par le code appliqué par les sociétés.

D'évidence, les normes de conduite prévues par le code n'acquièrent pas directement un caractère obligatoire puisque la possibilité de dérogation reconnue par le principe “*comply or explain*” est légalement consacrée.

La légalisation du principe “*comply or explain*” n'entraîne pas non plus de légalisation indirecte des bonnes pratiques de gouvernance. Ainsi, la loi n'organise aucun contrôle substantiel de la justification donnée par une société qui déroge à une norme de conduite. Au contraire, le gouvernement explique clairement, dans l'exposé des motifs, que si “*le commissaire doit vérifier (...) d'une part, que le rapport de gestion, y compris la déclaration sur le gouvernement d'entreprise (...) comprend les mentions requises (...), et d'autre part que ces mentions concordent par rapport aux comptes annuels, (...) il ne doit pourtant pas faire une analyse qualitative des éventuelles dérogations du code de gouvernement d'entreprise et de l'explication fournie par la société pour ces dérogations dans la déclaration*”⁸⁸.

L'analyse de la loi, à la lumière de la directive 2006/46 et des travaux préparatoires, permet ainsi de conclure à une volonté d'autolimitation du législateur au regard de la *soft law*: son intervention vise à renforcer la publicité des pratiques de gouvernement, en vue d'améliorer la *sanction du marché*; à l'inverse, les dispositions de la loi et les travaux préparatoires indiquent clairement que les normes de conduite des codes n'en deviennent pas pour autant susceptibles de *sanction juridique*, sauf la volonté claire des sociétés d'user de la liberté qui leur est reconnue pour donner un caractère contraignant à leurs déclarations.

44. La transparence obligatoire manifeste cependant un changement dans l'appréhension de la *corporate governance*.

Dans un article récent, Bjorn Fasterling et Jean-Christophe Duhamel⁸⁹ montrent que l'introduction du principe “*comply or explain*” dans le droit (français) des sociétés traduit le passage d'une dimension analytique de la gouvernance d'entreprise à une dimension normative. Dans sa dimension analytique, la gouvernance d'entreprise est une doctrine neutre (il s'agit uniquement du système par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées), non stéréotypée et offrant une grande souplesse dans ses modalités d'application. Dans la dimension normative, par contre, la doctrine devient uniforme et univoque: les recommandations contenues dans les codes sont en quelque sorte présumées constituer *les* bonnes pratiques.

En habilitant le Roi à désigner un code de référence, la loi accentue cette dimension normative de la *corporate governance*. Les travaux préparatoires sont d'ailleurs clairs sur ce point: l'éventuelle désignation d'un code de référence a pour but de créer “une *assise sociale* autour d'un code unique” (c'est nous qui soulignons). Une distance symbolique est donc prise avec la croyance selon laquelle les normes de *corporate governance* sont éminemment contextuelles et adaptables. Cette distance pourrait encore être renforcée si, conformément aux recommandations du Conseil d'Etat⁹⁰:

- le Roi se réfère à une version précise du code de référence: l'Etat conserve alors un droit de regard et de contrôle sur l'évolution des pratiques de gouvernement d'entreprise puisqu'un nouvel arrêté royal devra être adopté en cas de modification du code de référence;
- le code de référence fait l'objet d'une publication distincte par arrêté royal afin de lui donner une publicité *ad hoc*, qui dépasserait le simple renvoi fait dans l'arrêté royal le désignant comme code de référence⁹¹.

Cette mutation dans l'appréhension de la *corporate governance* pourrait ne pas rester sans effet sur le plan juridique, par exemple en déclenchant une absorption judiciaire des normes de *soft law* par la technique du “renvoi” (voir *infra*, D.).

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

89. B. FASTERLING et J.-C. DUHAMEL, “Le ‘comply or explain’: la transparence conformiste en droit des sociétés”, *Revue internationale de droit économique*, vol. 2., 2009, pp. 129-157.

90. Avis n° 47.273/2 du 3 novembre 2009, *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 104, notes subpaginales 8 et 9.

91. Le Conseil d'Etat considère qu'il est souhaitable de donner une publicité spécifique au code en publiant ce dernier au *Moniteur belge*, afin de lui donner une publicité conforme aux art. 10 et 11 de la Constitution: s'en tenir à un simple renvoi à une adresse électronique pourrait, en effet, être considéré discriminatoire par la Cour constitutionnelle, si des mesures ne sont pas prévues en faveur des éventuelles victimes de la “fracture électronique”.



2. Le droit étatique, garant de la qualité et de la fiabilité de l'information

La qualité de l'information

45. En renforçant la pression sur les sociétés en termes de *compliance*, sans toutefois organiser un contrôle substantiel de leurs déclarations, la transparence légale obligatoire risque de générer un effet “*box ticking*” dans le chef des sociétés cotées. La dimension légale des stratégies d'entreprise se réduirait ainsi à l'office du “juriste compliant”, pour reprendre l'expression de Didier Danet⁹², c'est-à-dire un juriste replié sur une mission de contrôle de la conformité ainsi que sur la mise en place de procédures bureaucratiques visant à générer l'information. La *compliance* est cependant peu de chose si elle demeure purement formaliste et repose exclusivement sur la vérification formelle de critères standardisés déterminés a priori par des codes.

Le problème est d'autant plus aigu qu'aux dires des meilleurs connaisseurs de la soft law, “*les instruments visant à faire assurer l'application formelle des codes restent désarmés devant l'évaluation du contenu des informations publiées (...). En définitive, si la mise en œuvre est formellement conforme mais insatisfaisante dans les faits, seul le conseil d'administration sera en mesure d'identifier les manquements et d'imposer des mesures de redressement*”⁹³. Le conseil d'administration est ainsi le seul à pouvoir juger de la qualité de l'information dont il est l'auteur...

Le principe “*comply or explain*”, fondement du système de soft law révèle de la sorte son “*inconvenient évident: s'il suffit pour les entreprises de fournir quelque explication pour être libres de s'écarter des dispositions du code, cette explication sera-t-elle correcte et fiable?(...) En d'autres termes, (...) qui vérifiera l'exactitude et la pertinence de l'explication?*”⁹⁴.

Pour garantir la qualité de l'information, l'Etat peut intervenir de manière réactive en sanctionnant, a posteriori, les fautes commises par les sociétés et leurs administrateurs dans le processus d'information du marché (voir *infra*, n° 46). On peut également concevoir une intervention étatique à la source de l'information, pour prévenir les conséquences dommageables d'une information défectueuse (voir *infra*, n° 47).

46. Les auteurs s'accordent à reconnaître la possibilité pour le juge de sanctionner les informations fausses ou trompeuses, par la mise en cause de la responsabilité de la société et de ses administrateurs, sur la base de l'article 1382 du Code civil⁹⁵.

S'agissant plus particulièrement de la déclaration de gouvernement d'entreprise qui devient, en suite de la réforme, une section particulière du rapport de gestion, on pourrait même songer à appliquer aux administrateurs la sanction prévue par l'article 528 du Code des sociétés: il n'est en effet pas déraisonnable de considérer une déclaration fausse ou trompeuse comme une violation du nouvel article 96 § 2 du Code des sociétés.

Cette sanction étatique brise l'impunité des sociétés et de leurs dirigeants et, partant, contribue à garantir, par son effet dissuasif, une information crédible au marché. On peut toutefois craindre, ici aussi, que la preuve de l'existence et de la quotité d'un dommage en lien causal avec de telles fautes sera particulièrement difficile à administrer.

D'aucuns ont également avancé l'idée que des informations mensongères ou trompeuses en matière de gouvernement d'entreprise pourraient tomber dans le champ d'application de l'article 25 § 1^{er}, 4° de la loi du 2 août 2002, qui “*interdit à toute personne de diffuser des informations ou des rumeurs, par l'intermédiaire des médias, via l'Internet ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses*” et que les contrevenants pourraient encourir les sanctions pénales et administratives portées par l'article 39 § 1^{er}, 1° de cette loi⁹⁶.

Cette thèse, certes audacieuse, ne fait, en définitive, que prendre la doctrine de la *corporate governance* au pied de la lettre. D'une part, les pratiques de gouvernement d'entreprise sont censées permettre de restaurer la confiance des investisseurs dans le système financier et, partant, de dynamiser les marchés de capitaux *en diminuant le coût du capital*. D'autre part, la soft law repose sur la sanction du marché, qui culmine dans les *décisions d'investissement ou de désinvestissement* des actionnaires. A l'aune de ces postulats, il n'est pas illogique de considérer les informations fausses ou trompeuses en matière

92. D. DANET, “Misère de la corporate governance”, *Revue internationale de droit économique*, 2008, vol. 4, p. 32.

93. E. WYMEERSCH, “Les codes de gouvernance d'entreprise...”, *o.c.*, p. 1209.

94. *Ibid.*, p. 1201.

95. E. LEROUX, *o.c.*, n° 12, p. 517; E. WYMEERSCH, “Les codes de gouvernance d'entreprise...”, *o.c.*, pp. 1204 et 1213.

96. E. LEROUX, *o.c.*, n° 13, p. 518.



de gouvernement d'entreprise comme une manipulation de marché.

47. Ces sanctions *a posteriori* présentent un effet dissuasif non négligeable; elles souffrent toutefois d'infirmités patentées, tant sur le plan de leur mise en œuvre que sur leur utilité pour les personnes lésées, dont l'indemnisation est malaisée. Aussi, une intervention à la source de l'information serait-elle utile pour prévenir les conséquences dommageables d'une information fausse ou trompeuse.

Dans le système fermé de *soft law*, aucun dispositif n'a été mis en place par le "monde des affaires" pour contrôler le contenu des informations publiées; ce contrôle est abandonné à la responsabilité des acteurs du marché, de manière diffuse, décentralisée, "atomistique".

Un suivi a certes été mené spontanément, par des instituts universitaires, des associations d'entreprises cotées ou des sociétés de consultance⁹⁷.

Parfois, le comité de suivi émane directement de l'organe qui a émis les bonnes pratiques de gouvernance. Tel est le cas en Belgique où la Commission Corporate Governance, mise en place en 2004, est devenue une fondation privée en 2007.

Toutefois, ce suivi consiste dans un examen d'ensemble, généralement anonyme, des pratiques de gouvernement d'entreprise et ne débouche pas sur un contrôle individuel de la conformité de chaque société⁹⁸. En outre, ce suivi reste très largement formel, dans la mesure où le contrôle du respect du code n'est fondé que sur les informations publiquement disponibles, notamment parce qu'elles figurent dans le rapport annuel.

La Belgique ne déroge pas à cette règle. Les études publiées par le Belgian Governance Institute et la FEB ont un caractère global et anonyme⁹⁹. Il ne devrait pas en être autrement avec la Commission Corporate Governance, qui a pour but de "réaliser un suivi régulier de l'application du code belge de gouvernance d'entreprise".

Le suivi organisé par le "monde des affaires" a donc un objectif statistique; il ne réalise pas un contrôle individuel sur le contenu des informations publiées par les sociétés qui garantirait au "marché" la qualité des informations

sur la base desquelles il juge le gouvernement d'entreprise des sociétés.

On insiste, du reste, sur les difficultés qu'un tel contrôle entraînerait tant sur le plan de sa réalisation concrète¹⁰⁰ que de la légalité de la démarche¹⁰¹, sans compter les responsabilités encourues en cas d'erreur d'évaluation.

A le considérer techniquement possible, un contrôle individuel du contenu des déclarations n'est donc envisageable que s'il est organisé par l'Etat.

On l'a vu, un tel contrôle n'est pas organisé par la loi, dont les travaux préparatoires précisent explicitement que le rôle du commissaire est réduit à un contrôle formel de la déclaration de gouvernement d'entreprise intégrée dans le rapport de gestion.

Aucune commission de suivi en matière de gouvernement d'entreprise n'a été mise en place. Une proposition de loi a certes été déposée, en 2006, dans le but d'instaurer une commission d'observation du code belge de gouvernance d'entreprise. Les principes fixés dans cette proposition de loi rejoignent très largement ceux qui ont présidé à la constitution, en 2007, de la fondation privée Commission Corporate Governance; plus précisément, la commission d'observation prévue dans la proposition de loi ne recevait pas la mission de réaliser un contrôle individuel sur le contenu des informations publiées¹⁰².

La question se pose dès lors de savoir si, à défaut d'initiative *ad hoc*, la CBFA ne pourrait pas assumer, en Belgique, ce rôle de garant de la qualité de l'information en matière de gouvernement d'entreprise. Compte tenu des larges pouvoirs d'investigation, de pression et de sanction mis à sa disposition par la législation financière, la CBFA disposerait en effet, selon certains, des instruments nécessaires pour procéder au contrôle substantiel et individuel des déclarations de *corporate governance*¹⁰³.

Le code belge de gouvernance d'entreprise, établi en étroite collaboration avec la CBFA, témoigne clairement de la volonté inverse. Si la CBFA est appelée à "*contribuer au contrôle externe du code*", son intervention est strictement définie: au-delà de "*son support moral dans la mise en œuvre des mesures de publicité*", "*le rôle de la CBFA se limite à vérifier si le principe 'se conformer ou expli-*

97. E. WYMEERSCH, "Les codes de gouvernance d'entreprise...", *o.c.*, p. 1208.

98. *Ibid.*

99. Les résultats sont notamment disponibles sur le site: www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens_0507f.pdf.

100. Voy. à cet égard, les explications données sur la méthodologie du suivi dans l'étude conjointe du Belgian Governance Institute et de la FEB, *Respect du code belge de gouvernance d'entreprise: un état de la question*, 2006, consultable sur le site www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens_0507f.pdf.

101. E. WYMEERSCH, "Les codes de gouvernance d'entreprise...", *o.c.*, pp. 1208-1209.

102. Proposition de loi instaurant une commission d'observation du code belge de gouvernance d'entreprise, *Doc.parl.* Chambre 2005-06, n° 2464/001.

103. E. LEROUX, *o.c.*, n° 51, pp. 528-529.



quer' est appliqué et à recommander aux sociétés de le suivre". La CBFA est également invitée à "*publie[r] de temps à autre des aperçus comparatifs généraux de gouvernance d'entreprise dans les sociétés belges cotées*"¹⁰⁴, cette mission ayant clairement un objectif statistique qui ne débouche pas sur un contrôle individuel du contenu des informations.

Une certaine doctrine a certes tenté d'établir, en confessant d'ailleurs le caractère audacieux de la thèse, que, dans l'état actuel de la législation financière belge, la CBFA avait, dès avant la mise en place d'une transparence obligatoire, le pouvoir, voire le devoir, de contrôler la qualité de l'information publiée par les sociétés en matière de gouvernement d'entreprise, spécialement le chapitre ou déclaration de gouvernance d'entreprise prévu par le code belge de gouvernance d'entreprise¹⁰⁵.

La démonstration, ingénieuse, devrait a priori sortir renforcée de la consécration légale d'une déclaration de gouvernement d'entreprise dans le rapport de gestion. Elle en est, paradoxalement, déforcée: d'une part, la loi et les travaux préparatoires expriment une hostilité manifeste à un contrôle substantiel et individuel de la déclaration de gouvernement d'entreprise, qui interférerait avec la sanction du marché; d'autre part, le code 2009, publié après le dépôt du premier avant-projet de loi, maintient, de concert avec la CBFA, l'option du code 2004 de limiter l'intervention de cette dernière à un contrôle formel ou à un suivi statistique de l'application du code.

En l'absence de demande de l'Etat ou du marché, la CBFA se cantonnera vraisemblablement à ce rôle limité.

La fiabilité de l'information

48. On peut également se demander si les mesures de publicité prises par les sociétés en matière de bonnes pratiques, qui ne constituent certes pas des engagements par déclaration unilatérale de volonté (voir *supra*, B.), devraient, pour autant, rester sans effet dans l'ordre juridique étatique.

Reconnaître automatiquement un effet obligatoire aux déclarations des sociétés reviendrait certes, on l'a vu, à priver la *soft law* de toute pertinence puisque ces mesures ont précisément pour objet de permettre la sanction du marché.

Cela dit, que représente encore la sanction du marché lorsqu'elle a pour objet des déclarations qui ne contrai-

gnent en rien les sociétés, qui restent libres de modifier, d'abroger ou de déroger à tout moment à tout ou partie des normes dont elles ont notifié l'adoption au marché?

La sanction du marché repose, en dernier ressort, sur les anticipations des actionnaires qui choisissent d'investir dans une société plutôt que dans une autre, notamment au regard des bonnes pratiques de gouvernance déclarées par ces sociétés. Ne casse-t-on pas le ressort de cette sanction en refusant d'assurer une protection minimale à ces anticipations?

Théoriquement les actionnaires peuvent toujours, en cas de modification, d'abrogation ou de dérogation aux normes de conduite, détourner leur investissement vers d'autres sociétés. Cette sanction a posteriori est toutefois très incertaine.

La société pourrait, entretemps, avoir adopté un comportement gravement préjudiciable à l'investissement de ces actionnaires. Ce risque n'est pas virtuel: dans l'affaire *Fortis*, les opérations de l'automne 2008 ont influencé décisivement la nature, voire la consistance, de l'investissement des actionnaires du groupe. En outre, les actions de la société pourraient avoir subi une décote qui empêche une réalisation optimale de l'investissement.

Par conséquent et de manière plus générale, cette sanction a posteriori met à mal la crédibilité des marchés dans leur ensemble. Comment les investisseurs peuvent-ils faire confiance aux sociétés qui déclarent adopter des bonnes pratiques, si ces déclarations sont susceptibles de rester purement incantatoires?

L'objectif de la directive 2006/46 et de la loi est de restaurer la confiance dans les marchés financiers, en vue de les redynamiser (voir *supra*, I.). On peut se demander si cet objectif pourra être atteint sans garantir la fiabilité des déclarations faites au marché et, partant, sans attribuer un caractère contraignant minimal à celles-ci.

49. Ne pourrait-on dès lors considérer que la société et ses administrateurs engagent leur responsabilité lorsqu'ils modifient ou abrogent abruptement les normes de bonne conduite que la société a déclaré appliquer ou lorsque, de manière encore plus caractérisée, ils s'écartent de ces déclarations sans les avoir préalablement modifiées ou abrogées? Les anticipations des actionnaires et du marché ne sont-elles pas, dans ce cas, *fautivement* déjouées?

104. Point 6 du préambule.

105. E. LEROUX, *o.c.*, n°s 47-49, pp. 527-528.



La proposition de loi “Massin”¹⁰⁶ avait, en ce sens, pour objet d’engager la responsabilité solidaire des administrateurs pour “*infractions (...) aux dispositions de tout ou partie d’un code ou de règles de gouvernance d’entreprise que la société s’est engagée à respecter*”.

Cette proposition de loi a été vivement critiquée par le professeur Dieux, au motif qu’elle méconnaissait la variabilité de la charte de gouvernance d’entreprise prévue par le code belge de *corporate governance* et, plus largement, qu’elle trahit l’esprit de la *soft law* de substituer la sanction incitative du marché aux sanctions répressives du droit positif classique¹⁰⁷.

A la lumière des développements qui précèdent, cette critique ne nous semble que partiellement fondée. La charte de gouvernance d’entreprise et, plus largement, les déclarations de bonne gouvernance ne présentent certes pas l’intangibilité de la loi ou des statuts. Cependant, une modification, abrogation ou dérogation abrupte à ces déclarations peut déjouer les anticipations des investisseurs et, partant, saper les fondements de la sanction du marché. L’existence d’une faute dans le chef de la société et de ses administrateurs devra cependant être appréciée au cas par cas, en fonction des circonstances de la cause: dans l’affaire *Fortis*, par exemple, le fait pour le conseil d’administration de s’être écarté du *Fortis government statement* sans modification préalable ne peut être apprécié sans tenir compte des circonstances exceptionnelles dans lesquelles la société se débattait.

Loin d’exclure toute sanction étatique, l’efficacité de la *soft law* pourrait donc nécessiter que l’Etat garantisse, par une application souple du droit commun de la responsabilité, la fiabilité des déclarations sanctionnées par le marché.

L’intervention de l’Etat présente, ici encore, un caractère imparfait: d’une part, l’existence et l’étendue du dommage en relation avec la faute reprochée à la société et à ses administrateurs sont difficiles à établir; d’autre part, compte tenu de l’inopposabilité de toute limitation (*a fortiori* non statutaire) aux compétences légales des organes sociaux, notamment le conseil d’administration (art. 522 § 1^{er} C.soc.), la violation de normes de conduite relatives à la répartition des pouvoirs, comme c’était le cas

dans l’affaire *Fortis*, ne pourra pas entraîner l’invalidation des actes conclus par la société avec des tiers de bonne foi.

D. Le “renvoi” à des normes de “soft law” par le droit étatique

50. L’hybridation de la *soft law* peut également consister dans la technique par laquelle le droit étatique renvoie à des normes de *corporate governance*, celles-ci lui étant, par hypothèse, extérieures. Le renvoi peut intervenir à l’initiative du législateur (voir *infra*, n° 51) ou du juge (voir *infra*, n°s 52 et 53).

51. Ce mécanisme a été un temps envisagé au cours des travaux préparatoires de la loi au sujet des indemnités de départ.

L’avant-projet initial, qui tentait d’“incorporer” (voir *infra*, E.) dans le droit étatique les normes de conduite portées par les codes de *corporate governance*¹⁰⁸, s’est heurté à d’importantes objections d’inconstitutionnalité soulevées par le Conseil d’Etat¹⁰⁹.

Dans la deuxième version de l’avant-projet de loi, le gouvernement avait renoncé à légaliser les bonnes pratiques de gouvernance. La technique retenue était plus limitée: toute indemnité de départ d’un dirigeant exécutif contraire aux recommandations du code de gouvernement d’entreprise appliquée par la société ne pouvait être convenue, à peine de nullité, que sous la condition suspensive de l’approbation de la première assemblée générale ordinaire qui suit¹¹⁰.

L’avant-projet de loi substituait donc à l’“incorporation”, le renvoi par le droit étatique à une norme de conduite, qui ne perd pas ainsi (complètement) sa nature de *soft law*.

Le renvoi consiste ici, pour le droit étatique, à fixer une condition de validité, sanctionnée juridiquement, à la possibilité pour une société de déroger à une norme de *soft law*.

Ce mécanisme de “renvoi” se distingue, selon nous, de la légalisation du principe “*comply or explain*”, qui présente pourtant cette même caractéristique d’instituer une condi-

106. Proposition de loi modifiant l’art. 528 du Code des sociétés afin d’étendre la responsabilité solidaire des administrateurs de sociétés au non-respect des prescriptions d’un code de gouvernance d’entreprise, *Doc.parl.* Chambre 2005-06, n° 2111/001.

107. X. DIEUX, “La responsabilité civile des dirigeants...”, *o.c.*, pp. 112-116.

108. Voy. l’art. 14 du premier avant-projet de loi du gouvernement, *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, pp. 46-47.

109. Avis du Conseil d’Etat n° 45.576/AG du 6 janvier 2009, *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, pp. 55 et s.; pour un commentaire de ce premier avant-projet de loi, voy. J. CLESSE, “Les avantages liés à la sortie de certaines fonctions. Contribution en mode mineur sur les parachutes dorés” in *L’entreprise et ses salariés: quel partenariat?*, Séminaire CRDVA du 22 octobre 2009, n°s 21-37, pp. 410-419.

110. Voy. l’art. 9 du deuxième avant-projet de loi du gouvernement, *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, pp. 91-92.



tion juridiquement sanctionnée à la dérogation aux normes de *soft law*.

L'“incorporation” du principe “*comply or explain*” met, on l'a vu, la sanction juridique au service de la sanction du marché; elle n'entraîne aucune légalisation des normes de conduite posées par le code, ni directement, ni indirectement (voir *supra*, C.).

A l'inverse, le “renvoi” en matière d'indemnité de départ pose une condition de validité “propre” au droit étatique, exclusivement axée sur la sanction juridique. Elle entraîne, dans cette mesure, une certaine légalisation d'une norme de conduite de *corporate governance*, sans toutefois l'“incorporer” au droit étatique et lui faire perdre sa nature de *soft law*.

Sur le plan substantiel, ce mécanisme de “renvoi” traduit également un changement de conception du rôle de l'actionnaire. Dans la perspective financière de la transparence obligatoire, l'actionnaire est, on l'a dit, conçu de manière “passive”, comme destinataire d'informations financières qui lui permettent de gérer au mieux ses investissements. Le principe “*comply or explain*” lui permet de poser un choix éclairé. A l'inverse, la compétence d'autorisation donnée à l'assemblée générale pour déroger aux bonnes pratiques en matière d'indemnité “active” le rôle de l'actionnaire dans le gouvernement d'entreprise.

Au cours des débats en commission de la Chambre, la réglementation de l'indemnité de départ a été amendée pour des raisons de sécurité juridique: le “renvoi” à la *soft law* a cédé la place à une “incorporation” de la norme de bonne conduite actuellement recommandée par le code 2009¹¹¹. Le texte final de la loi prévoit ainsi que toute indemnité de départ d'un dirigeant exécutif “*qui dépasse les 12 mois de rémunération, ou, sur l'avis motivé du comité de rémunération, dépasse les 18 mois de rémunération*”, ne peut être convenue, à peine de nullité, que sous la condition suspensive de l'approbation de la première assemblée générale ordinaire qui suit, le cas échéant, éclairée par l'avis des travailleurs de l'entreprise.

La technique du renvoi, qui permet au droit étatique d'absorber la *soft law* sans perdre la souplesse et le caractère évolutif de celle-ci, a ainsi été jugée contraire au principe de sécurité juridique.

Il convient toutefois de se demander si, ce faisant, les auteurs de l'amendement n'ont pas sous-estimé les

ressources offertes par la loi. La légalisation de la *soft law* qui est à l'œuvre dans le “renvoi” connaît en effet une intensité variable, selon le degré de contrôle que l'ordre juridique étatique exerce sur les normes de bonne conduite qui en font l'objet. Prenons, par exemple, la technique de l'habilitation royale évoquée précédemment.

La loi habilite le Roi à désigner un instrument de *soft law*, par exemple le code belge de gouvernance d'entreprise, comme code de référence, empêchant ainsi que les sociétés cotées soient soumises à des règles différentes en matière d'indemnité de départ selon le code qu'elles auront choisi d'appliquer. Le code de référence est certes établi et modifié périodiquement par une instance privée mais la souplesse de ce procédé peut être encadrée si le Roi se réfère à une version précise du code et conserve un droit de regard sur l'évolution des pratiques de gouvernement d'entreprise.

A l'inverse de l'incorporation pure et simple, l'habilitation royale présente l'avantage de ne pas nécessiter de modification législative chaque fois que la norme “incorporée” a cessé d'être vue comme la bonne pratique par le “monde des affaires” ou ne répond plus aux objectifs poursuivis par le droit étatique.

52. Un second type de “renvoi” a, dès avant la loi, fait débat dans la doctrine belge.

La question s'est en effet posée de savoir si, par le biais de certains concepts de droit étatique, les normes de *soft law* ne pouvaient pas, indirectement, être juridiquement sanctionnées.

Peu après la publication du code 2004, le professeur Dieux soulignait que, de manière générale, “*le droit positif classique est capable d'absorber, sans perdre son identité, le phénomène de l'autorégulation, soit par le jeu des usages reconnus comme source formelle de droit en matière économique, soit par le jeu de standards de comportement que sanctionnent les principes généraux de la responsabilité civile (...)*”¹¹².

A ce stade, même les auteurs les plus favorables à l'absorption de la *soft law* par le droit étatique ne vont pas jusqu'à affirmer que les principes du code belge de gouvernance d'entreprise auraient acquis le statut d'usages¹¹³. Le débat a plutôt porté sur la possibilité de sanctionner les normes de conduite en utilisant les standards de comportement induits par les notions de “bon père de famille”, d’“homme honnête, prudent et diligent” et de “bonne foi”.

111. Voy. l'amendement n° 2 déposé le 12 janvier 2010, *Doc.parl.*, Chambre, 2009-10, n° 2336/002, p. 2.

112. X. DIEUX, “‘Corporate governance’...”, *o.c.*, n° 3, p. 58.

113. E. LEROUX, *o.c.*, n° 2, p. 513 et n° 22, p. 519.



La technique consiste ici pour le droit étatique à fixer le contenu de ces standards de comportement par renvoi aux normes de conduite dégagées par la *soft law*. Ces normes ne perdent pas complètement leur nature puisqu'elles ne sont pas incorporées par le droit étatique de manière définitive, générale et abstraite: le juge doit apprécier, au cas par cas et en fonction des circonstances de la cause, si, au moment des faits, une bonne pratique de *soft law* devait être suivie par le bon père de famille; la source des bonnes pratiques – le “monde des affaires” – et sa nature essentiellement souple et évolutive sont ainsi préservées.

Le professeur Dieux a contesté qu'un juge puisse frapper d'une sanction juridique, puisée dans le droit de la responsabilité civile, une entorse à une règle seulement passible d'une sanction de marché, selon l'opinion reçue dans le milieu dont elle émane¹¹⁴. L'ordre juridique belge devrait, en quelque sorte, s'autolimiter pour respecter la sphère d'application de la *soft law*.

Une partie de la doctrine flamande, représentée notamment par le professeur Laga¹¹⁵, a au contraire soutenu que les administrateurs pouvaient, par le biais d'un “renvoi” aux bonnes pratiques de gouvernance, engager leur responsabilité:

- à l'égard des tiers, sur la base des articles 1382 et 1383 du Code civil, pour avoir adopté un comportement contraire à celui de l'homme honnête, prudent et diligent;
- à l'égard de la société, sur le pied des articles 1134, alinéa 3 et 1135 du Code civil et de l'article 527 du Code des sociétés, pour ne pas avoir exécuté leur mandat de bonne foi.

Ces auteurs distinguent deux hypothèses susceptibles de mettre en jeu une telle responsabilité des administrateurs¹¹⁶.

Ce serait tout d'abord le cas, de manière automatique, lorsque les administrateurs violent une norme de conduite adoptée par la société dans sa charte de gouvernance d'entreprise ou, plus généralement, sa déclaration de bonne gouvernance. Cette position est directement liée à la thèse selon laquelle la charte de gouvernance d'entreprise constitue un engagement par déclaration unilatérale de volonté pour la société. Dans notre section B., nous avons exposé pourquoi cet enseignement ne peut être

suivi. Nous avons cependant défendu l'idée qu'une modification, une abrogation ou une violation abrupte d'une charte de gouvernance d'entreprise ou, plus généralement, d'une déclaration de bonne gouvernance pouvait, au cas par cas et en fonction des circonstances de la cause, engager la responsabilité de la société et de ses administrateurs pour non-respect des anticipations des actionnaires (voir *supra*, C.). On pourrait, de la même manière, considérer qu'une telle décision du conseil d'administration engage également la responsabilité des administrateurs à l'égard de la société, sur la base des articles 1134, alinéa 3 et 1135 du Code civil et de l'article 527 du Code des sociétés.

La seconde hypothèse est celle dans laquelle la société et ses administrateurs dérogeraient à une norme de conduite sans fournir de motivation ou en avançant une justification insuffisante ou manifestement déraisonnable. Ceci aboutit à un contrôle judiciaire substantiel de l'application du principe “*comply or explain*”.

L'impact de la loi sur cette solution doctrinale n'est pas évident.

D'un côté, elle manifeste, comme le préconisait le professeur Dieux, une volonté d'autolimitation du législateur au regard de la *soft law*: le législateur est intervenu pour renforcer la publicité des pratiques de gouvernance, en vue d'améliorer la sanction du marché; à l'inverse, les dispositions de la loi et ses travaux préparatoires indiquent que les normes de conduite des codes n'en deviennent pas pour autant susceptibles de sanction juridique. Plus particulièrement, la loi n'organise aucun contrôle substantiel de la justification donnée par une société qui déroge à une norme de conduite. On pourrait donc considérer qu'il est difficilement justifiable que les juges fassent fi de cette autolimitation, par le législateur, de l'intervention de l'ordre juridique belge à l'égard de la *soft law*.

D'un autre côté, la transparence obligatoire manifeste un changement dans l'appréhension de la *corporate governance* et traduit le passage d'une dimension analytique à une dimension normative, où les recommandations contenues dans les codes sont présumées constituer les bonnes pratiques¹¹⁷. La désignation d'un code de référence, qui a pour but de créer “une assise sociale autour d'un code

114. X. DIEUX, “Droit, morale et marché...”, *o.c.*, n° 13, pp. 35-36; dans une autre étude, l'auteur paraît toutefois excepter les principes du code belge de gouvernance d'entreprise, auxquels il n'est pas permis, dans le cadre de la *soft law*, de déroger mais il souligne que la généralité de ces principes exclut, en fait, toute possibilité de mise en cause de la responsabilité (X. DIEUX, “La responsabilité civile des dirigeants...”, *o.c.*, pp. 111-112).

115. H. LAGA et F. PARREIN, *o.c.*, n° 6, p. 618.

116. Voy. particulièrement E. LEROUX, *o.c.*, n°s 22 et s., pp. 519 et s.

117. B. FASTERLING et J.-C. DUHAMEL, “Le ‘comply or explain’: la transparence conformiste en droit des sociétés”, *Revue internationale de droit économique*, vol. 2., 2009, pp. 129-157.





unique” et le contrôle que l’Etat pourrait se réserver sur l’évolution du contenu de celui-ci participe de cette mutation dans la conception de la *corporate governance*. Dans cette perspective, serait-il déraisonnable de reconnaître au juge la possibilité de sanctionner comme contraire au comportement du “bon père de famille”, une dérogation sans justification (suffisante ou raisonnable) aux normes de gouvernement d’entreprise qui jouissent d’une “assise sociale” dans l’ordre juridique belge?

La mise en cause de la responsabilité de la société et des administrateurs doit cependant être relativisée, ainsi que nous l’avons souligné antérieurement: l’établissement d’un dommage en lien causal avec la faute commise sera en effet particulièrement délicat. En outre, compte tenu de l’inopposabilité de toute limitation aux compétences légales des organes sociaux, notamment le conseil d’administration (art. 522 § 1^{er} C.soc.), la violation de normes de conduite relatives à la répartition des pouvoirs ne pourra pas entraîner l’invalidation des actes conclus par la société avec des tiers de bonne foi.

53. Le “renvoi” peut également intervenir comme technique d’interprétation de concepts communs au droit belge et à la *soft law*.

Tel est, par exemple, le cas de la notion d’indépendance consacrée par le Code des sociétés (art. 526bis) et qui, au gré de l’évolution de cette notion dans les versions du code belge de *corporate governance*, pourrait recevoir une acception nouvelle en droit étatique¹¹⁸.

E. L’incorporation de normes de “soft law” dans le droit étatique

54. L’articulation entre *soft law* et droit étatique peut enfin prendre la forme d’une “incorporation” des normes de bonne conduite dans la loi. Sous cette forme, le rôle de la *soft law* est réduit à celui d’inspirateur de la norme juridique.

55. En Belgique, les exemples attestant de cette reprise étatique de l’autorégulation sont nombreux. On songe notamment à la procédure régissant les relations intra-groupes et les conflits d’intérêts au sein des groupes introduite dans l’article 524 du Code des sociétés, à l’obligation faite à certaines sociétés cotées d’instaurer un comité d’audit (art. 526bis C.soc.), aux mesures tendant à favoriser l’indépendance des administrateurs (art. 526bis) et des commissaires (art. 130 et s.).

Certaines dispositions légales se bornent à consacrer juridiquement une (bonne) pratique de *corporate governance* sans toutefois l’imposer. Il en est ainsi de l’instauration des comités de direction dans le Code des sociétés par la loi du 2 août 2002 de “Corporate governance”. Le législateur reconnaît aux sociétés la possibilité de distinguer les fonctions de surveillance et les fonctions de direction au sein de leurs organes de gestion et supprime les incertitudes liées aux solutions contractuelles pratiquées antérieurement: s’agissant d’un organe autonome du conseil d’administration et pourvu de compétences propres de décision interne et de représentation externe, l’intervention du législateur était utile, sinon indispensable. Le code confère toutefois un caractère purement facultatif à ce nouvel organe. La loi du 2 août 2002 a utilisé la même technique pour ce qui concerne les comités consultatifs (rémunération, audit, etc.): ces derniers étaient consacrés juridiquement sans être imposés. A la différence du comité de direction, la mise en place de ces comités, qui ne sont pas autonomes par rapport au conseil d’administration et n’ont pas, en principe, de compétences propres de décision interne et de représentation externe, ne nécessitaient pas une intervention légale.

56. La loi renforce cette reprise étatique des normes de *corporate governance*.

L’adhésion à un code de gouvernance, l’application du principe “*comply or explain*” et la publicité donnée aux pratiques de gouvernance des sociétés constituent désormais des obligations légales. Nous avons toutefois souligné en quoi cette incorporation visait uniquement à renforcer la sanction du marché dans le cadre du fonctionnement de la *soft law* et n’entraînait pas, en soi, une légalisation des normes de conduite des codes (voir *supra*, C.).

Certaines de ces normes de conduite font toutefois l’objet d’une “incorporation” distincte et expresse dans le droit étatique.

Ainsi, la publicité attachée aux rémunérations des dirigeants d’entreprise, jusqu’ici recommandée à titre de bonne pratique soumise au principe “*comply or explain*”, est désormais impérativement organisée par la loi (voir *supra*, II.). Cette obligation de publicité ne peut être comparée avec la transparence obligatoire en matière de gouvernement d’entreprise: celle-ci a pour objectif de rendre plus efficace la sanction des pratiques de gouvernement d’entreprise par le marché; celle-là vise à attacher directement une sanction juridique à une pratique relevant autrefois de la *soft law*.

118. H. LAGA et F. PARREIN, *o.c.*, n° 6, pp. 618-619; E. LEROUX, *o.c.*, n° 43-44, p. 526.



La loi impose également aux sociétés cotées d'instaurer un comité de rémunération au sein de leur conseil d'administration.

De la même manière, la loi consacre certaines bonnes pratiques de "fond" relatives aux rémunérations des dirigeants. A titre d'exemple, la loi "incorpore" dans le droit belge une bonne pratique actuellement recommandée par le code 2009 et fixe une condition propre, autre que le "*comply or explain*", pour qu'il puisse y être dérogé. Le texte légal prévoit ainsi que toute indemnité de départ d'un dirigeant exécutif "*qui dépasse les 12 mois de rémunération, ou, sur l'avis motivé du comité de rémunération, dépasse les 18 mois de rémunération*", ne peut être convenue, à peine de nullité, que sous la condition suspensive de l'approbation de la première assemblée générale ordinaire qui suit, le cas échéant, éclairée par l'avis des travailleurs de l'entreprise.

57. Ce phénomène d'"incorporation" n'est pas sans poser question.

Pour justifier la conversion étatique de l'autorégulation, la doctrine met habituellement en avant le caractère non obligatoire des recommandations de gouvernance et le fait que la sanction du marché serait d'une insuffisante rigueur pour assurer une mise en œuvre efficace. Cette inefficacité se mesurerait d'abord au niveau macroéconomique¹¹⁹: non seulement aux Etats-Unis où la crise bancaire a pris naissance, mais également en Europe où les mécanismes de contrôle interne des banques n'ont pas mieux fonctionné. Elle se jugerait également à l'échelle des acteurs individuels: les faillites et restructurations massives liées à de graves irrégularités de gouvernement d'entreprise (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) interviennent en effet dans un environnement normatif prétendument capable de générer les bonnes pratiques¹²⁰.

Un autre facteur mis en lumière pour justifier l'intervention étatique est lié au caractère contextuel des normes de *corporate governance*. Comme on l'a vu (voir *supra*, A.), le modèle de l'autorégulation fonctionne mieux dans une culture économique orientée vers le marché que dans un autre contexte. Dans le système belge, la discipline sur les managers est exercée avant tout par l'actionnaire de contrôle. Nombreuses sont d'ailleurs les entreprises où les dirigeants sont directement liés (familialement ou par relation) à l'actionnaire majoritaire. Le "monitoring"

actionnarial qui est au cœur de l'approche de l'autorégulation a donc moins de chance de produire des résultats satisfaisants. Il ne résout d'ailleurs pas le problème central de la gouvernance qui est celui du conflit d'intérêts entre majoritaires et minoritaires. Par conséquent, au nom de la préservation des grands équilibres à l'intérieur des entreprises, l'État se réserve le droit d'intervenir massivement dans le fonctionnement des sociétés, fût-ce sous le couvert de la *corporate governance*.

58. Au-delà de ce débat d'opportunité, le phénomène de l'incorporation soulève également des questions relatives à la régularité et à l'efficacité d'une absorption des normes de *soft law* par l'ordre juridique étatique.

Ainsi le professeur Dieux a-t-il défendu l'idée que les lois d'incorporation pourraient être censurées par la Cour constitutionnelle dans le cadre de son contentieux de l'égalité: "*Le législateur s'étant approprié les objectifs de la norme de conduite exprimée dans un code non contraignant, est-il excessif de suggérer que la Cour [constitutionnelle] puisse censurer un dispositif légal qui serait en contradiction avec ceux-ci, pareille contradiction emportant comme telle une disproportion caractérisée?*"¹²¹. L'autolimitation de l'ordre juridique belge à l'égard de la *soft law*, préconisée par cet auteur, pourrait ainsi trouver un fondement constitutionnel.

Sans remettre en cause le principe même de l'incorporation, la norme de *soft law* intégrée dans le droit étatique pourrait se heurter à d'autres dispositions de celui-ci. Les travaux préparatoires qui ont mené à l'adoption de la loi en offrent plusieurs illustrations.

Ainsi, la réglementation des indemnités de départ prévue par le premier avant-projet de loi a-t-elle été abandonnée en réaction aux nombreuses objections d'inconstitutionnalité soulevées par le Conseil d'Etat dans son avis n° 45.576/AG du 6 janvier 2009 (voir *supra*, D.). Ce point n'a pas manqué d'être relevé dans l'avant-propos de M. Daems au code 2009 qui, dans un contexte de crise financière et de méfiance à l'égard de la *soft law*, relève, parmi les "*cinq motifs qui prévalent pour expliquer les raisons pour lesquelles le code (...) peut être effectif et efficace pour parvenir à une meilleure gouvernance d'entreprise*", le fait que "*toute nouvelle réglementation doit prendre en considération son impact sur l'ensemble de la réglementation existante. Un bon exemple est l'indemnité*

119. D. DANET, *o.i.*, p. 414.

120. N. THIRION, "Hétéro-régulation, auto-régulation et co-régulation: esquisse théorique et application au marché des services de médias audiovisuels" in *Le nouveau cadre juridique de l'audiovisuel européen*, Louvain-la-Neuve, Anthémis (sous presse).

121. X. DIEUX, "Droit, morale et marché...", *o.c.*, n° 14, pp. 36-37.



de départ des administrateurs exécutifs, qu'il est très difficile de réglementer au moyen d'initiatives législatives étant donné ses incidences sur d'autres systèmes de rémunération. Vu que le code repose sur des recommandations de conformité volontaire, il peut formuler plus aisément et efficacement sur de tels sujets".

Un autre exemple peut être trouvé dans la conformité des dispositions relatives à la publicité des rémunérations à la protection de la vie privée, garantie par l'article 22 de la Constitution et par la loi du 8 décembre 1992 relative à la protection de la vie privée à l'égard des traitements des données à caractère personnel. Cette difficulté a également été soulevée par le Conseil d'Etat dans son avis n° 45.576/AG du 6 janvier 2009, qui suggérerait par conséquent de solliciter l'avis de la Commission pour la protection de la vie privée¹²², ce dont le législateur s'est toutefois abstenu.

Enfin, indépendamment de la régularité de l'incorporation au regard de l'ordre juridique étatique, l'efficacité de ce mécanisme doit également être examinée. Ici encore, la mise en cause de la responsabilité civile des administrateurs, voire des commissaires, qui a été mise en avant lors des travaux préparatoires, pourrait se révéler malaisée: les personnes qui se prétendraient lésées par la violation des normes de bonne conduite incorporées succomberont très souvent dans l'administration de la preuve d'un dommage personnel en lien causal avec la violation de la loi. L'efficacité de l'incorporation dépend donc également de la sanction dont le droit étatique assortit les normes incorporées. A cet égard, les sanctions spécifiques, telles celles portées en matière d'indemnités de départ, assurent une efficacité plus grande que le mécanisme de la responsabilité civile de droit commun.

IV. Conclusion

59. La doctrine de la *corporate governance* produit des résultats très contrastés sous l'angle de son contenu matériel et de ses modalités institutionnelles de réalisation.

Du point de vue de son objet, la *corporate governance* préconise un modèle de la firme très homogénéisant. La firme y est décrite comme un "nœud de contrats" dans lequel dominant, pour des raisons d'efficacité, celles des parties qui supportent les risques résiduels, à savoir les actionnaires¹²³. Ces derniers se voient en conséquence

attribuer *et* le revenu résiduel *et* les droits de décisions résiduels, c'est-à-dire ceux qui n'ont pas été attribués par contrat à une autre des parties prenantes à l'entreprise (personnel, clients, fournisseurs, créanciers, collectivité,...). Le gouvernement d'entreprise est donc centré sur la maximisation de la "valeur actionnariale" et sur le règlement des conflits d'intérêts au sein de la firme entre les actionnaires et les dirigeants, au moyen de contrats incitatifs adéquatement calibrés dont le respect garantira l'efficacité du conseil d'administration et du management exécutif, en même temps que la transparence, c'est-à-dire la disponibilité et la fiabilité de l'information indispensable pour l'évaluation correcte de la firme.

Au niveau de sa mise en œuvre, par contre, ce modèle aboutit à des solutions hétérogènes et polymorphes. Nous avons pu constater la grande diversité des articulations possibles entre la *soft law* et le droit étatique, dont la loi offre de nombreux exemples.

60. Cette distorsion suscite deux réflexions.

D'une part, ces multiples tentatives d'intervention en matière de *corporate governance* pourraient constituer autant de traces d'une forme de "richesse perdue"¹²⁴ suite à la domination d'un seul modèle de la firme. L'hybridation normative attesterait du fait que les objectifs assignés à la firme sont plus complexes que ceux mis en avant par la théorie traditionnelle du gouvernement d'entreprise. Dit autrement, le caractère diversifié du tissu normatif est à la mesure de la complexité du phénomène de l'entreprise ainsi qu'à la pluralité des intérêts qui composent cette dernière. Le phénomène croissant d'incorporation des normes de *soft law* dans le droit étatique montrerait, à cet égard, que la "régulation" de l'entreprise tend à la protection d'autres intérêts que celui des actionnaires.

D'autre part, et de manière plus générale, l'hybridation de la *soft law* par le droit étatique témoigne de la nécessité d'un *aggiornamento* de la doctrine de la *corporate governance*.

La grande tradition libérale dans laquelle cette doctrine s'inscrit a toujours porté une attention soutenue à la norme, principalement en vue de déterminer les justes limites de l'intervention de l'Etat dans le libre jeu des volontés individuelles et du marché.

Dans la droite ligne de cette pensée, le mouvement de la

122. *Doc.parl.* Chambre 2009-10, n° 2336/001, p. 61.

123. A. SHLEIFER & R.W. VISCHNY, "A Survey of Corporate Governance", 52 *The Journal of Finance*, 737 (1997); O. WILLIAMSON, "Corporate Governance", 93 *Yale Law Journal*, 1197 (1984).

124. D. DANET, *o.i.*, p. 418.



corporate governance a, comme on l'a vu, interrogé le statut de la norme en droit des sociétés, que ce soit sur la forme qu'elle doit adopter dans l'ordre juridique étatique ou, de manière plus fondamentale, sur la limitation du rôle de l'Etat dans la détermination de la norme.

La *soft law* est le fruit de cette réflexion pertinente, de nature politique et culturelle, sur la place du droit étatique, qui a permis de mettre en lumière les potentialités de la sanction du marché.

Une conception trop rigoureuse d'un système fermé de *soft law* a cependant pu faire croire, dans le sens inverse, à l'autosuffisance du marché, capable d'assurer, sans soutien de l'Etat, l'adoption par les sociétés des bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise.

Cette vision perdait la nuance de la doctrine philosophique et de l'économie politique libérales, qui reconnaissent la nécessité de l'Etat pour garantir le fonctionnement du marché.

La loi constitue une étape importante dans ce débat, né dès la publication du code 2004, entre le libre jeu du

marché et l'intervention de l'Etat. Il témoigne des nombreuses solutions nuancées pour parvenir à un équilibre optimal.

Cette redécouverte du rôle de l'Etat ne doit cependant pas dégénérer en un "retour du balancier". Plus particulièrement, l'"incorporation" croissante de normes de *soft law* dans le droit étatique ne peut se fonder sur l'illusion de l'omnipotence de l'Etat. Nous avons ainsi souligné, dans cette étude, l'efficacité relative de la sanction juridique des bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise.

A ce stade, la place de la *soft law* dans la "régulation" belge du gouvernement d'entreprise n'est donc toujours pas stabilisée. Il subsiste de nombreuses zones d'incertitude quant aux rapports qu'entretient la *soft law* avec le droit étatique. Certains auteurs soulignent que cette situation est potentiellement attentatoire à la sécurité juridique¹²⁵. La fonction normative du droit serait en effet déforcée si ce dernier était perçu comme un phénomène mouvant, contextuel et inopérant. D'autres pourront y voir le signe de la vitalité d'une réflexion juridique qui, peu à peu, se dégage de ses mythes.

125. E. LEROUX, *o.c.*, n° 53, p. 529.