

# Rapport d'étude

## Respect du Code belge de gouvernance d'entreprise 2020

Cette étude est limitée aux entreprises BEL20, BEL Mid et BEL Small pour lesquelles l'étude de monitoring précédente avait vu un potentiel d'amélioration pour les « explains », ainsi qu'à plusieurs entreprises ayant une capitalisation boursière d'au moins 50 millions d'euros qui n'avaient pas été examinées dans les études précédentes.

### Rapports annuels 2024

Tous droits réservés. L'utilisation, la diffusion et la reproduction d'un quelconque extrait de ce document par quelque procédé que ce soit, notamment par impression, photocopie, microfilm, support magnétique, sont interdites sauf autorisation formelle, écrite et préalable de GUBERNA (l'Institut des Administrateurs/Het Instituut voor Bestuurders) et de la FEDERATION DES ENTREPRISES DE BELGIQUE.

# Table des matières

---

<b>AVANT-PROPOS</b> .....	<b>3</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>4</b>
<b>Commentaire sur l'édition 2026</b> .....	<b>5</b>
<b>CHAPITRE 1. Respect formel</b> .....	<b>6</b>
Résultats sociétés « Progression group » .....	6
Résultats des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon .....	8
Analyse détaillée des sociétés « Progression group » .....	9
Analyse détaillée des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon .....	19
<b>CHAPITRE 2. Analyse des “explains”</b> .....	<b>24</b>
Introduction .....	24
Analyse quantitative des sociétés «Progression group» .....	25
Analyse quantitative des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon .....	27
Analyse qualitative - Introduction .....	28
Analyse qualitative des sociétés du « Progression group » .....	29
Analyse qualitative des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon .....	32
<b>ANNEXE A Liste des sociétés 2024</b> .....	<b>35</b>
<b>ANNEXE B Méthodologie Chapitre 1</b> .....	<b>36</b>
<b>ANNEXE C Méthodologie Chapitre 2</b> .....	<b>39</b>

# AVANT-PROPOS

---

Pour la neuvième fois, et à la demande de la Commission Corporate Governance, GUBERNA et la FEB ont réalisé une étude commune sur le respect du Code belge de gouvernance d'entreprise ('Code'). Avec la Commission Corporate Governance ('Commission'), nous voudrions **atteindre un pourcentage de respect de 100%**. C'est pourquoi nous voulons attirer l'attention des entreprises, d'une part, sur l'obligation légale de communiquer sur l'application du Code et, d'autre part, sur la flexibilité offerte par le Code pour déroger à certaines dispositions moyennant une explication bien étayée. En effet, **une explication bien étayée est assimilée au 'respect' du Code et peut - dans un contexte donné - être préférable à la copie pure et simple de l'approche de 'conformité' (« tick the box ») adoptée par une autre société (plus grande).**

Cette nouvelle étude est **une étude partielle** : elle porte d'une part, sur un échantillon de sociétés pour lesquelles la qualité des explications données sur les déviations du principe du Code connaissait encore une marge d'amélioration (ci-après dénommées le « Progression group » et, d'autre part sur un nouvel échantillon étendu des sociétés cotées (ci-après dénommé « Nouvelles Sociétés »).

Cette nouvelle édition de l'étude est la troisième à porter sur le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020. La méthodologie de l'étude a été adaptée aux spécificités du Code 2020 mais reste en ligne avec la méthodologie des études précédentes. Il convient de noter que ladite méthodologie ne donne qu'une image partielle de la conformité au Code, dans la mesure où l'étude se focalise sur un nombre limité de dispositions formelles et publiquement contrôlables. De plus ce rapport se base sur un nombre limité d'entreprises cotées.

Les résultats de la présente étude peuvent être résumés comme suit : les entreprises analysées de l'ensemble des deux échantillons appliquent purement et simplement 91,9% des dispositions du Code et pour 4,9% d'entre elles, elles expliquent pourquoi elles y dérogent. Cela indique que ces sociétés font **peu ou pas usage de la flexibilité offerte par le principe 'se conformer ou expliquer'**, comme cela avait déjà été constaté dans les études précédentes. Ces chiffres permettent également de conclure que seules **3,2% des dispositions du Code ne sont pas appliquées, et ce sans explication.**

En ce qui concerne les explications fournies par les sociétés, notre étude révèle que **90,5% des explications données par l'ensemble des deux échantillons sont informatives et argumentatives, mais aussi que 33,8% de ces dernières sont en plus évaluatives**, c'est à-dire qu'elles indiquent comment la société espère contribuer à la bonne gouvernance malgré la non-application de certaines dispositions. Cette étude partielle s'est montrée particulièrement intéressante quant aux sociétés du « **Progression group** » : comme il sera démontré en détail ci-après nous avons constaté une **amélioration importante dans cet échantillon**, où la **qualité des explications a évolué dans la bonne direction** (même si, pour certaines dispositions, quelques explications sont encore manquantes).

Cette étude s'est avérée particulièrement intéressante pour les entreprises du « Progression group » : comme cela sera expliqué ci-dessous, nous avons constaté des progrès significatifs dans cet échantillon, où la qualité des explications a évolué dans la bonne direction (même si certaines explications manquent encore pour certaines dispositions spécifiques).

Nous sommes heureux que la Commission utilise cette étude de monitoring pour inciter les entreprises à respecter de manière plus stricte les dispositions du Code. Par ailleurs, les principales observations de l'étude peuvent servir de source d'inspiration pour une prochaine révision du Code. Le Code pourra ainsi rester pertinent en fonction de la pratique, de la législation et des normes internationales.

GUBERNA & la FEB

À la requête de la Commission Corporate Governance

mars 2026

# INTRODUCTION

---

Le **premier chapitre** de l'étude a trait au **respect des aspects 'formels' du Code 2020**, sur la base des dernières informations publiques disponibles des sociétés cotées belges, parmi lesquelles les rapports annuels (2024), les déclarations de gouvernance d'entreprise, les chartes de gouvernance d'entreprise ainsi que les documents des assemblées générales tels que les invitations et les PV. Il porte sur les **pourcentages généraux de respect**. Il examine en outre **les dispositions du Code dont la qualité des explications peut encore s'améliorer (« Progression group »)**.

Comme souligné ci-avant, il est important de mentionner que cette édition spéciale ne regroupe **qu'une partie des sociétés cotées**, les comparaisons avec l'échantillon total précédent ne sont donc pas pertinentes. Il ne sera donc possible de comparer que le « Progression group » avec ses résultats de 2022, ainsi que les résultats des nouvelles sociétés de l'échantillon avec les résultats de l'échantillon global de 2022.

Le **deuxième chapitre est consacré à l'analyse des 'explains'**. Ceux-ci sont analysés d'un **point de vue tant quantitatif** (combien d'explications sont fournies et quelles dispositions donnent le plus lieu à un 'explain') **que qualitatif** (quels motifs sont donnés et quelle est la qualité des explications fournies).

# Commentaire sur l'édition

## 2026

---

Cette année, la Commission Corporate Governance a eu pour objectif d'étendre le champ de cette étude afin d'obtenir une vision plus élargie de la situation des entreprises et du respect du Code 2020. Premièrement, l'attention de cette version de l'étude est appuyée sur la **qualité des explications fournies par certaines entreprises de l'échantillon standard** lorsque celles-ci dérogeaient à une provision du Code 2020. Deuxièmement, la présente édition se focalise sur un **échantillon élargi** de celui habituellement étudié.

Pour cette édition, les critères de sélection de l'échantillon, comme indiqué dans l'avant-propos, ont changé. En effet, l'échantillon peut être divisé en deux catégories. D'une part, nous analysons les entreprises des indices BEL20, BEL Mid et BEL Small n'ayant pas atteint un taux de respect total du Code dans ses résultats de l'édition 2022, où l'attention sera portée sur la **qualité des explications fournies lors d'une dérogation**<sup>1</sup>. D'une autre part, un échantillon de nouvelles entreprises à l'étude sera analysé, ces nouvelles entreprises sont des entreprises n'ayant **jamais été dans une des éditions de cette étude**, et qui ont atteint une capitalisation boursière d'au moins 50 millions d'euros. Ces entreprises seront analysées séparément en deux sous-échantillons, appelées respectivement « Progression group » et « Nouvelles sociétés ». De plus, le chapitre portant sur les pratiques de gouvernance (précédemment Chapitre 2) a été supprimé de cette édition de l'étude.

---

<sup>1</sup> Pour plus d'information sur un 'explain' de qualité, voir la note explicative de la Commission Corporate Governance. [1965029059-1651123154 1651123154-regles-pratiques-pour-un-explain-de-qualite-mai-2016.pdf](https://www.feb.be/fr/actualites/1965029059-1651123154-1651123154-regles-pratiques-pour-un-explain-de-qualite-mai-2016.pdf)

# CHAPITRE 1.

## Respect formel<sup>2</sup>

### Résultats sociétés « Progression group »<sup>3</sup>

Parmi ces entreprises, le Code 2020 est **respecté à 98,1%** (voir Tableau 1.1)<sup>4</sup>, soit via une simple application des recommandations (92,75%), soit via une explication concernant la déviation par rapport à une disposition spécifique (5,35%). Le pourcentage de dispositions qui ne sont pas appliquées sans faire l'objet d'une explication est relativement faible (1,9%).

L'application globale du Code 2020 varie légèrement en fonction des trois indices boursiers (voir Tableau 1.1). Les sociétés du BEL Mid affichent un taux d'application moyen proche de celui du BEL 20 (environ 93%), tandis que les sociétés du BEL Small présente un taux d'application légèrement plus faible (91,7%). Le recours **au principe 'se conformer ou expliquer' est assez homogène entre les indices (5-6%)**. Contrairement à l'étude précédente, aucune entreprise du Progression group n'applique l'ensemble des dispositions du Code 2020 (contre 4 sociétés du BEL 20 en 2022).

Tableau 1.1 : Respect général exercice 2020 – Récapitulatif des résultats du Progression group

	Appliqué	Explication	Respecté	Pas d'explication
BEL 20 (N=1)	93%	5%	98%	2%
BEL Mid (N=3)	93%	6%	99%	1%
BEL Small (N=6)	92%	5%	97%	3%
<b>Total (N=10)</b>	<b>93%</b>	<b>5%</b>	<b>98%</b>	<b>2%</b>

<sup>2</sup> Pour la méthodologie utilisée, voir Annexe B.

<sup>3</sup> Remarquons que les pourcentages mentionnés dans les tableaux et graphiques sont arrondis à un chiffre entier. Cela signifie concrètement que la somme peut différer de 100%.

<sup>4</sup> Ces pourcentages ne tiennent pas compte des cas pour lesquels l'information est manquante (3,4% des cas) ou pour lesquels la disposition n'est pas applicable pour une société (7,8% des cas).

Le Tableau 1.2 recense les pourcentages de respect dans la perspective des sociétés, sous la forme de différentes fourchettes : 95-100%, 90-95%, 85-90% et <85%.

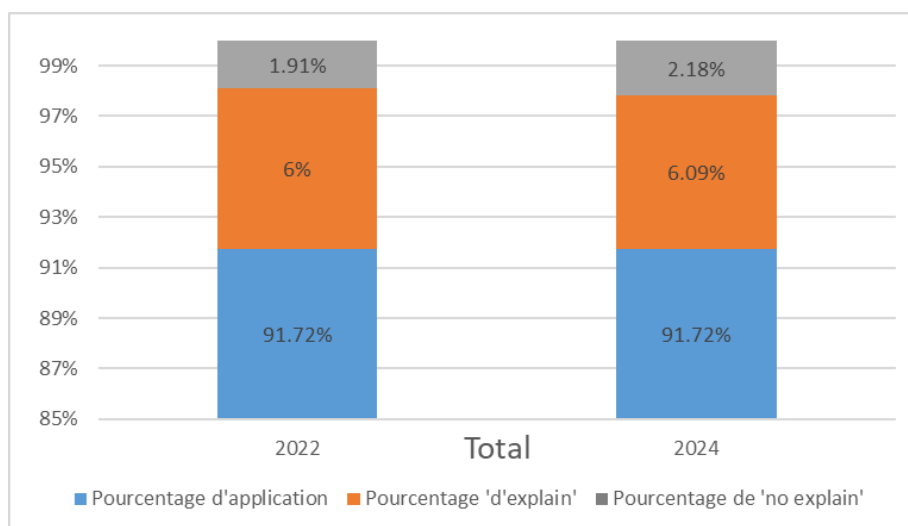
Tableau 1.2 : Pourcentages de respect des sociétés– Récapitulatif des résultats du Progression group par index

	95 – 100%	90 – 95%	85 – 90%	<85 %
BEL 20 (N=1)	0%	100%	-	-
BEL Mid (N=3)	67%	0%	33%	-
BEL Small (N=6)	83%	17%	-	-
Total (N=10)	40%	30%	30%	-
Total (N=10)	70%		30%	
Total (N=10)	100%			

Il ressort de cette analyse que **toutes les sociétés de ce sous-échantillon respectent le Code à plus de 85%**. 70% des sociétés le respectent même à 90% ou plus. Le pourcentage de respect le plus faible affiché par une société s'élève à 91% (indice Bel Small). Les sociétés du BEL 20 et du BEL Mid obtiennent un pourcentage de respect de minimum 90%, à l'exception de l'une d'elles (87,75%). Dans l'ensemble, 4 des 10 entreprises analysées dans ce chapitre atteignent un taux de respect de 100 % en appliquant le principe 'se conformer ou expliquer' (se conformer ou expliquer). Il s'agit de 2 entreprises du BEL Mid, de 2 entreprises du BEL Small.

La figure 1.1 compare le taux d'application, d'explication et de respects de ce sous-échantillon par rapports aux taux analysés en 2022.

Figure 1.1 : Respect global du code – Récapitulatif évolution 2022 - 2024 du Progression group



## Résultats des « Nouvelles sociétés » de l'échantillon <sup>5</sup>

Dans l'exercice de cette année, 17 entreprises additionnelles ont été ajoutées à notre analyse. Il est important de souligner que l'analyse du respect du code 2020 pour ces entreprises **n'a jamais été fait dans les éditions précédentes**.

Parmi ces entreprises, le Code 2020 est **respecté à 96,7%** (voir Tableau 1.3)<sup>6</sup>, soit via une simple application des recommandations (91,8%), soit via une explication concernant la déviation par rapport à une disposition spécifique (4,9%). Le pourcentage de dispositions qui ne sont pas appliquées sans faire l'objet d'une explication est relativement faible (3,3%).

L'application globale du Code 2020 varie légèrement en fonction des entreprises, allant de 82,7% à 98,25%. Le taux de respect est par ailleurs relativement élevé pour des entreprises nouvelles dans cet exercice de monitoring, avec un taux de respect proche de 97%. Le recours **à une explication en cas de non-conformité est assez faible (4,9%)**, mais plus élevé que le pourcentage de dérogations non expliquées (3,3%).

Tableau 1.3 : Respect global exercice fiscal – Récapitulatif des résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

Index	Appliqué	Explication	Respecté	Pas d'explication
Nouvelles sociétés de l'échantillon (N=17)	92%	5%	97%	3%

Le Tableau 1.4 recense les pourcentages de respect dans la perspective des sociétés, sous la forme de différentes fourchettes : 100-95%, 95-90%, 90-85% en <85%.

Tableau 1.4 : Pourcentages de respect dans la perspective des sociétés – Récapitulatif des résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

Index	95-100%	90-95%	80-90%	<80%
Nouvelles sociétés de l'échantillon (N=17)	82%	12%	6%	-

Il ressort de cette analyse que **toutes les sociétés de ce sous-échantillon respectent le Code à plus de 80%**. 94% des sociétés le respectent même à 90% ou plus. Le pourcentage de respect le plus faible affiché par une société s'élève à 89%. Dans ce sous-échantillon, 6 des 17 entreprises analysées atteignent un taux de respect de 100 % en appliquant le principe '**se conformer ou expliquer**' (se conformer ou expliquer).

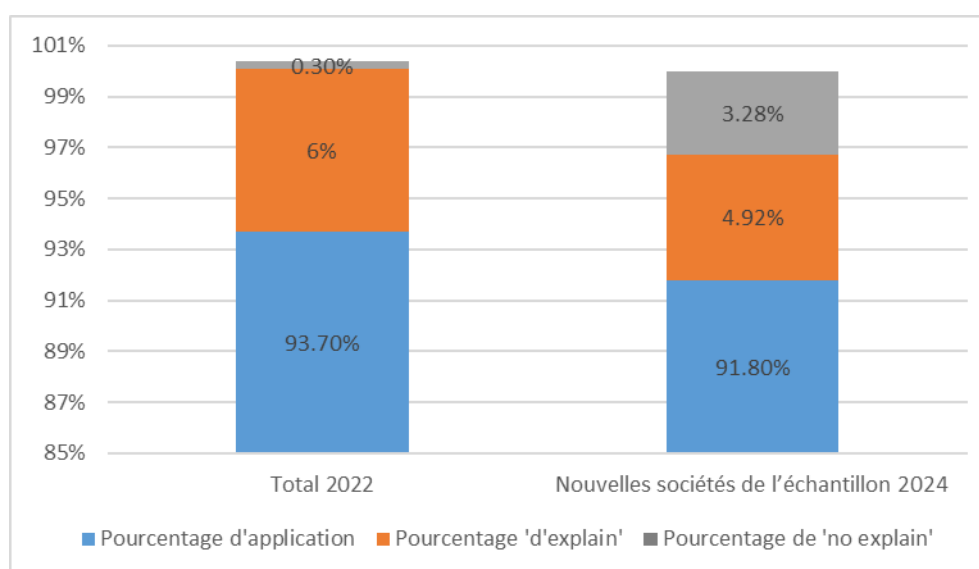
<sup>5</sup> Remarquons que les pourcentages mentionnés dans les tableaux et graphiques sont arrondis à un chiffre entier. Cela signifie concrètement que la somme peut différer de 100%.

<sup>6</sup> Ces pourcentages ne tiennent pas compte des cas pour lesquels l'information est manquante (3,3% des cas) ou pour lesquels la disposition n'est pas applicable pour une société (7,9% des cas).

La figure 1.2 compare les taux d'application, d'explication et de respect du code 2020 entre les nouvelles entreprises et l'échantillon total de 2022. Une comparaison des taux d'application, d'explication et de respect du code 2020 entre les nouvelles entreprises et celles avant été analysées dans les années précédentes ne serait pas très pertinent.

Nous pouvons apercevoir une légère différence dans les résultats analysés. Nous observons que les entreprises déjà analysées dans notre précédente étude de monitoring appliquent un plus grand nombre des dispositions du Code 2020 et fournissent plus d'information lorsqu'elles dérogent du code. En effet, nous observons que les entreprises de l'étude 2022 ont un taux d'application et de respect du code supérieur aux nouvelles entreprises analysées dans cette édition.

Figure 1.2 : Respect global exercice 2024 – Comparaison des résultats globaux 2022 et des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024



## Analyse détaillée des sociétés « Progression group » <sup>7</sup>

Après une analyse des résultats généraux, une **analyse plus détaillée a été effectuée**. Aujourd'hui, **41 dispositions sont déjà appliquées intégralement par les sociétés du «Progression group»**, (e.a. publication d'une déclaration de gouvernance d'entreprise, existence d'une politique de rémunération, majorité d'administrateurs non exécutifs, publication du nombre de réunions du conseil, constitution d'un comité d'audit, composition du comité d'audit et du comité de rémunération, ...), si l'on ne tient pas compte des sociétés pour lesquelles on ne dispose pas d'information à ce propos ou pour lesquelles la disposition n'est pas applicable.

Nonobstant le pourcentage élevé de respect, les sociétés semblent éprouver quelques difficultés par rapport à certaines dispositions du Code. C'est la raison pour laquelle cette analyse détaillée s'intéresse

<sup>7</sup> Comme évoqué précédemment, les pourcentages d'application et de respect excluent les entreprises pour lesquelles l'information est manquante, ou pour lesquelles la disposition (partielle) étudiée ne s'applique pas. Cela explique pourquoi le nombre d'entreprises de l'échantillon peut varier d'une disposition à l'autre.

surtout aux **dispositions (partielles) auxquelles il est le plus dérogé**, parfois sans qu'une explication soit donnée.

Les dispositions (partielles) suivantes sont étudiées<sup>8</sup> :

- La société dispose d'une fonction d'audit interne (éventuellement externalisée) (4.14) ;
- Le comité de rémunération est composé d'administrateurs non-exécutifs uniquement et la majorité des membres du comité sont indépendants (4.17) ;
- La proposition de nomination figurant dans la convocation à l'assemblée générale, pour les nouvelles nominations, un CV ou une biographie du ou des candidats (5.6) ;
- Rémunération des administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions (7.6) ;
- Seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir (7.9) ;
- Clauses 'claw-back' dans les contrats des membres du management exécutif (7.12).

## Fonction d'audit interne

*Une fonction d'audit interne indépendante est mise en place. Ses ressources et ses compétences sont adaptées à la nature, à la taille et à la complexité de la société. Si la société n'a pas de fonction d'audit interne, la nécessité d'en créer une est évaluée au moins annuellement. (Code 2020, disposition 4.14)*

**73% des entreprises ont mis en place une fonction d'audit interne**, appliquant ainsi la disposition 4.14 du Code. Le taux d'application est plus élevé dans les grandes entreprises de l'indice BEL 20 (100%) que dans les indices du BEL Mid et du BEL Small (67% pour chaque indice). Le taux d'application général a diminué par rapport à l'étude précédente (85% également).

Les 27 % d'entreprises n'appliquant pas la disposition 4.14 expliquent cette situation. Le taux de respect est donc de 100 %.

Les dérogations sont généralement justifiées par la petite taille et la complexité de l'entreprise. Il est également parfois expliqué que le comité d'audit évalue chaque année si la mise en place d'une fonction d'audit interne est nécessaire. Quelques entreprises expliquent l'absence de fonction d'audit interne par l'existence d'autres systèmes et procédures tels que le contrôle interne, l'audit externe, les missions spécifiques d'audit par des tiers, le contrôle de gestion, etc.

---

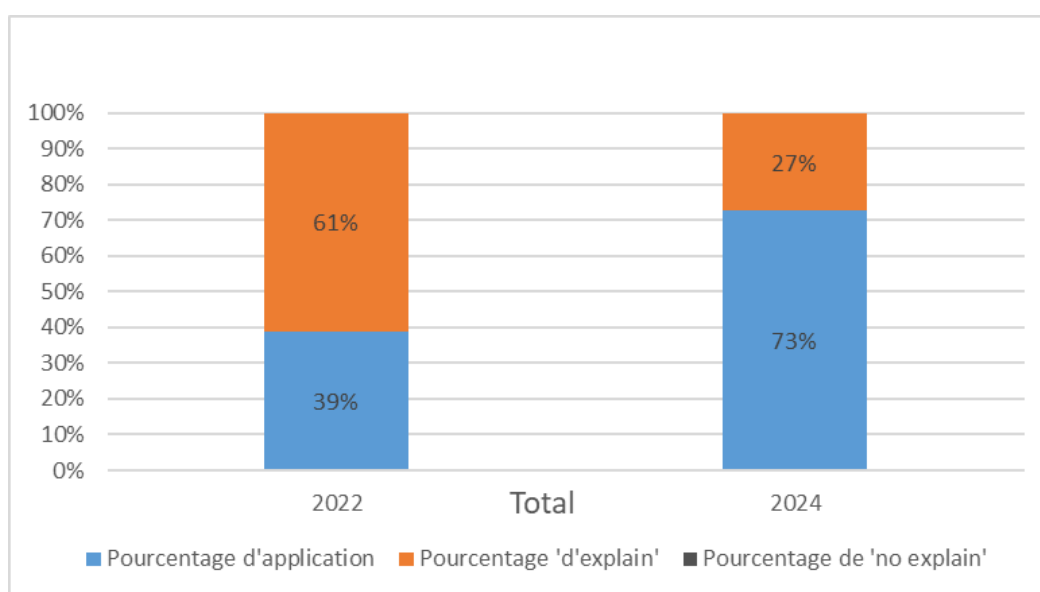
<sup>8</sup> Le lecteur pourra aussi trouver plus d'informations sur les explications fournies par les entreprises dans le chapitre 2 « Analyse des explications ». La liste des dispositions auxquelles il est le plus dérogé ne correspond cependant pas nécessairement à la liste des dispositions qui font l'objet du plus grand nombre d'explications.

Tableau 1.5 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 4.14 du Code 2020 – Résultats du Progression group par index

	Total (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d'application	73%	100%	67%	67%
Pourcentage de respect	<b>100%</b>	100%	100%	100%

Si l'on examine l'évolution depuis 2022 pour les entreprises analysées dans ce chapitre, on constate une évolution positive en termes de taux d'application de la disposition 4.14 dans toutes les entreprises. Dans l'ensemble, le taux d'application augmente de 34 points de pourcentage entre 2022 (39 %) et 2024 (73%). Lorsque les entreprises dérogent à la règle en 2022, elles donnaient toujours une "explication", ce qui reste le cas en 2024 avec un pourcentage de 'no explain' de 0%.

Figure 1.3: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 4.14 du Code 2020 – Résultats du Progression group



## Membres non-exécutifs et indépendants au sein du comité de rémunération

*Le comité de rémunération est composé d'administrateurs non-exécutifs uniquement et majoritairement d'administrateurs non exécutifs indépendants (...). (Code 2020, disposition 4.17 juncto art. 7 :100 CSA)*

Il convient tout d'abord de noter que pour les comités de rémunération, des dispositions légales s'appliquent et que les entreprises sont tenues de respecter les dispositions du CSA. Suivant le code des sociétés et des associations, le comité de rémunération se doit d'être composé uniquement d'administrateurs non-exécutifs, dont la majorité étant des administrateurs indépendants au sens de l'article 7 :87 du CSA. **Sur ces 10 sociétés, 8 (80 %) appliquent la disposition 4.17 du Code 2020** (cela fait référence au CSA). 2 sociétés (20%) dérogent à la règle. Parmi celles-ci seulement une société (BEL

Mid) fournit une explication à ce sujet et une société (BEL Small) ne donne pas de justification quant à sa non-conformité. Le taux global de respect de la disposition est donc de 90%. (Voir tableau 1.6).

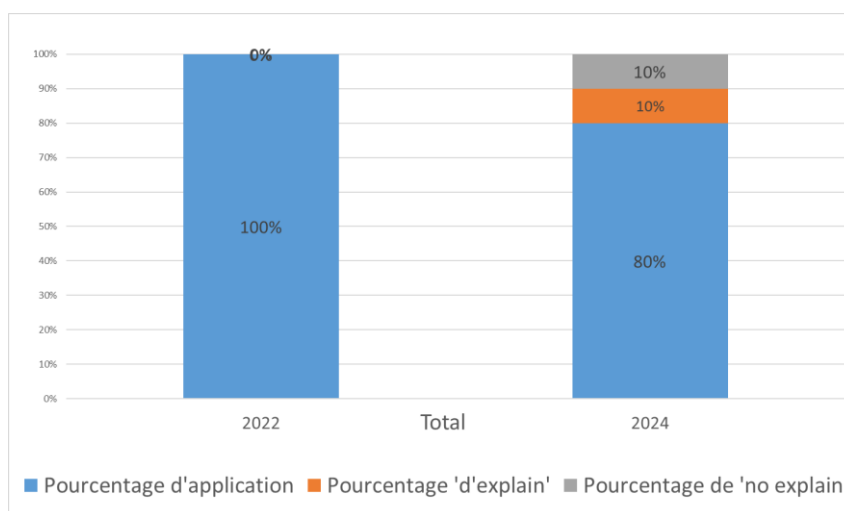
Les raisons pour ne pas respecter la disposition 4.17 peuvent être diverses. Dans ce cas-ci, la société mentionne que la situation est temporaire, liée à une réorganisation en cours de la structure actionnariale et managériale, ce qui justifie la composition actuelle de son comité de rémunération.

**Tableau 1.6 : Pourcentages d’application et de respect de la disposition 4.17 du Code 2020 — Résultats du Progression group par index**

	Total (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d’application	<b>80%</b>	100%	67%	83%
Pourcentage de respect	<b>90%</b>	100%	100%	83%

Si l'on examine l'évolution depuis 2022 pour les entreprises analysées dans ce chapitre, on constate une évolution négative en termes de taux d'application et de respect de la disposition 4.17 dans l'ensemble. En effet, le taux d'application diminue de 20 points de pourcentage entre 2022 (100 %) et 2024 (80%). En 2024, les entreprises dérogeant à la règle ne fournissent pas toujours une explication de la raison de cette dérogation. Parmi les 10 entreprises de ce sous-échantillon, une société (BEL Mid) fournit une explication à ce sujet et une société (BEL Small) ne fournit aucune justification.

**Figure 1.4: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 4.17 du Code 2020 — Résultats du Progression group**



## Informations utiles à inclure dans la proposition de nomination

*La proposition de nomination présentée lors de l'assemblée générale (...) est accompagnée des informations utiles sur les qualifications professionnelles du candidat ainsi que d'une liste des fonctions qu'il exerce déjà. (Code 2020, disposition 5.6)*

Cette disposition prévoit que la proposition de nomination publiée dans la convocation à l'assemblée générale soit accompagnée des informations utiles sur le candidat afin d'assurer la transparence des nominations, de permettre aux actionnaires de prendre des décisions réfléchies et d'éviter ainsi tout conflits d'intérêts.

Pour 5 des sociétés analysées dans cette partie, cette disposition n'est pas pertinente, car aucune nouvelle nomination n'a eu lieu en 2024. Pour les 5 sociétés restantes<sup>9</sup>, 4 appliquent la disposition en fournissant les informations requises, il s'agit de la société du BEL 20 et 3 sociétés du BEL Small. En revanche, 1 société déroge à la règle sans fournir d'explications (BEL Small).

Le tableau suivant montre que le taux d'application et de respect de la disposition 5.6 est de 80%. En effet, on peut constater que dans ce cas aucune entreprise n'a émis de justification quant au non-respect de cette règle.

**Tableau 1.7 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 5.6 du Code 2020 – Résultats du Progression group par index**

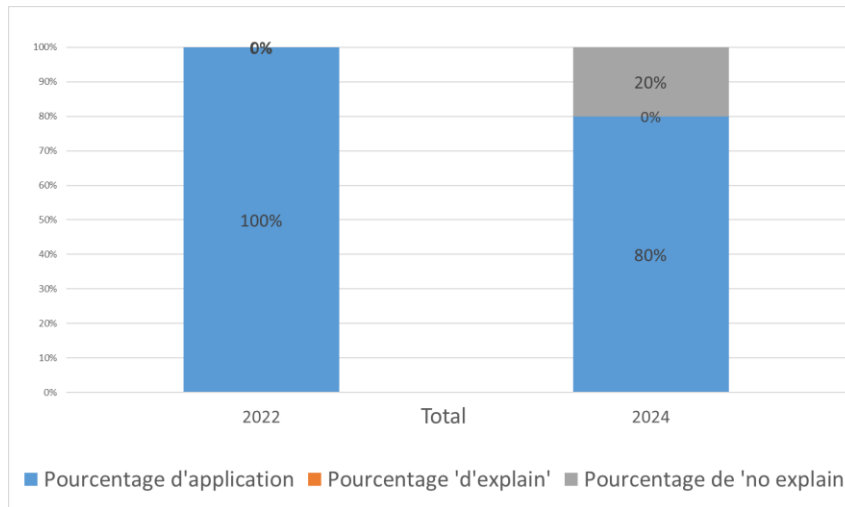
	Total (N=5)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d'application	80%	100%	- <sup>10</sup>	75%
Pourcentage de respect	80%	100%	-	75%

Si l'on examine l'évolution depuis 2022, on constate une évolution négative en termes de taux d'application et de respect de la disposition 4.17 dans l'ensemble. En effet, le taux d'application diminue de 20 points de pourcentage entre 2022 (100 %) et 2024 (80%). En 2024, les deux entreprises (BEL Small) dérogeant à la règle ne fournissent pas d'explication. Le taux de respect de la disposition a donc également diminué de 20 points de pourcentage.

<sup>9</sup> L'information est manquante pour une société.

<sup>10</sup> La disposition n'est pas pertinente pour les sociétés analysées faisant partie de cet indice.

Figure 1.5: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 5.6 du Code 2020 – Résultats du Progression group



## Rémunération des administrateurs non exécutifs sous la forme d’actions

*Un administrateur non exécutif reçoit une partie de sa rémunération sous la forme d’actions de la société. (...)  
(Code 2020, disposition 7.6)*

Cette disposition était une des nouveautés majeures du Code 2020, et visait à orienter la politique de rémunération de la société en faveur de la création de valeur durable. **Aucune des sociétés analysées ne prévoit la rémunération partielle des administrateurs non exécutifs sous la forme d’actions de la société.** Toutes les sociétés respectent le principe ‘se conformer ou expliquer’ en justifiant leur non-application. Le taux de respect à cette recommandation est donc de 100%.

Les explications données par les entreprises varient. Il est fait valoir que les intérêts des administrateurs sont déjà suffisamment axés sur le long terme, le risque de limiter l'indépendance des administrateurs non exécutifs, la complexité de cette rémunération et l'impossibilité de l'octroyer (en raison de l'absence d'actions propres). Certaines entreprises indiquent néanmoins qu'elles appliquent des solutions alternatives pour atteindre les objectifs de la clause 7.6, par exemple une rémunération optionnelle sous forme d'actions ou l'obligation d'acheter des actions avec une partie de la rémunération en espèces.

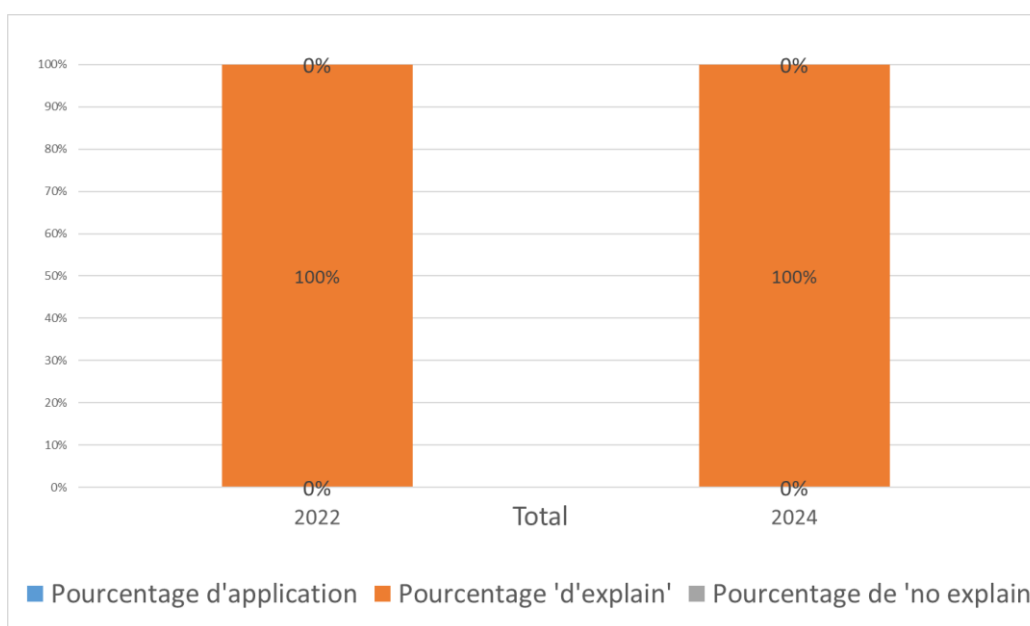
Le tableau suivant 1.8 reprend les pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.6.

**Tableau 1.8 : Pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.6 du Code 2020 – Résultats du Progression group par index**

	Total (N=10)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d’application	0%	0%	0%	0%
Pourcentage de respect	100%	100%	100%	100%

Si l'on examine l'évolution depuis l'introduction de la règle en 2020, on constate une stagnation en termes de taux d'application et de respect de la disposition 7.6 dans toutes les entreprises. Dans l'ensemble, toutes les entreprises dérogent de la règle en fournissant une explication.

**Figure 1.6: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 7.6 du Code 2020 – Résultats du Progression group**



## Seuil minimum d’actions que les dirigeants doivent détenir

*Le conseil fixe un seuil minimum d’actions que les dirigeants doivent détenir. (Code 2020, disposition 7.9)*

Cette disposition concerne la rémunération des membres du management exécutif. Tout comme la disposition 7.6, elle vise à orienter les intérêts et les comportements des dirigeants en faveur de la création de valeur durable. **Une société sur un total de 8 (12,5%) prévoit dans sa politique de**

**rémunération un seuil minimum d’actions que les dirigeants doivent détenir<sup>11</sup>.** Cette société appartient à l’indice BEL Small. 7 sociétés (87,5%) fournissent une explication relative à la non-application de la disposition, **le taux de respect de cette recommandation s’élève donc à 100%.**

Les explications fournies par les sociétés indiquent notamment que les intérêts des managers exécutifs sont déjà suffisamment orientés vers le long-terme, grâce à la structure actuelle de rémunération ou à d’autres mécanismes, rendant la fixation d’un seuil minimum inutile.

Le tableau 1.9 reprend les pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.9.

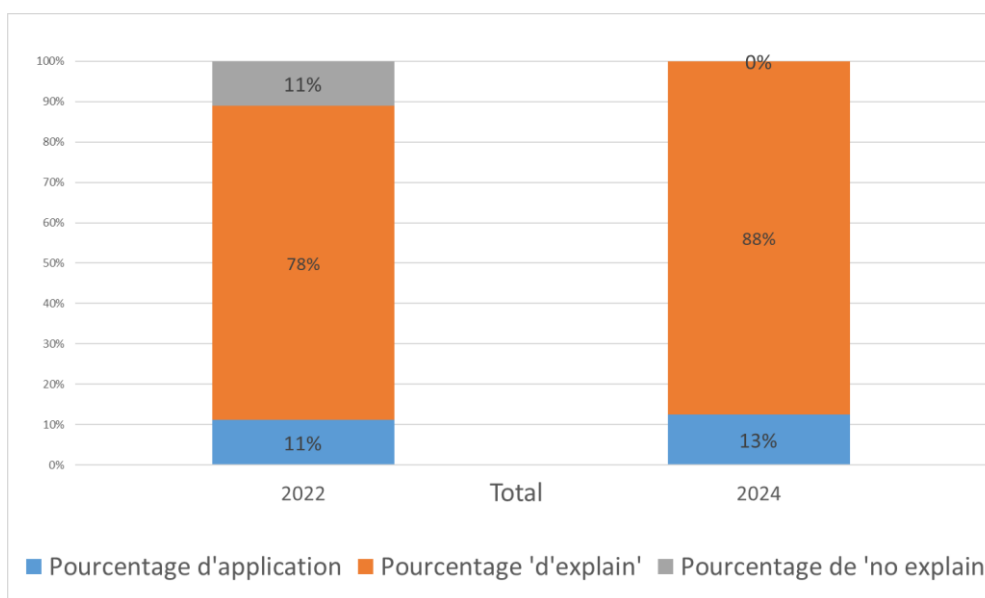
**Tableau 1.9 : Pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.9 du Code 2020 – Résultats du Progression group par index**

	Total (N=8)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d’application	13%	0%	0%	25%
Pourcentage de respect	100%	100%	100%	100%

Si l’on examine l’évolution depuis l’introduction de la règle en 2020, on constate une légère évolution positive en termes de taux d’application de la disposition 7.9 dans toutes les entreprises. Néanmoins, le taux de respect pour cette disposition a vu une croissance fortement positive expliquée par une augmentation du taux ‘d’explain’ de 11 points de pourcentage entre 2022 (89%) et 2024 (100%). Toutes les sociétés analysées appliquent donc le principe **‘se conformer ou expliquer’**.

<sup>11</sup> L’information est manquante pour 2 sociétés.

Figure 1.7: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 7.9 du Code 2020 – Résultats du Progression group



### Clauses ‘claw-back’ dans les contrats des membres du management exécutif

*(...) Le conseil inclut des clauses permettant à la société de recouvrer des émoluments variables payés, ou de surseoir au paiement d’émoluments variables, et précise les circonstances dans lesquelles il conviendrait d’agir ainsi, dans la mesure permise par la loi (...) (Code 2020, disposition 7.12)*

**4 sociétés sur un total de 8 (50%)<sup>12</sup>** indiquent dans leur politique de rémunération qu’elles prévoient des **clauses contractuelles qui leur permettent de recouvrer certaines rémunérations variables payées (« claw back »)**, par exemple lorsque ces rémunérations ont été accordées sur base d’informations erronées. 2 sociétés (25%) fournissent en outre une explication pour la non-application de cette recommandation. Enfin, 2 sociétés (25%) dévient de la recommandation sans fournir d’explication. **Le taux de respect s’élève à 75% au total.**

Les raisons invoquées par les sociétés ont trait à l’incertitude du cadre légal en la matière, à la difficulté de modifier les contrats de travail existants, et au fait que les rémunérations variables sont accordées uniquement sur base de résultats vérifiés. Certaines sociétés déclarent aussi qu’elles ont recours aux dispositions du droit commun pour récupérer les rémunérations variables payées, même si aucune clause spécifique n’est prévue contractuellement.

Le tableau suivant 1.10 reprend les pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.12.

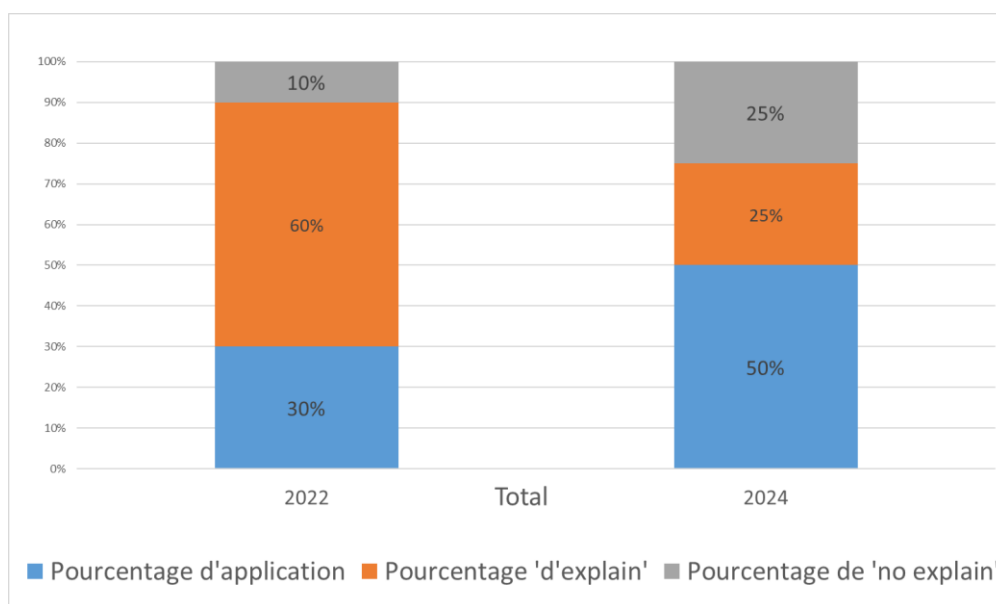
<sup>12</sup> L’information est manquante pour 2 sociétés.

**Tableau 1.10 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 7.12 du Code 2020 – Résultats du Progression group par index**

	Total (N=8)	BEL 20	BEL Mid	BEL Small
Pourcentage d'application	50%	-% <sup>13</sup>	100%	33%
Pourcentage de respect	75%	-%	100%	67%

Si l'on examine l'évolution depuis 2022 (figure 1.8), on constate une évolution positive en termes de taux d'application de la disposition 7.12 dans toutes les entreprises. Dans l'ensemble, le taux d'application augmente de 20 points de pourcentage entre 2022 (30 %) et 2024 (50 %). Le pourcentage de "no explain" en revanche, augmente de manière significative avec une augmentation de 15 points de pourcentage entre 2022 (10%) et 2024 (25%). Le taux de respect de cette disposition a donc également diminué de 15 points de pourcentage entre 2022 (90%) et 2024 (75%).

**Figure 1.8: Evolution entre 2022 et 2024 de la mise en œuvre de la disposition 7.12 du Code 2020 – Résultats du Progression group**



<sup>13</sup> L'information est manquante pour une société.

## Analyse détaillée des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon <sup>14</sup>

Après une analyse des résultats généraux, une **analyse plus détaillée a été effectuée**. Aujourd'hui, **35 dispositions sont déjà appliquées intégralement par les nouvelles sociétés de notre analyse**, (e.a. publication d'une déclaration de gouvernance d'entreprise, existence d'une politique de rémunération, majorité d'administrateurs non exécutifs, publication du nombre de réunions du conseil, constitution d'un comité d'audit, composition du comité d'audit et du comité de rémunération, ...), si l'on ne tient pas compte des sociétés pour lesquelles on ne dispose pas d'information à ce propos ou pour lesquelles la disposition n'est pas applicable.

Nonobstant le pourcentage élevé de respect, les sociétés semblent éprouver quelques difficultés par rapport à certaines dispositions du Code. C'est la raison pour laquelle cette analyse détaillée s'intéresse surtout aux **dispositions (partielles) auxquelles il est le plus dérogé**, parfois sans qu'une explication soit donnée. Il est possible que les dispositions (partielles) analysées ici soient différentes que celles analysées dans le sous-chapitre au-dessus.

Étant donné que ces entreprises n'ont pas fait partie de l'échantillon des précédentes monitoring study, il n'est pas possible de faire une analyse sur l'évolution des taux d'application et de respect entre 2022 et 2024.

Les dispositions (partielles) suivantes sont étudiées<sup>15</sup> :

- Le conseil nomme et révoque le secrétaire de la société (3.19) ;
- Le comité de rémunération est composé d'administrateurs non-exécutifs uniquement et la majorité des membres du comité sont indépendants (4.17) ;
- La proposition de nomination figurant dans la convocation à l'assemblée générale, pour les nouvelles nominations, un CV ou une biographie du ou des candidats (5.6) ;
- Rémunération des administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions (7.6) ;
- Seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir (7.9) ;
- Clauses 'claw-back' dans les contrats des membres du management exécutif (7.12).

---

<sup>14</sup> Comme évoqué précédemment, les pourcentages d'application et de respect excluent les entreprises pour lesquelles l'information est manquante, ou pour lesquelles la disposition (partielle) étudiée ne s'applique pas. Cela explique pourquoi le nombre d'entreprises de l'échantillon peut varier d'une disposition à l'autre.

<sup>15</sup> Le lecteur pourra aussi trouver plus d'informations sur les explications fournies par les entreprises dans le chapitre 2 « Analyse des explications ». La liste des dispositions auxquelles il est le plus dérogé ne correspond cependant pas nécessairement à la liste des dispositions qui font l'objet du plus grand nombre d'explications.

## Secrétaire de la société

*Le conseil nomme et révoque le/la secrétaire de la société (...) (Code 2020, disposition 3.19)*

**15 sociétés sur un total de 17 (88%) ont nommé un.e secrétaire de la société**, appliquant ainsi la disposition 3.19 du Code. Les 2 entreprises (12%) n'appliquant pas la disposition 3.19 fournissent une explication. Le taux de respect est donc de 100 %.

Les dérogations sont justifiées par la petite taille l'entreprise. Il est également trouvé en pratique que le conseil nomme parfois un.e secrétaire temporaire lors des assemblées générales, souvent cette personne détient une expertise légale afin de pouvoir jouer ce rôle.

Tableau 1.11 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 3.19 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

	Total (N=17)
Pourcentage d'application	88%
Pourcentage de respect	100%

## Membres non-exécutifs et indépendants au sein du comité de rémunération

*Le comité de rémunération est composé d'administrateurs non-exécutifs uniquement et majoritairement d'administrateurs non exécutifs indépendants (...). (Code 2020, disposition 4.17 juncto art. 7 :100 CSA)*

Comme mentionné dans le sous-chapitre précédent, des dispositions légales s'appliquent et les entreprises sont tenues de respecter les dispositions du CSA. Suivant le code des sociétés et des associations, le comité de rémunération se doit d'être composé uniquement d'administrateurs non-exécutifs, dont la majorité étant des administrateurs indépendants au sens de l'article 7 :87 du CSA. **Sur ces 17 sociétés, 15 (88 %) appliquent la disposition 3.19 du Code 2020.** 2 sociétés (12%) dérogent à la règle sans fournir d'explication.

Tableau 1.12 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 4.17 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

	Total (N=17)
Pourcentage d'application	88%
Pourcentage de respect	88%

## Informations utiles à inclure dans la proposition de nomination

*La proposition de nomination présentée lors de l'assemblée générale (...) est accompagnée des informations utiles sur les qualifications professionnelles du candidat ainsi que d'une liste des fonctions qu'il exerce déjà. (Code 2020, disposition 5.6)*

Cette disposition prévoit que la proposition de nomination publiée dans la convocation à l'assemblée générale soit accompagnée des informations utiles sur le candidat afin d'assurer la transparence des nominations, de permettre aux actionnaires de prendre des décisions réfléchies et d'éviter ainsi tout conflits d'intérêts.

Pour 8 des sociétés analysées dans cette partie, cette disposition n'est pas pertinente, car aucune nouvelle nomination n'a eu lieu en 2024. Pour les 8 sociétés restantes<sup>16</sup>, 3 appliquent la disposition en fournissant les informations requises. En revanche, 5 sociétés dérogent à la règle sans fournir d'explication.

Le tableau suivant montre que le taux d'application et de respect de la disposition 5.6 est de 38%. En effet, on peut constater que dans ce cas aucune entreprise n'a émis de justification quant au non-respect de cette règle.

Tableau 1.13 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 5.6 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

	Total (N=8)
Pourcentage d'application	38%
Pourcentage de respect	38%

## Rémunération des administrateurs non exécutifs sous la forme d'actions

*Un administrateur non exécutif reçoit une partie de sa rémunération sous la forme d'actions de la société. (...) (Code 2020, disposition 7.6)*

Au vu des résultats des éditions précédentes de cette étude, cette disposition n'est pas simple à appliquer pour les entreprises. Dans ce sous-échantillon également, **aucune des sociétés analysées ne prévoit la rémunération partielle des administrateurs non exécutifs sous la forme d'actions de la société**. Parmi les 17 entreprises, 16 d'entre elles dévient de la règle en fournissant une explication et une société dévie de la règle sans fournir d'explication. Le taux de respect à cette recommandation est donc de 94%.

<sup>16</sup> L'information est manquante pour une société.

Les explications données par les entreprises varient. Il est fait valoir que les intérêts des administrateurs sont déjà suffisamment axés sur le long terme, le risque de limiter l'indépendance des administrateurs non exécutifs, la complexité de cette rémunération et l'impossibilité de l'octroyer (en raison de l'absence d'actions propres). Certaines entreprises indiquent néanmoins qu'elles appliquent des solutions alternatives pour atteindre les objectifs de la clause 7.6, par exemple une rémunération optionnelle sous forme d'actions ou l'obligation d'acheter des actions avec une partie de la rémunération en espèces.

Le tableau suivant 1.14 reprend les pourcentages d'application et de respect de la disposition 7.6.

**Tableau 1.14 : Pourcentages d'application et de respect de la disposition 7.6 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l'échantillon 2024**

	Total (N=17)
Pourcentage d'application	0%
Pourcentage de respect	94%

## Seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir

*Le conseil fixe un seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir. (Code 2020, disposition 7.9)*

Cette disposition concerne la rémunération des membres du management exécutif. Tout comme la disposition 7.6, elle vise à orienter les intérêts et les comportements des dirigeants en faveur de la création de valeur durable. **2 sociétés sur un total de 16 (13%) prévoient dans leur politique de rémunération un seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir<sup>17</sup>.** 13 sociétés (81%) fournissent une explication relative à la non-application de la disposition, tandis que 1 société y déroge sans fournir d'explication. **Le taux de respect de cette recommandation s'élève donc à 94%.**

Similairement au « Progression group », les explications fournies par les sociétés indiquent notamment que les intérêts des managers exécutifs sont déjà suffisamment orientés vers le long-terme, grâce à la structure actuelle de rémunération ou à d'autres mécanismes, rendant la fixation d'un seuil minimum inutile.

Le tableau 1.15 reprend les pourcentages d'application et de respect de la disposition 7.9.

<sup>17</sup> L'information est manquante pour 1 sociétés.

Tableau 1.15 : Pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.9 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l’échantillon 2024

	Total (N=16)
Pourcentage d’application	13%
Pourcentage de respect	94%

## Clauses ‘claw-back’ dans les contrats des membres du management exécutif

*(...) Le conseil inclut des clauses permettant à la société de recouvrer des émoluments variables payés, ou de surseoir au paiement d’émoluments variables, et précise les circonstances dans lesquelles il conviendrait d’agir ainsi, dans la mesure permise par la loi (...) (Code 2020, disposition 7.12)*

5 sociétés sur un total de 15 (33%)<sup>18</sup> indiquent dans leur politique de rémunération qu’elles prévoient des clauses contractuelles qui leur permettent de recouvrer certaines rémunérations variables payées (« claw back »), par exemple lorsque ces rémunérations ont été accordées sur base d’informations erronées. 4 sociétés (27%) fournissent en outre une explication pour la non-application de cette recommandation. Enfin, 6 sociétés (40%) dévient de la recommandation sans fournir d’explication. Le taux de respect s’élève à 60% au total.

Les raisons invoquées par les sociétés ont trait à l’incertitude du cadre légal en la matière, à la difficulté de modifier les contrats de travail existants, et au fait que les rémunérations variables sont accordées uniquement sur base de résultats vérifiés. Certaines sociétés déclarent aussi qu’elles ont recours aux dispositions du droit commun pour récupérer les rémunérations variables payées, même si aucune clause spécifique n’est prévue contractuellement.

Le tableau suivant 1.16 reprend les pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.12.

Tableau 1.16 : Pourcentages d’application et de respect de la disposition 7.12 du Code 2020 – Résultats des Nouvelles sociétés de l’échantillon 2024

	Total (N=15)
Pourcentage d’application	33%
Pourcentage de respect	60%

<sup>18</sup> L’information est manquante pour 2 sociétés.

# CHAPITRE 2.

## Analyse des “explains”<sup>19</sup>

---

### Introduction

Le Code 2020 contient une série de dispositions qui décrivent comment appliquer dans la pratique les principes généraux de bonne gouvernance. La possibilité existe de déroger à ces dispositions et d'expliquer pour quelle raison la société ne respecte pas une disposition déterminée (**principe 'se conformer ou expliquer'**). Une explication bien argumentée est considérée comme conforme au 'respect' du Code.

**Il convient de souligner que le respect du Code 2020 n'est pas facultatif.** En vertu de la loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise et de l'arrêté royal du 12 mai 2019 qui reconnaît le Code belge de gouvernance d'entreprise 2020 comme le Code de référence pour les sociétés cotées<sup>20</sup>, les sociétés sont obligées de motiver les raisons pour lesquelles elles dérogent à certaines dispositions du Code. Si elles omettent de le faire, elles sont en infraction avec la loi<sup>21</sup>.

La Commission Corporate Governance s'efforce, depuis plusieurs années, de convaincre les entreprises d'appliquer les principes de bonne gouvernance de manière réfléchie. Lorsque c'est pertinent, **les entreprises peuvent profiter de la flexibilité offerte.** En effet, dans un contexte déterminé, une 'bonne explication' peut être préférable à la copie pure et simple de l'approche de 'conformité' adoptée par une autre société.

Cette flexibilité présume que les sociétés qui dérogent à certaines dispositions du Code 2020 doivent le faire de manière consciente et réfléchie. **Chaque dérogation doit s'accompagner d'une explication circonstanciée, fondée sur les particularités et les besoins spécifiques de la société.**

**L'Europe a publié en 2014 une recommandation<sup>22</sup> pour améliorer la qualité des explications fournies par les entreprises** lorsqu'elles dérogent aux dispositions du Code de gouvernance d'entreprise qui leur est applicable. Le Code 2020 lui-même contient un certain nombre de recommandations dans son principe 10 sur la publication d'informations sur le respect du Code. À cette fin, le code confie une

---

<sup>19</sup> Pour la méthodologie utilisée, voir Annexe C.

<sup>20</sup> L'arrêté royal du 6 juin 2010 qui désignait le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009 comme le code de référence, a par conséquent été abrogé.

<sup>21</sup> Loi du 6 avril 2010 visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées et les entreprises publiques autonomes et visant à modifier le régime des interdictions professionnelles dans le secteur bancaire et financier, M.B. 23 avril 2010 (ci-après "la loi du 6 avril 2010").

<sup>22</sup> Recommandation 2014/208/EU de la Commission sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« appliquer ou expliquer »), 2014 J.O. L 109/43.

responsabilité importante au conseil d'administration. Plus précisément, le conseil doit approuver les motifs invoqués et en approuver le contenu. Cela implique que pour toute dérogation à une disposition, le conseil :

- A. Explique de quelle manière la société a dérogé à la disposition ;
- B. Décrit les raisons de cette dérogation ;
- C. Indique quand la société envisage de se conformer à une disposition particulière, lorsque la dérogation est limitée dans le temps ; et
- D. Le cas échéant, décrit la mesure qui a été prise au lieu de se conformer à la disposition et explique la manière dont cette mesure permet d'atteindre l'objectif sous-jacent de la disposition en question ou du Code dans son ensemble, ou clarifie la manière dont elle contribue à la qualité de la gouvernance de la société.

Par ailleurs, la Commission Corporate Governance a publié une note explicative en 2022 afin d'aider les sociétés cotées à préparer leurs "explications"<sup>23</sup>.

Le présent chapitre se consacre à l'**analyse des 'explains'**. Il comporte une **analyse à la fois quantitative et qualitative**<sup>24</sup>. Précisons qu'il examine uniquement les 'explains', tels qu'ils ont été repris dans la Déclaration de gouvernance d'entreprise des sociétés cotées. De ce fait, il est possible que les résultats divergent (parfois) quelque peu des constats du Chapitre 1 de sorte qu'une comparaison n'est pas (toujours) possible. L'analyse du respect formel du Code 2020 est en effet fondée sur les dispositions publiquement contrôlables, alors que certaines sociétés fournissent une explication au sujet d'une disposition qui ne peut être mesurée publiquement (par ex., la disposition 3.7 « *Le fonctionnement du conseil est collégial. Aucun administrateur individuel ou groupe d'administrateurs ne peut dominer la prise de décision dans le conseil* »).

## Analyse quantitative des sociétés « Progression group »

On recense au total **9 dispositions (partielles) donnant lieu à minimum 1 'explain'**. Les 10 sociétés cotées examinées fournissent **au total 27 'explains'**.

Toutes les sociétés analysées fournissent au minimum un 'explain' dans leur déclaration de gouvernance. Aucune société n'applique l'intégralité des dispositions du Code 2020 sans dérogation. **Le nombre maximal d'explains fournis par une société est de 5, et la valeur médiane s'élève à 2,5.**

Globalement, on peut affirmer que **les sociétés cotées recourent relativement peu à la flexibilité offerte par le Code 2020**. Le nombre d'explications varie toutefois en fonction de l'indice (voir Tableau 2.1).

---

<sup>23</sup> Note explicative concernant le compte-rendu public relatif au respect du Code 2020. [1041089803-1651064053\\_1651064053-note-explicative-concernant-le-compte-rendu-public.pdf](#)

<sup>24</sup> Règles pratiques pour un 'explain' de qualité. [1965029059-1651123154\\_1651123154-regles-pratiques-pour-un-explain-de-qualite-mai-2016.pdf](#)

Une rapide comparaison avec les résultats de la précédente étude de monitoring des sociétés analysées (relative à l'exercice 2022) indique que les entreprises parviennent à appliquer plus rigoureusement le Code 2020. La médiane du nombre 'd'explains' passe de 3 (en 2022) à 2,5 (en 2024). Il semble que les entreprises parviennent à suivre le Code 2020 avec une certaine homogénéité. En observant les indices, on constate que la société du BEL 20 présente une médiane plus élevée (3 contre 2 pour les autres indices). Les sociétés du BEL Mid et du BEL Small présentent une dispersion importante (respectivement de 2 à 5 et de 1 à 5).

Tableau 2.1: Nombre 'd'explains' – Résultats du Progression group par index

	#	Médiane	Min	Max
Total	27	2,5	1	5
BEL 20	3	3	3	3
BEL Mid	9	2	2	5
BEL Small	15	2	1	5

On examine ensuite **pour quel type de dispositions les sociétés recourent le plus à la possibilité de flexibilité**. Elles semblent fournir le plus d'explications pour les dérogations aux dispositions suivantes (par ordre de numérotation dans le Code 2020) (voir aussi Tableau 2.2)<sup>25</sup> :

- Constitution d'une fonction indépendante d'audit interne (4.14) ;
- Intégralité du comité de rémunération composé d'administrateurs non-exécutif, avec une majorité indépendante (4.17) ;
- Rémunération des administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions (7.6) ;
- Seuil minimum d'actions que les dirigeants doivent détenir (7.9) ;
- Clauses 'claw-back' dans les contrats des membres du management exécutif (7.12).

Il est intéressant de constater que, tout comme dans la dernière édition de l'étude, les dispositions qui donnent lieu au plus grand nombre 'd'explains' ont toutes trait au principe 7 sur la rémunération (voir tableau 2.2 ci-dessous).

Tableau 2.2: Top 3 'explains' – Résultats du Progression group

DISPOSITION		# explains 2024
7.6	Un administrateur non exécutif reçoit <b>une partie de sa rémunération sous la forme d'actions</b> de la société.	10
7.9	Le conseil d'administration fixe un <b>seuil minimum d'actions</b> que les dirigeants doivent détenir.	7
7.12	(...) Le conseil inclut <b>des clauses permettant à la société de recouvrer des émoluments variables payés</b> , ou de surseoir au paiement d'émoluments variables, et précise les	2

<sup>25</sup> Voir également l'analyse détaillée du chapitre 2. Il est normal que les deux listes de dispositions ne correspondent pas exactement, car les dispositions auxquelles il est le plus dérogé ne donnent pas nécessairement lieu à de nombreux 'explains'.

	circonstances dans lesquelles il conviendrait d’agir ainsi, dans la mesure permise par la loi.	
--	--	--

L’analyse détaillée par index (voir tableau 2.3) révèle un certain nombre de différences. En ce qui concerne la rémunération sous la forme d’actions (disposition 7.6), des ‘explains’ sont fournis par l’ensemble des sociétés du BEL 20, du BEL Mid et du BEL Small. Concernant les dispositions 'claw back', nous constatons que 33,3% des entreprises du BEL Small présente des déviations, alors que dans le BEL 20 et le BEL Mid toutes les entreprises appliquent la disposition.

Tableau 2.3: Top 3 ‘explains’ – Aperçu des résultats du Progression group par index

	Rémunération en actions	Seuil minimum d’actions	Clauses ‘claw back’
BEL 20 (N=1)	1 (100%)	1 (100%)	- (-%)
BEL Mid (N=3)	3 (100%)	3 (100%)	0 (0%)
BEL Small(N=6)	6 (100%)	3 (50%)	2 (33,3%)

## Analyse quantitative des Nouvelles Sociétés

On recense au total **16 dispositions (partielles) donnant lieu à minimum 1 ‘explain’ dans l’échantillon des Nouvelles Sociétés**. Les 17 sociétés examinées fournissent **au total 47 ‘explains’**.

Toutes les sociétés analysées fournissent également au minimum un ‘explain’ dans leur déclaration de gouvernance. Aucune société n’applique l’intégralité des dispositions du Code 2020 sans dérogation. **Le nombre maximal d’explains fournis par une société est de 8, et la valeur médiane s’élève à 2.**

Globalement, on peut affirmer que **ces sociétés recourent relativement peu à la flexibilité offerte par le Code 2020.**

Une rapide comparaison avec les résultats globaux de la précédente étude de monitoring indique que **le nombre ‘d’explains’ a augmenté (47, au lieu de 34 en 2022)**. La médiane du nombre ‘d’explains’ est de 2 (au lieu de 3 en 2022 pour l’exercice global). Il semble que les nouvelles entreprises du sous-échantillon parviennent à suivre le Code 2020 avec une certaine homogénéité.

Tableau 2.4: Nombre ‘d’explains’ – Résultats des Nouvelles sociétés de l’échantillon 2024

	#	Médiane	Min	Max
Total	47	2	1	8

On examine ensuite **pour quel type de dispositions les sociétés recourent le plus à la possibilité de flexibilité**. Elles semblent fournir le plus d'explications pour les dérogations aux dispositions suivantes (par ordre de numérotation dans le Code 2020) (voir aussi Tableau 2.4) :

- Constitution d’une fonction indépendante d’audit interne (4.14) ;
- Intégralité du comité de rémunération composé d’administrateurs non-exécutif, avec une majorité indépendante (4.17) ;
- Rémunération des administrateurs non-exécutifs sous la forme d’actions (7.6) ;
- Seuil minimum d’actions que les dirigeants doivent détenir (7.9) ;
- Clauses ‘claw-back’ dans les contrats des membres du management exécutif (7.12).

Il est intéressant de constater que, même pour les entreprises cotées avec une capitalisation boursière moins importantes, les dispositions qui donnent lieu au plus grand nombre ‘d’explains’ ont toutes trait au principe 7 sur la rémunération (voir tableau 2.5 ci-dessous).

Tableau 2.5: Top 3 ‘explains’ – Résultats des Nouvelles sociétés de l’échantillon 2024

DISPOSITION		# explains 2024
7.6	Un administrateur non exécutif reçoit <b>une partie de sa rémunération sous la forme d’actions</b> de la société.	16
7.9	Le conseil d’administration fixe un <b>seuil minimum d’actions</b> que les dirigeants doivent détenir.	13
7.12	(...) Le conseil inclut <b>des clauses permettant à la société de recouvrer des émoluments variables payés</b> , ou de surseoir au paiement d’émoluments variables, et précise les circonstances dans lesquelles il conviendrait d’agir ainsi, dans la mesure permise par la loi.	4

## Analyse qualitative - Introduction

L’analyse qualitative des ‘explains’ se base, tout comme dans l’étude précédente, sur une méthodologie déjà appliquée aux Pays-Bas<sup>26</sup>. Celle-ci comporte deux volets qui se recouvrent partiellement. Elle examine d’abord la motivation de l’explication et elle évalue ensuite sa qualité argumentative.

### Motivation de l’explication

Les sociétés cotées peuvent avoir **différentes motivations** pour ne pas appliquer une disposition. L’explication qu’elles en donnent peut être ventilée en différentes catégories.

La disposition [numéro du Code] concernant [...] n’est pas respectée par la société parce que celle-ci ...

1. Souhaite respecter des accords et/ou contrats existants ;
2. Se conforme à la législation et à la réglementation existante et/ou les juge suffisantes, ou estime la disposition contraire à la jurisprudence et/ou à la législation et la réglementation, ou souhaite attendre une législation plus précise dans ce domaine ;
3. Indique explicitement que la dérogation est temporaire ;
  - a. Et précise sa date d’échéance,

<sup>26</sup> Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het boekjaar 2013, Nyenrode Business University, décembre 2014.

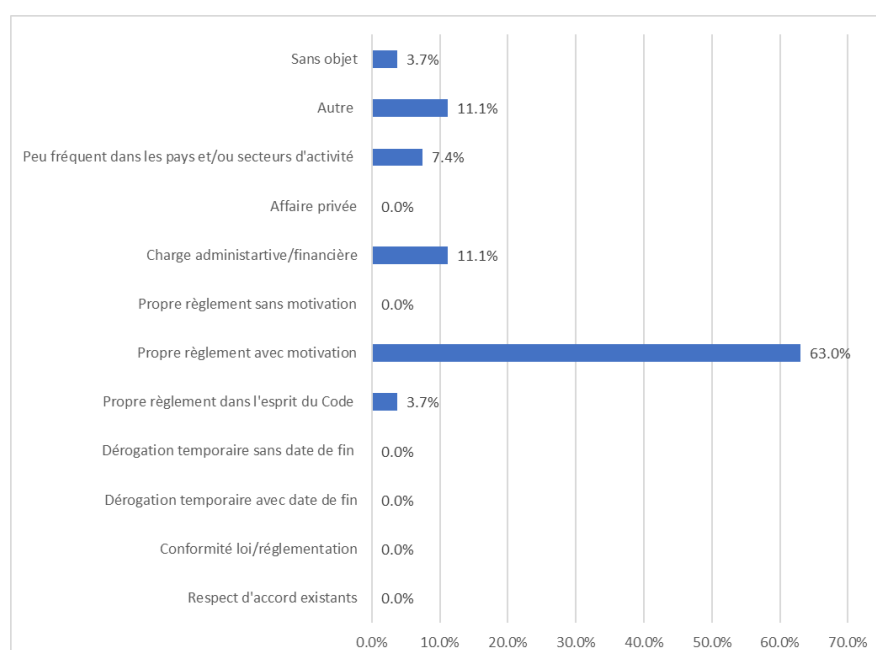
- b. Et ne précise pas sa date d'échéance ;
- 4. A son propre règlement, à savoir :
  - a. Un règlement propre qu'elle estime explicitement conforme à l'esprit du code,
  - b. Un règlement propre qu'elle motive,
  - c. Au sujet duquel elle fournit une information, sans y ajouter de motivation ;
- 5. Estime que l'application de la disposition imposerait une charge administrative et/ou financière trop lourde et/ou estime que la société est trop petite pour pouvoir respecter la disposition ;
- 6. Estime que la disposition touche à un domaine qui relève de la vie privée des administrateurs/membres de la direction ;
- 7. Estime que la disposition exige une méthode de travail qui n'est pas usuelle dans les pays et/ou les secteurs où elle est active ;
- 8. Autre ;
- 9. Estime que la disposition ne lui est pas applicable.

## Analyse qualitative des sociétés du « Progression group »

Le graphique ci-dessous (figure 3.1) reflète la répartition en pourcentage de la fréquence des 9 catégories. Il identifie un **type de motivation très fréquent, à savoir l'existence d'un règlement propre motivé par d'autres arguments**. Par ailleurs, il est aussi souvent argumenté que la société n'a pas la possibilité d'assumer la charge administrative ou financière que la disposition impose. D'autres types d'explications, en revanche, sont moins fréquents, comme le fait que la disposition se situe dans un domaine qui relève de la vie privée des administrateurs/membres de la direction, ou que la société entend respecter des accords existants, ou encore qu'il s'agit d'une dérogation temporaire avec indication de la date d'échéance.

Une rapide comparaison avec les résultats de la précédente étude de monitoring (relative à l'exercice 2022) indique que la catégorie « Propre règlement sans motivation » connaît une diminution importante, ce qui peut être considéré comme une évolution positive.

Figure 2.1: Motivation de l'explication – Résultats du Progression group



Lorsqu'on considère l'**analyse par indice** (voir tableau 2.6), on constate que certains types d'explications sont plus fréquents selon l'indice. La société du BEL 20 invoque exclusivement la présence d'un règlement propre motivé par d'autres arguments pour la totalité de ses explications (100%). Les sociétés du BEL Small expliquent principalement qu'elles disposent d'un règlement propre avec motivation (33,3%). En revanche les explications des sociétés reprises dans BEL Mid présentent une plus grande diversité dans leurs justifications mentionnant par exemple une dérogation temporaire avec ou sans date de fin, un règlement propre suivant l'esprit du Code 2020 ou encore les charges administratives ou financières engendrées.

**Tableau 2.6: Motivation de l'explication – Aperçu des résultats du Progression group par index**

	BEL 20	BEL Mid	BEL Small	Total
Respect d'accords existants	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Conformité loi / réglementation	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dérogation temporaire avec date de fin	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dérogation temporaire sans date de fin	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propre règlement dans l'esprit du Code	0.0%	11.1%	0.0%	3.7%
Propre règlement avec motivation	100.0%	33.3%	73.3%	63.0%
Propre règlement sans motivation	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Charge administrative / financière	0.0%	11.1%	13.3%	11.1%
Affaire privée	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pas d'usage dans les pays ou secteur(s) d'activité	0.0%	11.1%	6.7%	7.4%
Autre	0.0%	22.2%	6.7%	11.1%
Sans objet	0.0%	11.1%	0.0%	3.7%

## Qualité argumentative de l'explication

On s'interroge depuis longtemps déjà sur la **qualité des 'explains'**. Afin de mesurer objectivement la qualité de l'explication fournie, une méthodologie a été développée aux Pays-Bas sur la base d'une *"étude d'articles et documents récents fournissant des pistes pour apprécier de manière générale la qualité de l'explication dans le cadre du principe 'se conformer ou expliquer'."* Dans ce tableau de contrôle, l'explication est évaluée à l'aide de trois critères<sup>27</sup> :

1. L'explication est-elle informative ?
2. L'explication est-elle argumentative ?
3. L'explication est-elle évaluative ?<sup>28</sup>

Dans le premier cas, l'explication indique simplement qu'une disposition du Code n'a pas été respectée. Dans le cadre d'une explication argumentative, on y ajoute pourquoi l'entreprise n'applique pas cette disposition. Dans le dernier cas, à savoir l'explication évaluative, on va encore plus loin et on indique

<sup>27</sup> Pour la méthodologie utilisée, voir l'Annexe C.

<sup>28</sup> Ce niveau est conforme à la disposition 10.3 du Code 2020.

aussi comment l'approche alternative devrait déboucher sur l'objectif recherché en matière de gouvernance d'entreprise. C'est pourquoi les **trois critères généraux de qualité de l'explication** sont hiérarchisés et dépendent les uns des autres. Ainsi, l'explication ne peut être évaluative sans être argumentative et une explication argumentative doit obligatoirement être informative. Cependant, toute explication informative n'est pas argumentative et toute explication argumentative n'est pas évaluative. Dès lors, tous les 'explains' peuvent se voir attribuer un score sur une échelle de 0 à 3 points.

- 3 points	Evaluatif	l'explication est informative + argumentative + évaluative
- 2 points	Argumentatif	l'explication est informative + argumentative
- 1 point	Informatif	l'explication est seulement informative
- 0 points	Insatisfaisant	l'explication ne répond à aucun des critères susmentionnés

En 2024, les résultats sont les suivants :

- Il n'y a aucune explication de niveau 0, c'est-à-dire qui ne contienne aucune information factuelle (voir Tableau 2.7).
- Tous les 'explains' (100%) contiennent donc des informations spécifiques sur l'entreprise et peuvent donc être considérés comme étant informatifs.
- **74,1% des 'explains' peuvent en outre être qualifiés d'argumentatifs.** Cela signifie que l'entreprise explique pourquoi elle a décidé de ne pas appliquer le Code 2020. On peut également en déduire que 25,9% des explications fournies sont donc informatives mais pas argumentatives (contre 16,7% en 2022). La société donne donc des faits et données concrets, mais n'argumente pas.
- **25,9% des explications fournies sont donc du niveau le plus élevé, à savoir évaluatives** (contre 30,6% en 2022). Cela implique que la société explique pourquoi la politique qu'elle mène relève de la bonne gouvernance ou est conforme à l'esprit du Code 2020. Dès lors, cela signifie que 48,2% des 'explains' fournis par les sociétés expliquent pourquoi elles dérogent à une disposition du Code, mais n'indiquent pas comment leur propre dispositif ou alternative mène au même résultat que le Code.

Tableau 2.7: Qualité argumentative de l'explication – Résultats du Progression group

Niveau de qualité	Description	Nombre (N=27)	
3 points	Informatif + argumentatif + évaluatif		7 (25,9%)
2 points	Informatif + argumentatif		20 (74,1%)
1 point	Informatif	27(100%)	

Par rapport aux années précédentes, les explications apparaissent légèrement moins solides. Ce qui peut s'expliquer par la taille plus restreinte de l'échantillon ainsi que sa composition. Cependant, la majorité des arguments restent non « évaluatifs ».

Si nous examinons l'**analyse par indice** (voir tableau 2.8), nous constatons que les "explications" avec le niveau de qualité le plus élevé semblent être plus présentes dans l'indice BEL 20. En général, dans l'ensembles des entreprises, le niveau des explications est intermédiaire, combinant des éléments informatifs et argumentatifs, mais moins souvent évaluatifs.

**Tableau 2.8: Niveau de qualité des 'explains' – Aperçu des résultats du Progression group par index, % en fonction du total par index**

	Total (N=27)	BEL 20 (N=1)	BEL Mid (N=3)	BEL Small (N=6)
3 – informatif + argumentatif + évaluatif	7 (25,9%)	2 (66,7%)	2 (22,2%)	3 (20,0%)
2 – informatif + argumentatif	20 (74,1%)	1 (33,3%)	7 (77,8%)	12 (80,0%)
1 – informatif	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
0 – nihil	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)

Une conclusion importante de ces résultats est que, par rapport à 2022, le **niveau de qualité des 'explain'** de cet échantillon a connu une nette amélioration. En effet, le nombre de **'no explain'** de ces sociétés est maintenant nul et **tous les 'explain'** fournis par ces entreprises sont au d'une qualité **argumentative ou évaluative**. Cet effort constitue un grand pas vers une meilleur gouvernance d'entreprises, cela permet d'avoir une meilleure vue d'ensemble sur l'environnement des sociétés cotées ainsi que sur les points d'attentions posant quelques difficultés. Ces entreprises font preuve d'une volonté d'être des exemples en termes de bonne gouvernance d'entreprise, poussant à une conformité plus accrue et axée vers la transparence.

## Analyse qualitative des « Nouvelles Sociétés » de l'échantillon

Le graphique ci-dessous (figure 3.2) reflète la **répartition en pourcentage de la fréquence des 9 catégories**. Tout comme les entreprises déjà analysées précédemment dans les études de respect du Code 2020, on identifie un **type de motivation très fréquent, à savoir l'existence d'un règlement propre motivé par d'autres arguments**. Par ailleurs, il est aussi souvent argumenté que la société n'a pas la possibilité d'assumer la charge administrative ou financière que la disposition impose. D'autres types d'explications, en revanche, sont moins fréquents, comme le fait que la disposition se situe dans un domaine qui relève de la vie privée des administrateurs/membres de la direction, ou que la société entend respecter des accords existants, ou encore qu'il s'agit d'une dérogation temporaire avec indication de la date d'échéance.

Figure 2.2: Motivation de l'explication – Résultats des nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

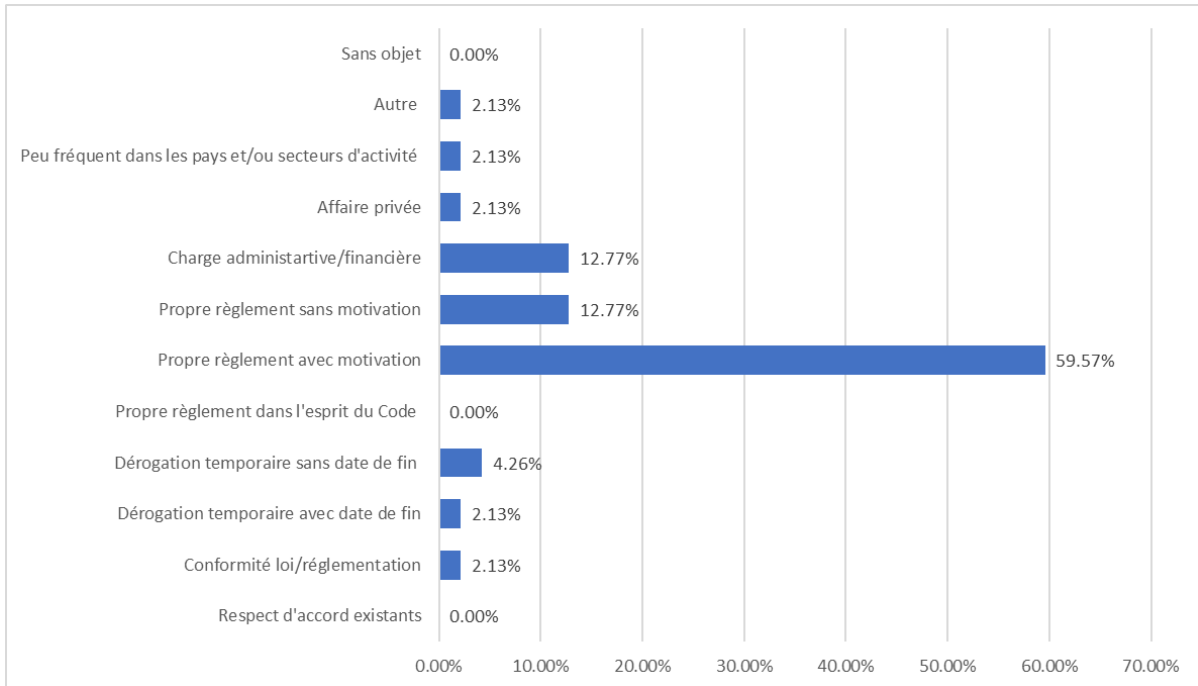


Tableau 2.9: Motivation de l'explication – Aperçu des résultats des nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

	Total
Respect d'accords existants	0.00%
Conformité loi / réglementation	2.13%
Dérogation temporaire avec date de fin	2.13%
Dérogation temporaire sans date de fin	4.26%
Propre règlement dans l'esprit du Code	0.00%
Propre règlement avec motivation	59.57%
Propre règlement sans motivation	12.77%
Charge administrative / financière	12.77%
Affaire privée	2.13%
Pas d'usage dans les pays ou secteur(s) d'activité	2.13%
Autre	2.13%
Sans objet	0.00%

## Qualité argumentative de l'explication

Nous nous référons à la méthodologie expliquée à la page 30.

Les résultats des nouvelles entreprises de l'échantillon sont les suivants :

- Il n'y a aucune explication de niveau 0, c'est-dire qui ne contienne aucune information factuelle (voir Tableau 2.10).
- Tous les 'explains' (100%) contiennent donc des informations spécifiques sur l'entreprise et peuvent donc être considérés comme étant informatifs.
- **46,8% des 'explains' peuvent en outre être qualifiés d'argumentatifs.** Cela signifie que l'entreprise explique pourquoi elle a décidé de ne pas appliquer le Code 2020. On peut également en déduire que 53,2% des explications fournies sont donc informatives mais pas argumentatives. La société donne donc des faits et données concrets, mais n'argumente pas.
- **38,3% des explications fournies sont donc du niveau le plus élevé, à savoir évaluatives.** Cela implique que la société explique pourquoi la politique qu'elle mène relève de la bonne gouvernance ou est conforme à l'esprit du Code 2020. Dès lors, cela signifie que 8,5% des 'explains' fournis par les sociétés expliquent pourquoi elles dérogent à une disposition du Code, mais n'indiquent pas comment leur propre dispositif ou alternative mène au même résultat que le Code.

Tableau 2.10: Qualité argumentative de l'explication – Résultats des nouvelles sociétés de l'échantillon 2024

Niveau de qualité	Description	Nombre (N=47)	
3 points	Informatif + argumentatif + évaluatif		18 (38,3%)
2 points	Informatif + argumentatif		22 (46,8%)
1 point	Informatif	47 (100%)	

# ANNEXE A

## Liste des sociétés 2024

---

Les sociétés cotées belges constituent l'objet de la présente étude. Celle-ci concerne les sociétés qui faisaient partie d'Euronext Bruxelles au 31 décembre 2024. Ces sociétés ont été réparties entre les différents indices boursiers (BEL 20, BEL Mid, BEL Small) selon les données de la cotation établies par Euronext Bruxelles au 31 décembre 2024, ainsi que d'entreprises non reprises dans l'un de ces indices qui ont une capitalisation boursière d'au moins 50 millions d'euros au 31 décembre 2024. Dans cette classification, seules les sociétés cotées belges ont été retenues<sup>29</sup>. Cela signifie que cette étude ne concerne pas les sociétés dont les titres sont émis à l'étranger (par ex. Argenx).

Pour l'analyse de la conformité formelle au Code de gouvernance belge (chapitres 1 et 2), l'étude s'est concentrée, d'une part, sur les sociétés faisant partie des indices BEL20, BEL Mid et BEL Small qui n'ont pas pleinement respecté le Code dans l'étude de monitoring de 2022, et, d'autre part, sur les nouvelles sociétés cotées ayant atteint une capitalisation boursière d'au moins 50 millions d'euros.

# Annexe B

## Méthodologie Chapitre 1

### Commentaire sur l'étude et l'échantillon

---

L'étude a pour objectif de vérifier le respect formel du Code belge de gouvernance d'entreprise (Code 2020). GUBERNA et la FEB ont déjà réalisé une étude similaire sur les exercices 2005, 2008, 2011, 2013, 2015, 2020 et 2022. La présente étude en est la mise à jour et examine un échantillon réduit des principaux indices (BEL 20, BEL Mid, BEL Small et des entreprises non reprises dans l'un de ces indices et ayant une capitalisation boursière d'au moins 50 million d'euros).

Cette étude est une mise à jour et examine un échantillon réduit de certaines entreprises des principaux indices (BEL 20, BEL Mid, BEL Small) d'une part, ainsi que des sociétés cotées qui ne font pas partie de ces indices avec une capitalisation boursière d'au moins 50 millions d'euros d'autre part.

Il convient de souligner que la présente étude porte sur le respect du Code 2020, publié le 9 mai 2019. Il s'agit de la troisième étude qui concerne cette nouvelle version du Code.

Le Code 2020 exige la transparence par le biais de la publication d'informations dans deux documents distincts : la Charte de gouvernance d'entreprise, disponible sur le site internet de la société, et la Déclaration de gouvernance d'entreprise insérée dans le rapport annuel, qui doit également être élaborée conformément aux dispositions de la législation. Pour les besoins de cette étude, les convocations et procès-verbaux des assemblées générales annuelles des sociétés concernées ont également été analysés.

Les données de cette étude proviennent des derniers rapports annuels disponibles, c'est-à-dire les rapports annuels publiés en 2025 concernant l'exercice 2024. En ce qui concerne la composition du conseil, la situation au 31 décembre 2024 a été retenue.

La méthodologie de la présente étude a été adaptée aux spécificités du Code 2020, mais reste néanmoins similaire à celle des études précédentes.

## Méthodologie

### Interprétation du respect du principe ‘se conformer ou expliquer’

Conformément à la philosophie de flexibilité qui a inspiré le Code 2020, les sociétés sont supposées soit se conformer aux dispositions du Code 2020, soit expliquer pourquoi elles ne le font pas au vu de leur situation spécifique. Comme déjà souligné, cette dernière option ne constitue pas un non-respect des principes du Code 2020, mais la société doit bien indiquer pour quelles raisons elle déroge au Code 2020.

Lors de la réalisation de la présente étude, une méthodologie similaire que dans les études précédentes a été utilisée. Une société est supposée respecter le Code 2020 lorsqu'elle fait usage du principe ‘se conformer ou expliquer’. Cela signifie que, lorsque la société omet d'expliquer la raison pour laquelle elle n'applique pas une disposition, on conclut qu'elle ne respecte pas le Code 2020 sur ce point.

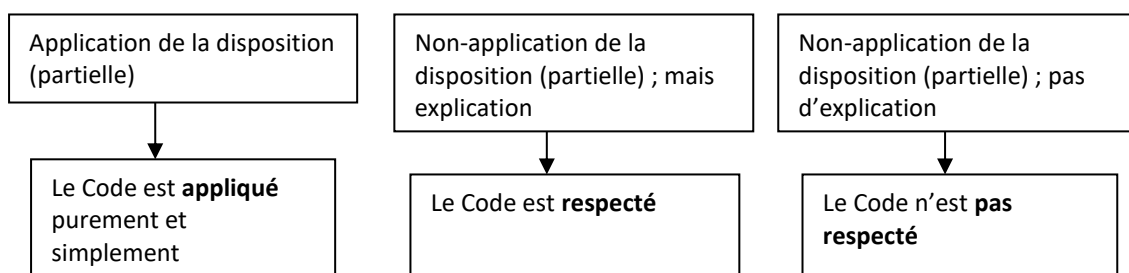
Ce principe ‘se conformer ou expliquer’ est ancré dans la législation belge. La directive européenne 2006/46/CE, transposée par la loi du 6 avril 2010, stipule en son article 46bis que les sociétés doivent se référer dans leur Déclaration de gouvernance d'entreprise au Code de gouvernance d'entreprise qu'elles appliquent. De plus, elles sont obligées de mentionner les parties du Code auxquelles elles dérogent et d'en expliquer la raison.

L'étude examine le respect des exigences ‘formelles’ du Code 2020 et se limite aux dispositions publiquement contrôlables. Notre objectif dans la présente étude est de donner un aperçu du respect formel du Code 2020 dans les sociétés.

Compte tenu de l'interprétation du principe ‘se conformer ou expliquer’, nous distinguerons dans cette étude :

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

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



## Scission des dispositions du Code

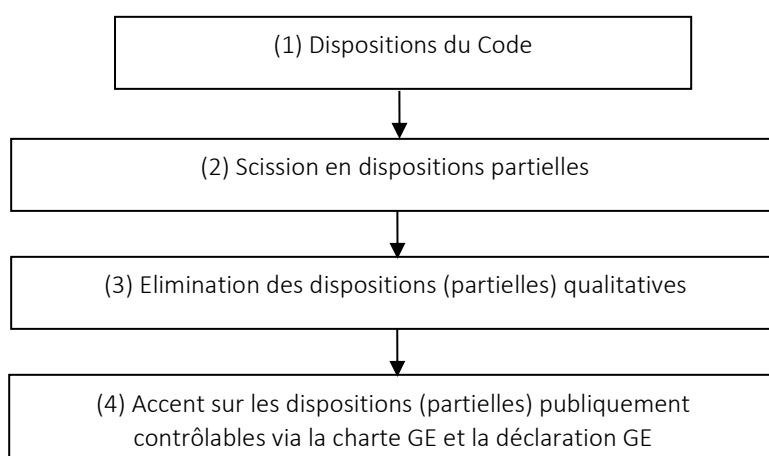
Pour pouvoir évaluer le respect du principe ‘se conformer ou expliquer’, il a été nécessaire de scinder la plupart des dispositions du Code 2020 en dispositions partielles faisant chacune l’objet d’une vérification distincte. Certaines dispositions ont en effet trait à divers éléments ou à plusieurs aspects d’un même élément, ce qui signifie qu’une disposition pourrait n’être respectée que partiellement. Afin de neutraliser ce risque, les dispositions du Code 2020 concernées ont été scindées en dispositions partielles distinctes.

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

De nombreuses dispositions du Code 2020 s’apparentent à des lignes de conduite ou à des principes généraux qui, en raison de leur caractère qualitatif ou subjectif, ne se prêtent pas facilement à une évaluation externe (cf. par ex. la disposition 3.6. “Tous les administrateurs respectent les critères d’intégrité et de probité les plus élevés.”). Ces dispositions ne sont pas incluses dans l’étude de respect.

## Accent sur les dispositions (partielles) publiquement contrôlables

Le champ d’analyse de cette étude se limite aux informations publiquement disponibles (rapport annuel, Charte de gouvernance d’entreprise, site internet, documents de l’assemblée générale). Ces dispositions (partielles) publiquement contrôlables sont évaluées par le biais des informations contenues dans la charte GE, dans la déclaration GE et dans les documents de l’assemblée générale (convocation et PV). Des 123 dispositions du Code 2020, 60 dispositions partielles ont été retenues.



# ANNEXE C

## Méthodologie Chapitre 2

### Commentaire sur l'étude et l'échantillon

---

Les 'explains' sont analysés de manière tant quantitative (combien d'explains' sont donnés et quelles dispositions donnent lieu au plus d'explications) que qualitative (quelle est la motivation donnée et quelle est la qualité de l'explication donnée). L'analyse qualitative s'appuie sur la méthodologie utilisée aux Pays-Bas<sup>30</sup>. Il est en effet ressorti qu'une évaluation en fonction de la recommandation de la Commission européenne et de celle de la Commission Corporate Governance n'est pas opportune, étant donné que ces recommandations comprennent un certain nombre d'aspects qualitatifs qui ne peuvent pas être mesurés sur la base d'informations publiquement disponibles.

Les textes littéraux des 'explains' ont été collectés dans les rapports annuels des sociétés et ont été codés par deux codeurs indépendants l'un de l'autre. Les différences de codage ont été comparées, après quoi on a pris une décision unique concernant le codage des explications pour lesquelles les réponses des codeurs ne correspondaient pas.

### Qualité argumentative de l'explication<sup>31</sup>

---

#### 1. L'explication est informative

L'explication est informative – cela signifie qu'elle contient de l'information qui concerne spécifiquement la société, comme des données commerciales, des caractéristiques personnelles, des descriptions de règlements existants, des indications concernant la culture et les valeurs de la société ou des circonstances particulières auxquelles la société est confrontée. L'enjeu de ce critère est surtout que la société prévoit l'explication de l'information factuelle qui la concerne spécialement.

Exemple : « Sur avis du comité de rémunération, le conseil d'administration a décidé de ne pas rémunérer partiellement les administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions de la société. La société déroge donc à la disposition 7.6 du Code 2020 ».

---

<sup>30</sup> Corporate Governance in Nederland: Onderzoek naar de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code in het Boekjaar 2013, Nyenrode Business Universiteit, december 2014 (pp. 25-38).

<sup>31</sup> Pour plus d'information sur un 'explain' de qualité, voir la note explicative de la Commission Corporate Governance. [1965029059-1651123154\\_1651123154-regles-pratiques-pour-un-explain-de-qualite-mai-2016.pdf](https://www.ccg.nl/1965029059-1651123154_1651123154-regles-pratiques-pour-un-explain-de-qualite-mai-2016.pdf)

## 2. L'explication est argumentative

L'explication est argumentative – cela signifie qu'elle contient une conclusion résultant de la raison avancée (mots clés : "parce que", "car", "en effet"). Un argument peut être défini comme une constellation de propositions justifiant une position. On évalue uniquement ici l'exigence logique formelle de causalité. La plausibilité de fond du raisonnement logique n'est pas évaluée. De plus, dans le langage courant, les prémisses générales sont souvent tacites, mais implicites. Ces négligences du raisonnement courant ne sont pas évaluées ici.

Exemple : « Sur avis du comité de rémunération, le conseil d'administration a décidé de ne pas rémunérer partiellement les administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions de la société. La société déroge donc à la disposition 7.6 du Code 2020. Ce choix s'explique par le fait que la société ne possède pas d'actions propres et n'est donc pas en mesure d'en accorder aux administrateurs non-exécutifs ».

## 3. L'explication est évaluative

L'explication est évaluative – cela signifie qu'elle précise de quelle manière la société pense, malgré la non-application d'une disposition déterminée du Code, contribuer à la bonne gouvernance sur ce point. A cet égard, le Code britannique de gouvernance d'entreprise de 2009 stipule que l'explication doit répondre à la question "if good governance can be achieved by other means". L'explication doit décrire à ce niveau comment la société pense agir malgré tout dans l'esprit du Code.

Exemple : « Sur avis du comité de rémunération, le conseil d'administration a décidé de ne pas rémunérer partiellement les administrateurs non-exécutifs sous la forme d'actions de la société. La société déroge donc à la disposition 7.6 du Code 2020. Ce choix s'explique par le fait que la société ne possède pas d'actions propres et n'est donc pas en mesure d'en accorder aux administrateurs non-exécutifs. Néanmoins, le conseil d'administration le Conseil a invité les administrateurs non exécutifs, à acquérir à partir de l'année 2021 un nombre d'actions de la société représentant l'équivalent brut d'une année de tantièmes. La société estime que l'instauration de ce dispositif d'acquisition d'actions sur base volontaire rencontre l'objectif poursuivi par le Code 2020 d'aligner les intérêts financiers des administrateurs non exécutifs avec ceux des actionnaires dans une optique de long terme ».

Pour plus d'informations, vous pouvez vous adresser à :

GUBERNA  
Eloy Quiles  
Havenlaan 86c, bus 318  
1000 Brussel  
Tel. +32 474 91 82 03  
e-mail : [eloy.quiles@guberna.be](mailto:eloy.quiles@guberna.be)

VBO FEB  
Elke Van Overwaele  
Ravensteinstraat 4  
1000 Brussel  
Tél. +32 2 515 08 81  
e-mail : [evo@vbo-feb.be](mailto:evo@vbo-feb.be)