



Etudes et documents : n° 39
Février 2011

Etude comparative sur les Dealing Codes des sociétés cotées

PRINCIPALES CONSTATATIONS

- Près de 90 % des sociétés cotées belges disposent d'un Dealing Code. Les sociétés faisant partie du BEL 20 en ont toutes établi un.
- 87 % des sociétés disposant d'un Dealing Code le placent sur leur site Internet.
- 93 % des Dealing Codes mentionnent la désignation d'un compliance officer.
- Environ 88 % des sociétés cotées prévoient dans leur Dealing Code des périodes fermées avant la publication des résultats annuels et intermédiaires. Quelque 47 % des Dealing Codes prévoient la mise en place de périodes d'interdiction s'il existe des informations sensibles sur la société.
- 84 % des Dealing Codes obligent les dirigeants à notifier leurs transactions portant sur des instruments financiers de la société (que ce soit avant et/ou après la réalisation des transactions). 44 % seulement des Dealing Codes imposent aux dirigeants l'obligation d'obtenir une autorisation (clearance).
- 53 % des Dealing Codes ne contiennent pas d'informations sur (l'interdiction d'effectuer) des transactions à court terme. 84 % des Dealing Codes ne contiennent pas d'informations sur (l'interdiction de procéder à) des ventes à découvert et des transactions sur options.

TABLE DES MATIERES

1. Introduction.....	4
2. Autorégulation et cadre juridique	5
3. Méthode	7
4. Analyse.....	8
4.1. Présence d'un Dealing Code	8
4.2. Dealing Code intégré dans la Charte de gouvernance d'entreprise ou établi comme document distinct.....	9
4.3. Placement du Dealing Code sur le site Internet	9
4.4. Destinataires du Dealing Code	10
4.5. Compliance officer	12
4.6. Périodes fermées (et périodes d'interdiction)	13
4.7. Notification des transactions envisagées et des transactions proprement dites	15
4.8. Clearance	16
4.9. Transactions à court terme	17
4.10. Transactions sur options et ventes à découvert.....	18
5. Comparaison avec l'étranger	20
5.1. Pays-Bas.....	20
5.2. Royaume-Uni.....	21
5.3. France	22
6. Conclusion.....	23
ANNEXE : Liste des études publiées	25

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 – Sociétés incluses dans l'étude : ventilation par segment.....	7
Tableau 2 – Sociétés ayant établi un Dealing Code	8
Tableau 3 – Sociétés dont le Dealing Code fait partie de la Charte de gouvernance d'entreprise.....	9
Tableau 4 – Sociétés plaçant leur Dealing Code sur leur site Internet.....	10
Tableau 5 – Pourcentage de Dealing Codes adressés à une catégorie déterminée d'initiés potentiels	11
Tableau 6 – Sociétés ayant désigné un compliance officer	12
Tableau 7 – Sociétés appliquant une période fermée pour les résultats annuels.....	13
Tableau 8 – Sociétés appliquant une période fermée pour les résultats semestriels et trimestriels	14
Tableau 9 – Sociétés dans lesquelles la possibilité existe de décréter une période d'interdiction	15
Tableau 10 – Sociétés dont le Dealing Code prévoit la notification des transactions.....	15
Tableau 11 – Sociétés dont le Dealing Code prévoit une procédure de clearance	17
Tableau 12 – Sociétés ayant instauré une interdiction de transactions à court terme ou de spéculation.....	18
Tableau 13 – Sociétés ayant instauré une interdiction de transactions sur options ou de ventes à découvert.....	19

1. INTRODUCTION

La législation belge prévoit, outre des interdictions en matière de délits d'initiés, une série de mesures destinées à prévenir les abus de marché¹. Ces mesures préventives sont inscrites à l'article 25bis de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers², ainsi que dans deux arrêtés royaux datés du 5 mars 2006³. En vue d'assurer une application effective et efficace des dispositions réglementaires précitées, le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009 recommande aux sociétés cotées d'élaborer un ensemble de règles, dit « règlement de transactions » ou « Dealing Code », régissant les transactions - et la publication de telles transactions - effectuées pour compte propre, sur les actions de la société⁴, par des administrateurs et d'autres personnes exerçant des responsabilités dirigeantes.

La présente étude comparative de la CBFA a pour objet d'examiner dans quelle mesure les sociétés cotées respectent les dispositions du Code 2009 relatives aux abus de marché. Les différentes sociétés cotées disposent-elles d'un règlement de transactions contenant les dispositions préconisées par le Code ? Dans l'affirmative, quelle est l'étendue de ce règlement et, dans la négative, les sociétés précisent-elles - par exemple dans leur Charte de gouvernance d'entreprise ou dans leur Déclaration de gouvernance d'entreprise - la raison pour laquelle elles n'en ont pas établi un ?

Cette étude comparative vise donc à vérifier dans quelle mesure les sociétés cotées ont élaboré un Dealing Code. Elle se penche également sur le contenu de ces Codes, en examinant les dispositions qui y figurent ou, à défaut de telles dispositions, en s'assurant de la présence d'une explication à ce sujet. Elle commente ensuite la situation prévalant dans d'autres pays.

Le chapitre 2 esquisse le cadre belge. Le chapitre 3 explique la manière dont les données de l'étude ont été rassemblées et l'analyse effectuée. Le chapitre 4 expose les résultats proprement dits de cette analyse. Le chapitre 5 compare la situation en Belgique avec celle observée dans quelques pays voisins, à savoir les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la France.

¹ L'expression « abus de marché » couvre aussi bien les délits d'initiés que les manipulations de marché.

² L'article 25bis, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 prévoit quatre mesures destinées à prévenir les abus de marché :

- l'établissement d'une liste des personnes travaillant pour l'émetteur et ayant accès à des informations privilégiées ;
- la notification à la CBFA des opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes sur les actions de l'émetteur auquel elles sont liées ;
- l'instauration d'obligations à respecter par les analystes financiers ;
- la notification des opérations suspectes.

³ L'arrêté royal relatif aux abus de marché (*M.B.* 10 mars 2006) et l'arrêté royal relatif à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêts (*M.B.* 10 mars 2006). Ces arrêtés sont disponibles sur le site Internet de la CBFA.

⁴ Ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions.

2. AUTOREGULATION ET CADRE JURIDIQUE

Le 12 mars 2009 a vu la publication en Belgique du nouveau **Code de gouvernance d'entreprise** (également appelé ci-après « Code 2009 »). Ce Code présente une série de principes, de dispositions et de lignes de conduite établis selon l'approche 'comply or explain' ('se conformer ou expliquer').

Afin de prévenir les abus de marché dans le chef d'initiés⁵, le Code 2009 comprend également une partie dédiée aux transactions effectuées sur les instruments financiers de la société par des administrateurs et d'autres personnes exerçant des responsabilités dirigeantes (désignés ci-après par le vocable commun « dirigeants »). La disposition 3.7 prévoit que le conseil d'administration doit prendre « toutes les mesures nécessaires et utiles en vue d'une application effective et efficace des règles belges en matière d'abus de marché » et qu'il doit, à cet égard, adhérer au moins aux dispositions et lignes de conduite reprises à l'**Annexe B**.

L'annexe B préconise d'« élaborer un ensemble de règles » régissant de telles transactions et leur publication. S'il est dérogé à cette disposition (en d'autres termes, s'il n'est pas établi de Dealing Code), la raison doit en être fournie selon le principe 'comply or explain'.

L'annexe B énonce également quatre lignes de conduite. Puisqu'il s'agit de lignes de conduite, leur non-respect ne doit pas être expliqué⁶. Il est évidemment indiqué que les sociétés cotées tiennent compte, lors de l'élaboration de leur Dealing Code, de la teneur de ces lignes de conduite. Selon la première ligne de conduite, un Dealing Code doit prévoir des périodes fermées et des périodes d'interdiction au cours desquelles les transactions sur actions propres ne sont pas autorisées. La deuxième ligne de conduite traite de la désignation d'un compliance officer ayant pour mission de vérifier le respect du Dealing Code. Chaque fois qu'un administrateur ou autre dirigeant entend effectuer une transaction, il est tenu, selon la troisième ligne de conduite, d'en informer préalablement le compliance officer. Si une transaction a effectivement lieu, elle doit, aux termes de la quatrième ligne de conduite, être rendue publique.⁷

Le Code 2009 est fondé sur le principe d'autorégulation des sociétés. Il existe par ailleurs des textes légaux traitant de la gouvernance d'entreprise. La **loi du 6 avril 2010** visant à renforcer le gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées⁸ impose à ces dernières de nouvelles obligations. Ainsi, elles sont désormais tenues de faire figurer dans leur rapport de gestion une déclaration de gouvernement d'entreprise mentionnant le code de gouvernement d'entreprise qu'elles appliquent et indiquant l'endroit où ledit code peut être consulté. Les sociétés qui, pour certaines parties, dérogent à ce code, doivent en expliquer la raison, ce qui équivaut au principe 'comply or explain' précité. La loi habilite par ailleurs le Roi à déclarer obligatoire l'application d'un code de gouvernement d'entreprise déterminé. C'est en exécution de cette disposition que le

⁵ L'on entend par « initié » toute personne qui travaille pour l'émetteur et qui a de manière régulière ou occasionnelle accès à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur (article 25bis de la loi du 2 août 2002).

⁶ Voir le préambule du Code 2009.

⁷ Une publication est par ailleurs obligatoire en vertu de l'article 25bis de la loi du 2 août 2002 juncto l'article 15 de l'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché.

⁸ 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).

Code belge de gouvernance d'entreprise 2009 a été imposé comme code de référence par l'arrêté royal du 6 juin 2010 portant désignation du Code de gouvernement d'entreprise à respecter par les sociétés cotées.

Il résulte de ce qui précède que les sociétés cotées sont tenues d'établir, à partir de l'exercice 2010⁹, un Dealing Code tel que décrit dans l'Annexe B du Code 2009, ou d'expliquer dans leur Déclaration de gouvernance d'entreprise la raison pour laquelle elles ne le font pas.

⁹ L'exercice 2009-2010 pour les émetteurs dont l'exercice commence le 1^{er} juillet ou le 1^{er} octobre, et l'exercice 2010-2011 pour les émetteurs dont l'exercice commence le 1^{er} avril. L'article 12, alinéa 1^{er}, de la loi du 6 avril 2010 prévoit en effet que la disposition concernée s'applique à l'exercice social courant, autrement dit à l'exercice qui était en cours à la date du 23 avril 2010.

3. METHODE

L'étude porte sur tous les émetteurs belges dont les actions, à la date du 6 septembre 2010, étaient cotées sur Euronext Brussels. Certaines sociétés n'ont toutefois pas été reprises dans l'échantillon. Tel a été le cas d'une société qui se trouvait en état de liquidation. Une autre société n'a pas été prise en considération pour le motif qu'elle impose à ses dirigeants une interdiction totale d'effectuer des transactions portant sur ses instruments financiers, ce qui compliquait la comparaison avec les autres sociétés incluses dans l'étude. La Banque Nationale de Belgique (BNB), dotée d'un statut spécial, a elle aussi été exclue du champ de l'étude, sa situation rendant la comparaison tout aussi difficile. Car si la BNB impose des règles de conduite à respecter pour les transactions portant sur ses instruments financiers, ces règles sont différentes selon qu'elles s'appliquent aux membres du comité de direction (qui ne peuvent effectuer de transactions) ou aux régents et censeurs (qui doivent tenir compte de périodes d'interdiction). Au total, la population de l'étude se compose de 124 sociétés.

La CBFA s'est attachée à vérifier, dans chacune des sociétés examinées, si un Dealing Code (également appelé ci-après « Code ») avait été instauré, que ce soit comme élément de la Charte de gouvernance d'entreprise ou comme document distinct. Elle a également examiné dans quelle mesure les sociétés rendaient leur Dealing Code accessible au public en le plaçant sur leur site Internet. Elle a demandé aux sociétés dont elle n'a pas retrouvé le Code sur leur site Internet, de le lui envoyer ou, à défaut, de confirmer qu'elles n'avaient pas établi de Dealing Code.

Dans une phase suivante, la CBFA s'est penchée sur le contenu des différents Dealing Codes. Elle a plus précisément examiné s'ils contenaient certaines règles ou non, allant de la désignation d'un compliance officer ou d'une personne remplissant une fonction similaire, à l'instauration de périodes fermées, etc. Le taux de respect des différentes règles est reproduit, dans cette étude, sous forme de pourcentages calculés sur la base du nombre de sociétés disposant d'un Code ; les sociétés n'ayant pas établi de Code n'ont donc pas été prises en considération.

Il y a lieu de noter que le contenu des Dealing Codes diffère fortement d'une société à l'autre, tant en ce qui concerne le caractère strict des dispositions prévues qu'en ce qui concerne le caractère précis du texte ou son caractère détaillé (à savoir étendu ou limité).

Enfin, il convient encore de préciser que l'analyse a été réalisée en distinguant les sociétés faisant partie du BEL 20, celles cotées sur le marché continu et celles cotées sur le marché du fixing, ce qui a également permis de constater, sur certains points, des différences substantielles en fonction des segments.

Euronext Brussels	BEL 20	Marché continu	Marché du fixing
124 sociétés	19 sociétés	73 sociétés	32 sociétés

Tableau 1 - Sociétés incluses dans l'étude : ventilation par segment

4. ANALYSE

4.1. Présence d'un Dealing Code

Cette étude part du principe qu'une société dispose d'un Dealing Code si elle a établi un règlement décrivant la procédure à suivre par les administrateurs et autres dirigeants qui envisagent d'effectuer des transactions portant sur les actions de la société. L'on constate que 89,5 % des sociétés cotées (soit 111 sur 124) ont adopté un Dealing Code. La ventilation de ces sociétés selon les différents segments de marché montre que toutes les sociétés faisant partie du BEL 20 ont établi un Code. Du côté du marché continu, le pourcentage obtenu s'établit à 94,5 %, ce qui signifie que 4 des 73 sociétés cotées sur ce marché n'ont pas établi de Dealing Code. S'agissant du marché du fixing, ce pourcentage est inférieur : il s'élève à 71,9 %, ce qui revient à dire que 23 des 32 sociétés cotées sur ce marché disposent d'un Dealing Code. Les sociétés à plus petite capitalisation boursière ont donc moins souvent établi un règlement de transactions.

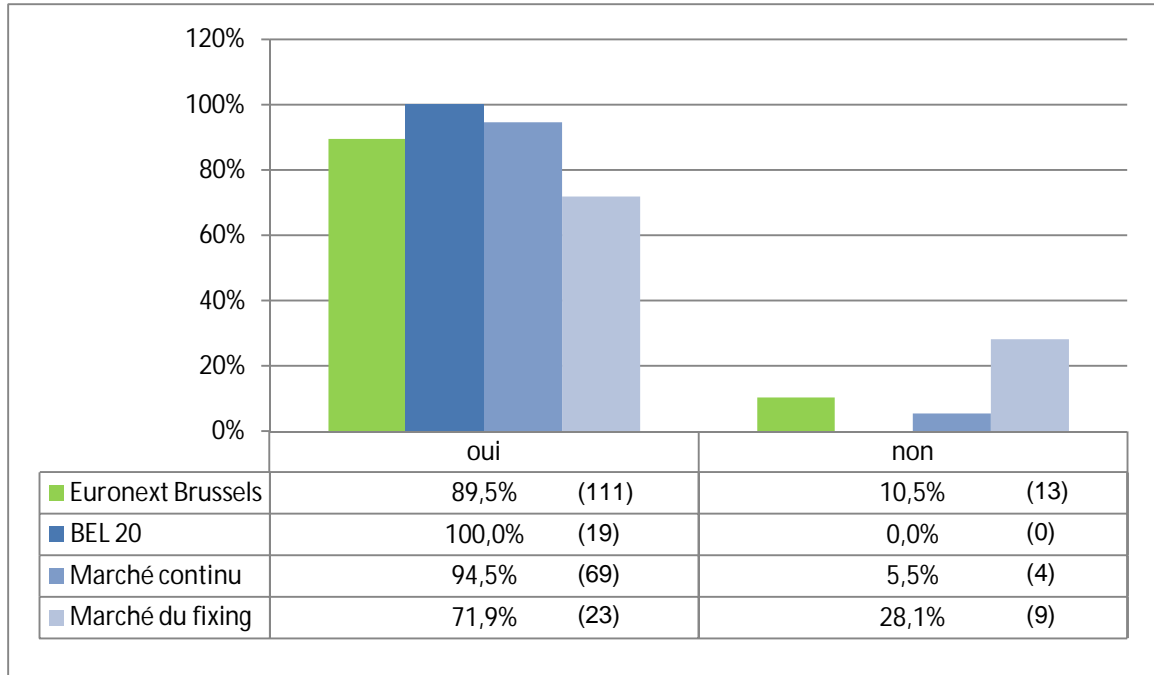


Tableau 2 – Sociétés ayant établi un Dealing Code

4.2. Dealing Code intégré dans la Charte de gouvernance d'entreprise ou établi comme document distinct

Le Code de gouvernance d'entreprise 2009 ne précise pas la manière dont le Dealing Code doit être présenté. Dans certaines sociétés, il constitue un élément ou une annexe de la Charte de gouvernance d'entreprise. D'autres sociétés en font au contraire un document distinct qui, dans ce cas, est généralement plus étoffé. Sur les 111 sociétés disposant d'un Dealing Code, 80,2 % l'ont intégré dans leur Charte. Pour les sociétés du BEL 20, ce pourcentage ne s'élève qu'à 68,4 % (13 des 19 sociétés) ; celles-ci établissent plutôt un document distinct. Les sociétés cotées sur le marché continu et en particulier celles cotées sur le marché du fixing sont nettement plus nombreuses à opter pour un Dealing Code faisant partie de leur Charte ; elles ne sont, respectivement, que 11 (15,9 %) et 4 (17,4 %) à avoir établi un document distinct.

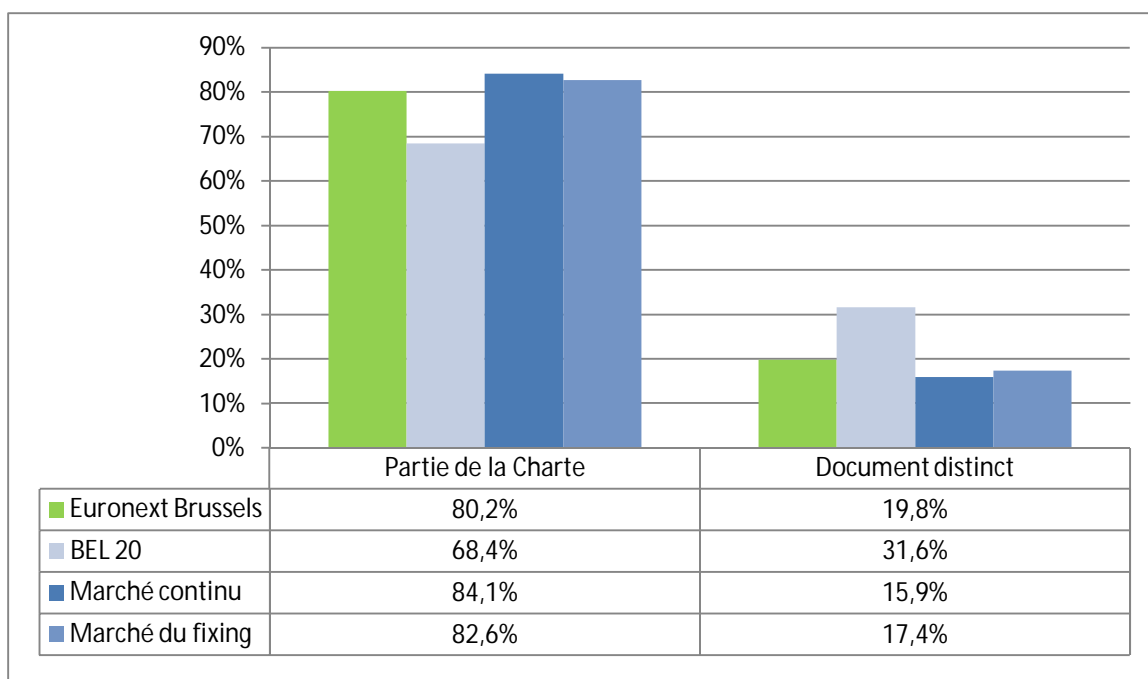


Tableau 3 – Sociétés dont le Dealing Code fait partie de la Charte de gouvernance d'entreprise

4.3. Placement du Dealing Code sur le site Internet

Le Dealing Code d'une société cotée n'est pas toujours facile à trouver. Il s'avère que 87,4 % des sociétés ayant établi un Code l'ont placé sur leur site Internet. Il faut cependant parfois un peu chercher pour savoir où il se trouve. Les sociétés comprises dans les 12,6 % restants ne placent pas leur Code sur leur site Internet, le considérant plutôt comme un document interne. Le public ne peut dans ce cas savoir si la société dispose d'un Dealing Code ou non. La ventilation des sociétés par segment de marché montre que c'est le marché continu qui enregistre le pourcentage le plus élevé de sociétés plaçant leur Dealing Code sur leur site Internet, ce qui suggère relativement plus d'ouverture dans le chef de ces sociétés que du côté des sociétés relevant des autres segments de marché. Sur les 19 sociétés faisant partie du BEL 20, 3 ne placent pas leur Code sur leur site Internet.

Bien que le Code de gouvernance d'entreprise 2009 n'impose pas explicitement aux sociétés cotées de rendre public le Dealing Code qu'elles ont établi, la CBFA recommande à ces sociétés de placer leur Dealing Code sur leur site Internet et de veiller en outre à ce qu'il soit facile à trouver. Une société qui a établi un règlement de transactions a tout intérêt à ce que le marché puisse en prendre connaissance.

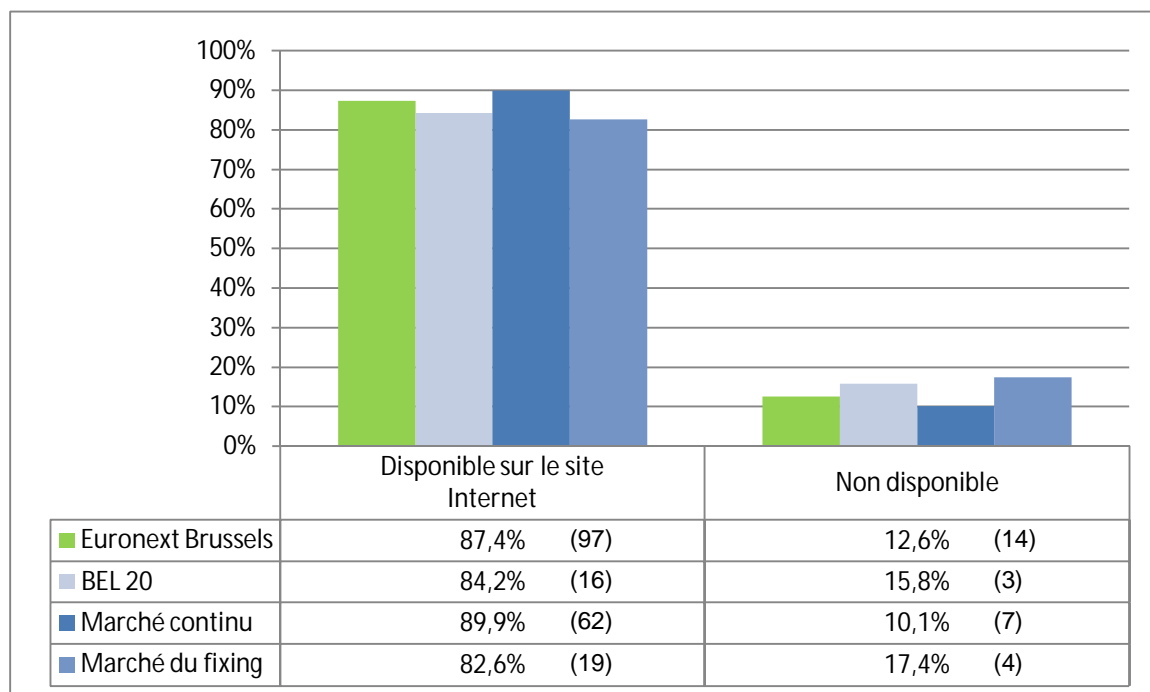


Tableau 4 – Sociétés plaçant leur Dealing Code sur leur site Internet

4.4. Destinataires du Dealing Code

Lorsqu'on analyse un Dealing Code, il est important de savoir à qui il s'applique. Dans certaines sociétés, il a été conçu pour les administrateurs et autres dirigeants, autrement dit pour les personnes qui sont en général les plus susceptibles de détenir des informations privilégiées. Dans d'autres sociétés, le Code est également destiné à d'autres membres du personnel. A ce sujet, le Code de gouvernance d'entreprise 2009 fait mention en premier lieu des administrateurs et autres personnes exerçant des responsabilités dirigeantes. Il précise ensuite, dans la disposition 3.7/2 de l'Annexe B, que le conseil d'administration doit également désigner les autres personnes auxquelles s'appliquent les règles contenues dans le Dealing Code.

Le tableau 5 présente cinq catégories différentes d'initiés potentiels. Sur les 111 sociétés disposant d'un Dealing Code, 2 ne précisent pas à qui ce Code s'applique exactement, les 109 autres sociétés (soit 98,2 %) l'adressant aux administrateurs. Près de 80 % des sociétés destinent ce Code également à d'autres personnes exerçant des responsabilités dirigeantes (86 sociétés) et/ou à des membres du personnel qui, dans l'exercice de leur fonction, pourraient être au courant d'informations privilégiées (88 sociétés). Dans 52,3 % des cas, les Dealing Codes mentionnent également les autres personnes liées (58 des 111 sociétés). En font par exemple partie les consultants dont il est possible qu'ils disposent de certaines informations. Dans 15 sociétés

seulement (soit 13,5 %), le Dealing Code s'applique également aux personnes apparentées, ce terme visant généralement les membres de la famille d'un initié. Cela signifie que toutes les obligations prévues par le Dealing Code en question doivent également être respectées par ces personnes. Si de nombreux Dealing Codes font état des membres de la famille comme 'personnes étroitement apparentées', toutes les règles qu'ils instaurent ne leur sont pas pour autant applicables (le Dealing Code se bornant souvent à rappeler à leur intention l'existence de la loi sur les abus de marché).

Enfin, il s'avère que quelques sociétés adressent leur Dealing Code également aux actionnaires. La CBFA demande à ces sociétés de bien réfléchir à la manière dont elles transposent la définition d'initié et de vérifier si leurs actionnaires entrent bien dans cette définition. Visent-elles peut-être, comme l'une d'elles l'a spécifié, les actionnaires importants? Les sociétés en question devraient à cet égard fournir davantage d'explications.

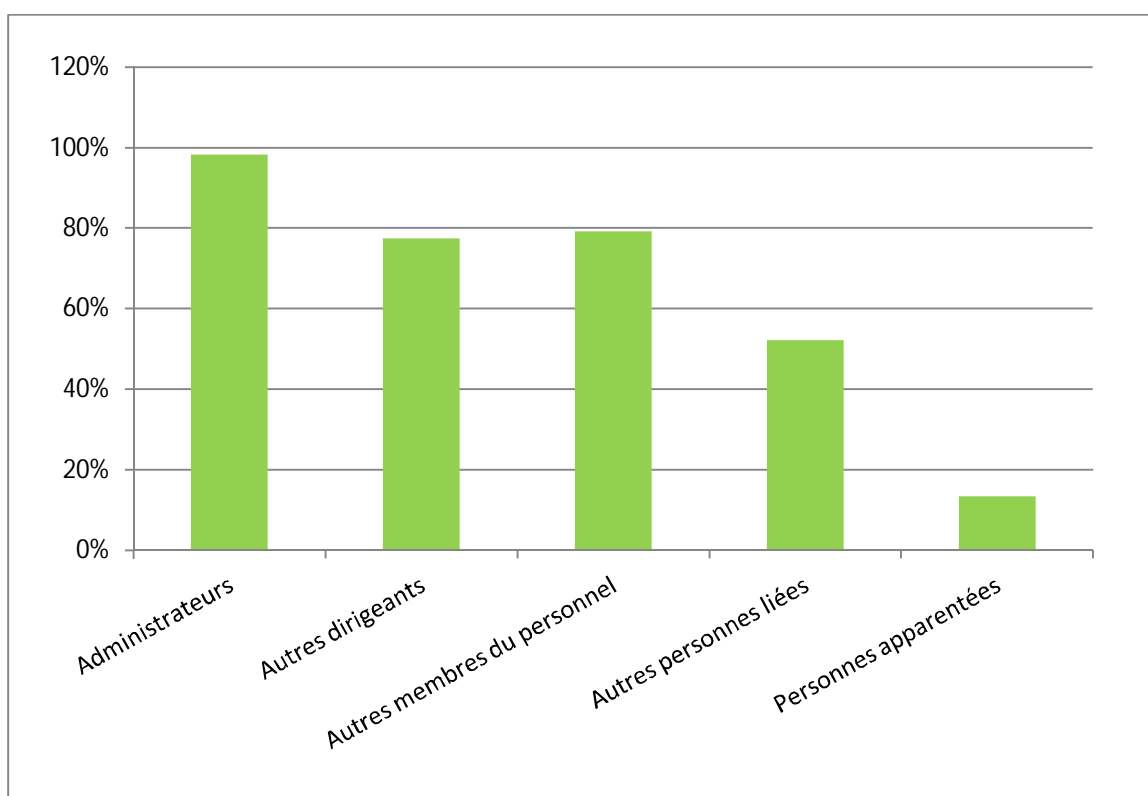


Tableau 5 – Pourcentage de Dealing Codes adressés à une catégorie déterminée d'initiés potentiels

La plupart des sociétés qui adressent leur Code également au reste du personnel, prévoient des règles plus strictes pour les administrateurs et autres dirigeants que pour les autres membres du personnel. L'obligation, par exemple, d'informer préalablement le compliance officer (clearance) s'adresse en général surtout aux administrateurs, pour le motif que ceux-ci sont également tenus par la loi de notifier leurs opérations.

4.5. Compliance officer

Le présent paragraphe et les suivants examinent plus particulièrement le contenu des Dealing Codes.

L'une des lignes de conduite¹⁰ énoncées dans la disposition 3.7/1 du Code de gouvernance d'entreprise 2009 conseille aux sociétés de désigner un compliance officer qui « a au moins pour mission de vérifier le respect du règlement de transactions ». Il s'agit d'un salarié qui tient une liste d'initiés, examine leurs transactions, aide à fixer les périodes fermées et les éventuelles périodes d'interdiction, etc.

Pratiquement toutes les sociétés disposant d'un Dealing Code ont suivi cette ligne de conduite. En effet, 92,8 % d'entre elles (soit 103 des 111 sociétés en question) ont désigné un compliance officer ou une personne portant un autre titre mais remplissant le même rôle (éventuellement en sus d'une autre fonction). Il est à noter que ce sont les sociétés du BEL 20 reprises dans l'étude qui atteignent le pourcentage le plus élevé : elles ont toutes désigné un compliance officer.

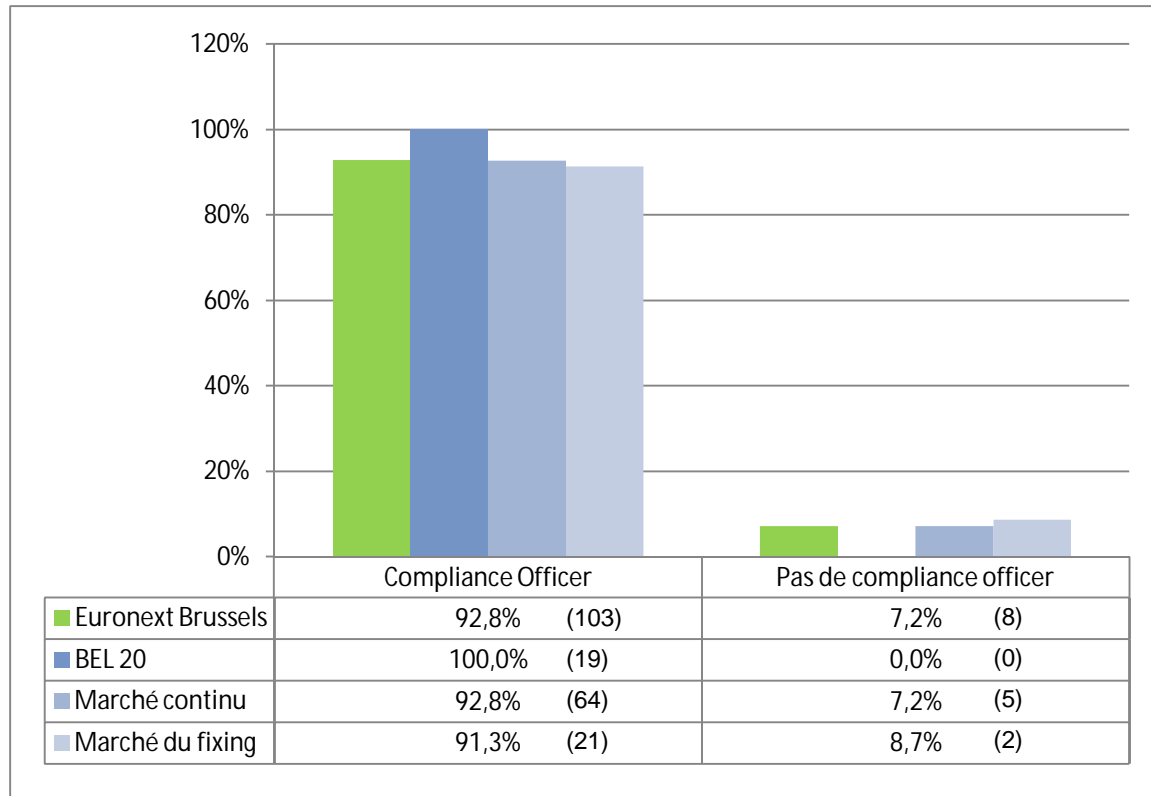


Tableau 6 – Sociétés ayant désigné un compliance officer

¹⁰ Comme on l'a déjà indiqué (cf. supra, chapitre 2), le non-respect des lignes de conduite ne doit pas être expliqué. Elles ne tombent donc pas sous le coup du principe 'comply or explain'.

4.6. Périodes fermées (et périodes d'interdiction)

L'Annexe B du Code de gouvernance d'entreprise 2009 contient également une ligne de conduite concernant les périodes fermées et les périodes d'interdiction :

« Le règlement de transactions fixe les limites pour l'exécution de transactions sur les instruments financiers de la société pendant une période déterminée précédant la publication de ses résultats financiers ('période fermée') ou toute autre période considérée comme sensible ('période d'interdiction'). »

En ce qui concerne les *périodes fermées*, l'on constate de grandes différences entre les sociétés. Le pourcentage de sociétés qui ne font pas état, dans leur Dealing Code, de l'existence de périodes fermées précédant la publication des résultats annuels ou des résultats intermédiaires s'élève à 9,9 %. D'autres (4,5 %) déclarent appliquer des périodes fermées, mais sans en spécifier la durée dans leur Code. S'agissant des résultats annuels, les sociétés qui ont opté pour une période fermée commençant 1 mois avant la publication constituent le groupe le plus important : elles représentent 45,9 % (cf. tableau 7). Pour ce qui est des résultats intermédiaires, 60,4 % des sociétés appliquent également une période fermée d'1 mois. Cette différence de pourcentage peut s'expliquer par le fait que certaines sociétés choisissent une période plus longue pour les résultats annuels (par exemple 2 mois) que pour les résultats semestriels et trimestriels (cf. tableau 8).

La durée d'une période fermée varie donc d'une société à l'autre. Cette différence tient probablement en partie à l'organisation interne des sociétés. Il est important que le délai appliqué soit déterminé en fonction des flux d'informations circulant au sein de la société. Ce délai pourrait en outre différer selon la fonction, dans la société, des personnes auxquelles le Dealing Code est applicable.

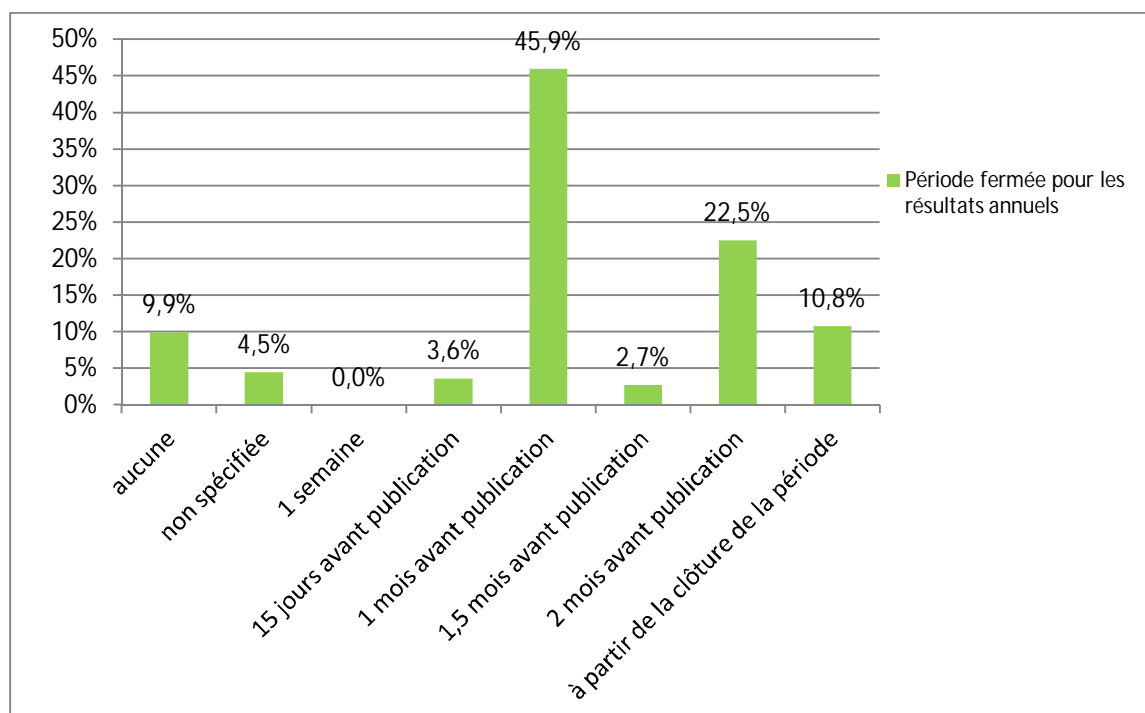


Tableau 7 – Sociétés appliquant une période fermée pour les résultats annuels

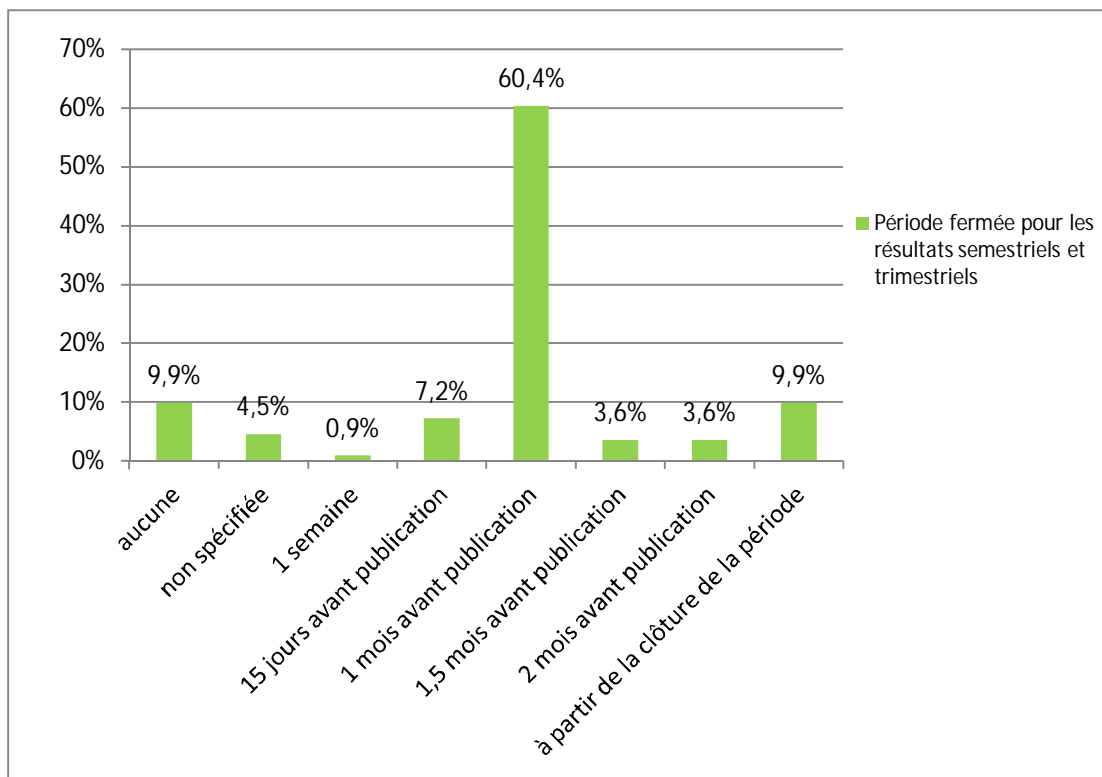


Tableau 8 – Sociétés appliquant une période fermée pour les résultats semestriels et trimestriels

La plupart des sociétés prévoyant des périodes fermées font également mention de la possibilité qu'elles ont (la plupart du temps par la voie du compliance officer ou du conseil d'administration) de décréter une *période d'interdiction* s'il existe des informations sensibles et, partant, un risque d'abus de marché. Cette période d'interdiction commence généralement le jour où l'information privilégiée est connue du compliance officer, pour se terminer au moment où elle n'est plus pertinente ou a été rendue publique.

Le tableau 9 reproduit le pourcentage de Dealing Codes qui contiennent une disposition relative aux périodes d'interdiction. Il s'en dégage que près de la moitié des sociétés, à savoir 46,8 %, ont la possibilité de décréter une période d'interdiction. Il s'agit, concrètement, de 52 des 111 sociétés disposant d'un Dealing Code. Les autres sociétés, soit 53,2 %, ne mentionnent en revanche rien à ce sujet dans leur Code.

Il est à noter toutefois que la mise en place d'une période d'interdiction n'est pas toujours annoncée aux personnes qui sont soumises aux dispositions du Dealing Code. Certaines sociétés choisissent de ne faire savoir qu'une période d'interdiction est en cours qu'au moment où une personne introduit une demande de transaction. Une société, par contre, l'annonce en interne, mais précise que toute personne informée de l'existence de la période d'interdiction ne peut le communiquer à un tiers externe.

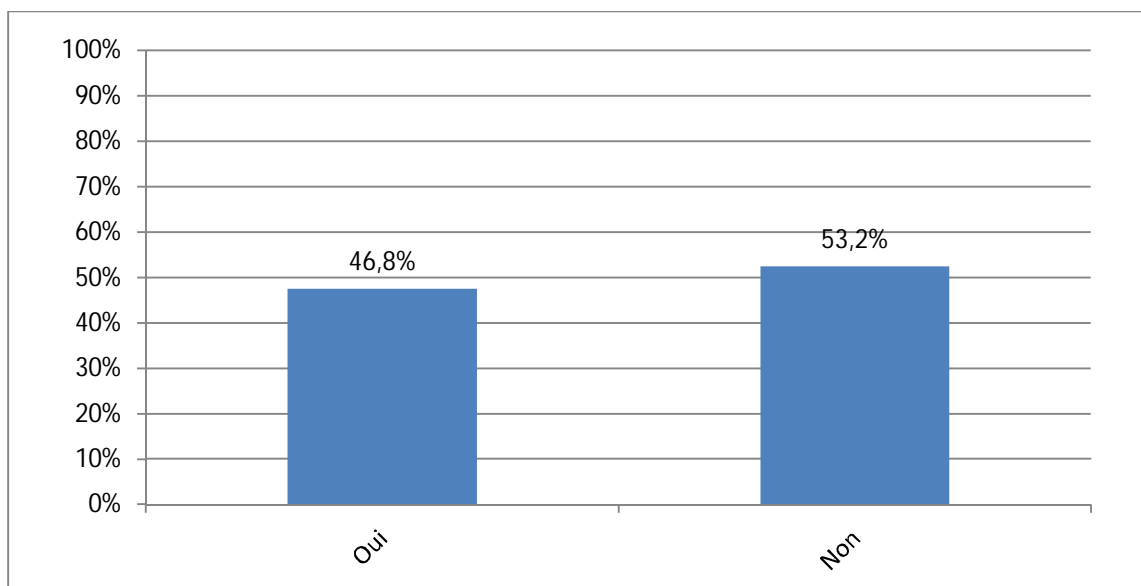


Tableau 9 – Sociétés dans lesquelles la possibilité existe de décréter une période d'interdiction

4.7. Notification des transactions envisagées et des transactions proprement dites

Selon une autre ligne de conduite énoncée dans le Code de gouvernance d'entreprise 2009, un administrateur doit informer au moins le compliance officer de son intention d'effectuer une transaction portant sur les instruments financiers de la société.

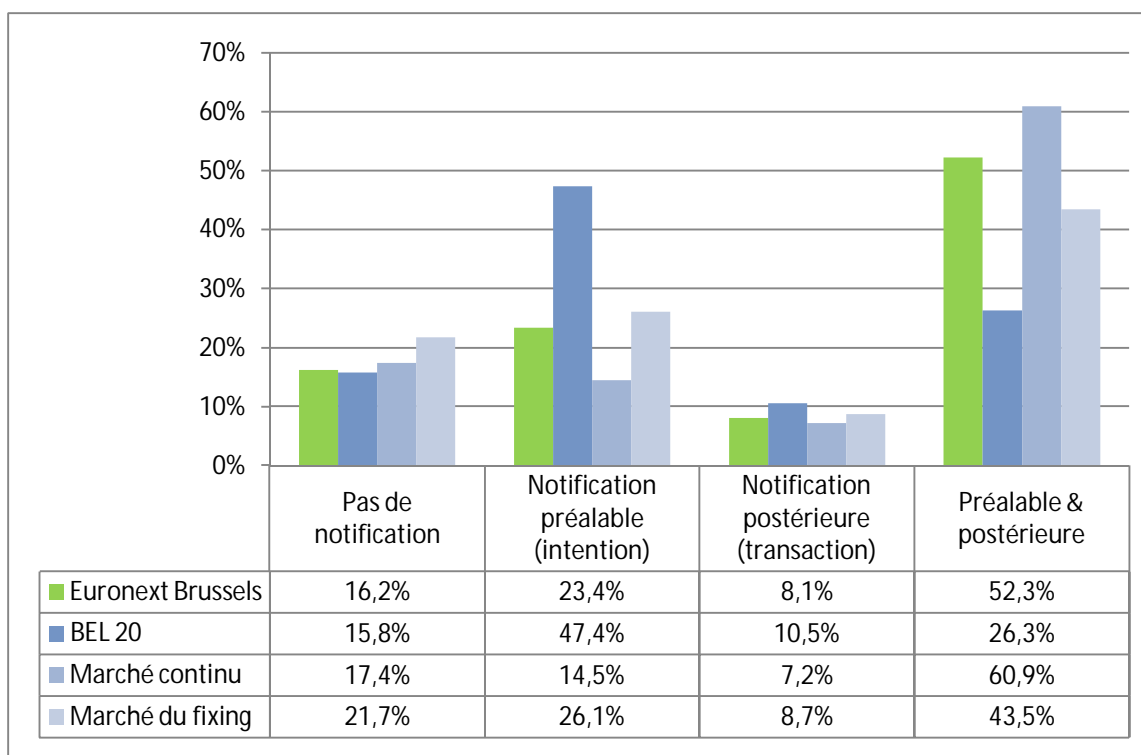


Tableau 10 – Sociétés dont le Dealing Code prévoit la notification des transactions

Concernant cette procédure de notification des transactions portant sur les instruments financiers de la société, l'on constate des différences considérables. Certaines des sociétés disposant d'un Dealing Code, à savoir 16,2 %, ne précisent pas que les dirigeants doivent notifier leurs transactions (exception faite de la notification à la CBFA, laquelle est obligatoire en vertu de la loi). Dans 8,1 % des sociétés examinées, la notification d'une transaction n'est nécessaire que *postérieurement* à la réalisation de la transaction. Dans les autres sociétés, les dirigeants doivent informer le compliance officer *préalablement* et, dans certains cas, également après l'exécution de la transaction. Il est frappant d'observer que relativement peu de sociétés du BEL 20 imposent une notification tant avant qu'après la réalisation de la transaction ; elles sont en revanche surreprésentées dans le groupe des sociétés qui prévoient une notification préalable. Il semblerait donc qu'elles soient moins strictes en ce qui concerne cette ligne de conduite.

4.8. Clearance

Bien que l'obtention d'une autorisation (clearance) ne soit pas traitée par le Code de gouvernance d'entreprise 2009, l'on s'est également attaché, dans la présente étude, à examiner si les Dealing Codes prévoyaient l'obligation d'attendre l'autorisation du compliance officer pour pouvoir effectuer une transaction portant sur les instruments financiers de la société. Cette procédure rend la fonction du compliance officer plus active, dans la mesure où celui-ci n'est plus seulement informé d'une transaction (potentielle), mais peut également décider de la possibilité d'effectuer cette transaction, selon l'existence ou non d'informations sensibles à ce moment-là. Une minorité seulement des sociétés, à savoir 44,1 %, ont inscrit le principe de clearance dans leur Dealing Code. Il est à noter que les sociétés cotées sur le marché continu sont nettement plus nombreuses à appliquer ce principe que les sociétés du BEL 20 ou les sociétés cotées sur le marché du fixing.

Le système de clearance présente certains avantages par rapport à l'instauration de périodes d'interdiction. Celles-ci comportent en effet plusieurs risques que la procédure de clearance permet d'éviter. En premier lieu, l'annonce d'une période d'interdiction constitue un signal direct de l'existence d'une information privilégiée, de sorte que les personnes qui n'étaient pas au courant de cette information, savent désormais que quelque chose se prépare et peuvent se mettre à spéculer sur le sujet. Ensuite, il peut s'avérer loin d'être opportun pour une société de décréter une période d'interdiction, parce qu'elle souhaite encore garder secrète l'existence d'une information sensible. Dans le système de clearance, seule une personne souhaitant effectuer une transaction sur les actions de sa société et ne recevant pas l'autorisation du compliance officer saura qu'il se passe quelque chose. Enfin, l'application d'un système de clearance a pour effet que si un dirigeant effectue une transaction sans autorisation, il en supporte l'entière responsabilité.

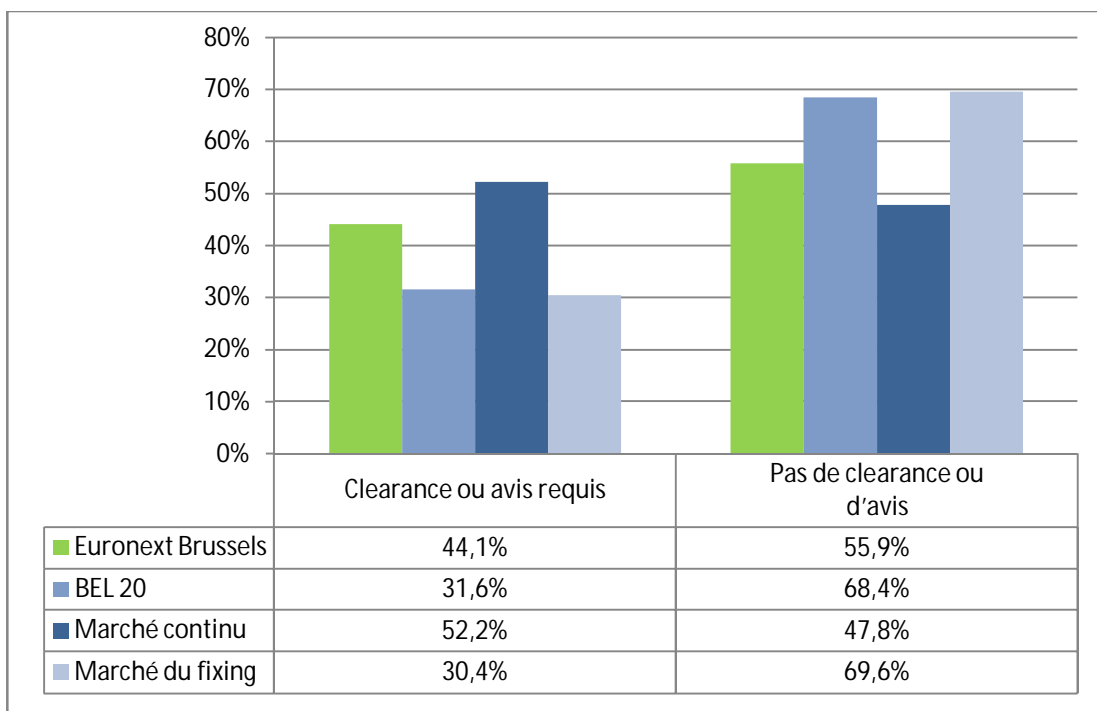


Tableau 11 – Sociétés dont le Dealing Code prévoit une procédure de clearance

4.9. Transactions à court terme

La réalisation de transactions à court terme (short term trading¹¹) n'est pas abordée dans le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009. Pourtant, près de la moitié des sociétés (46,8 %) ayant établi un Dealing Code y ont intégré une interdiction de transactions à court terme¹² dans le chef des initiés. Plusieurs Codes précisent que cette interdiction est prévue parce que ce type de transactions pourrait créer une image de spéculation. Les sociétés ne mentionnant rien dans leur Code à propos du short term trading ont été classées dans la catégorie des sociétés qui n'ont pas instauré d'interdiction. Quelques sociétés (7,2 %) déconseillent la réalisation de transactions à court terme (« Il est déconseillé aux administrateurs d'effectuer des transactions à court terme sur les instruments financiers de la société »). Les sociétés ayant mis en place une interdiction (39,6 %) définissent le short term trading de manière souvent différente. Certaines d'entre elles considèrent que toutes les transactions réalisées dans un délai inférieur ou égal à 6 mois en font partie, d'autres interdisant les transactions à court terme mais sans préciser de délai. Il est en tout cas frappant de constater que le pourcentage de sociétés interdisant les transactions à court terme est plus élevé sur le marché continu et le marché du fixing que du côté des sociétés du BEL 20.

Partant du constat que la moitié des Dealing Codes ne contiennent pas d'informations sur les transactions à court terme, la CBFA recommande aux sociétés d'intégrer dans leur Dealing Code une disposition concernant ce type de transactions.

¹¹ Dans cette étude, l'on parle de transactions à court terme lorsque l'achat et la vente de titres déterminés prennent place au cours d'une période maximale de 6 mois. Les sociétés mentionnent, dans leur Dealing Code, des périodes de durée différente, allant de 1 mois à 6 mois.

¹² Les transactions à court terme étant explicitement interdites ou déconseillées.

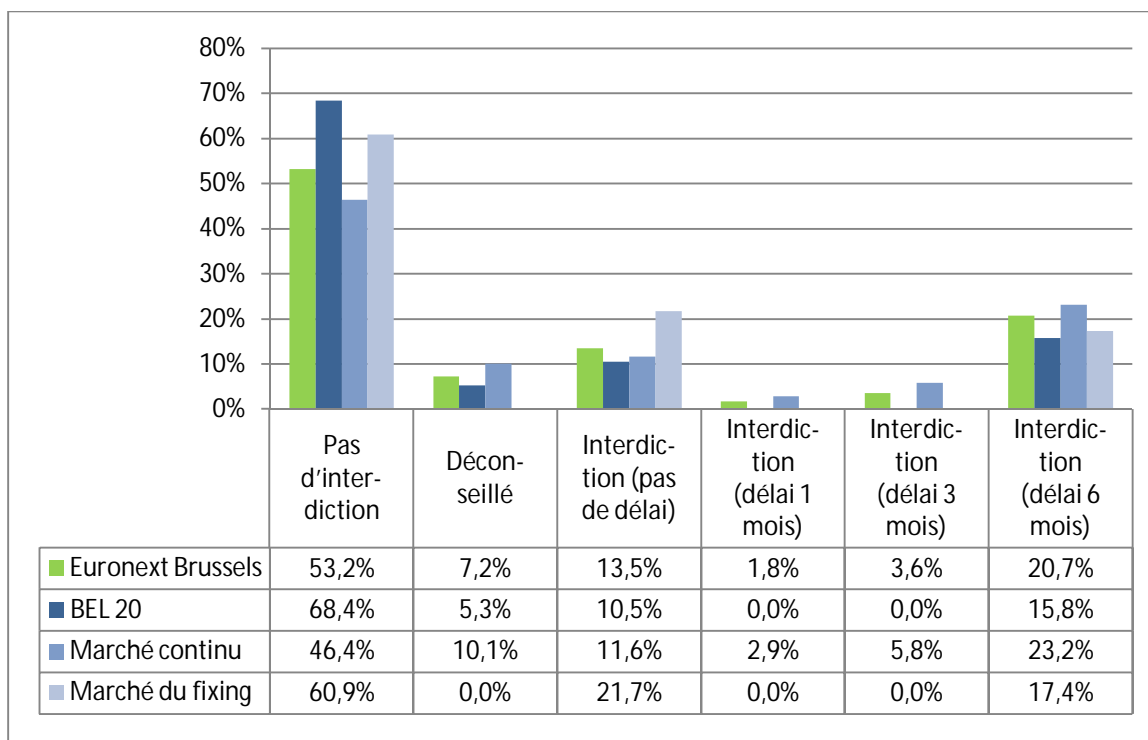


Tableau 12 – Sociétés ayant instauré une interdiction de transactions à court terme ou de spéculation

4.10. Transactions sur options et ventes à découvert

Le pourcentage de sociétés cotées belges interdisant à leur dirigeants d'effectuer des transactions sur options et/ou de procéder à des ventes à découvert (short selling)¹³ est de 16,2 %. Dans 10,8 % des cas, l'interdiction concerne uniquement les transactions sur options. L'interdiction d'effectuer des transactions sur options et/ou de procéder à des ventes à découvert est en tout cas beaucoup moins fréquente que l'interdiction de réaliser des transactions à court terme (46,8 %). Pour justifier l'interdiction frappant les transactions sur options et/ou les ventes à découvert, certaines sociétés invoquent dans leur Dealing Code la volonté d'éviter (l'apparence d') une spéculation. Il y a lieu de noter que certaines sociétés excluent explicitement les options réservées au personnel de l'interdiction.

En ce qui concerne les transactions sur options et/ou les ventes à découvert, les différences entre les segments de marché ne sont pas si grandes. Le marché du fixing compte relativement plus de sociétés appliquant une interdiction, ce qui est assez frappant. Mais les différences sont minimales : leur pourcentage s'élève à 21,7 %, contre 15,9 % pour les sociétés cotées sur le marché continu et 10,5 % pour celles faisant partie du BEL 20. Le nombre de sociétés interdisant aussi bien les transactions sur

¹³ Vente à découvert (ou short selling) en rapport avec une action ou une créance : la vente d'une action ou d'une créance dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente, y compris une telle vente lorsqu'au moment où il conclut l'accord de vente, le vendeur a emprunté l'action ou la créance ou accepté de l'emprunter pour la livrer au moment du règlement (voir la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, publiée par la Commission européenne le 15 septembre 2010).

options que les ventes à découvert est, en revanche, relativement plus important du côté du BEL 20 que sur les deux autres segments de marché.

La CBFA trouve étonnant que peu de Dealing Codes contiennent des dispositions concernant les transactions sur options et/ou les ventes à découvert. Elle conseille aux sociétés d'y intégrer une disposition à ce sujet.

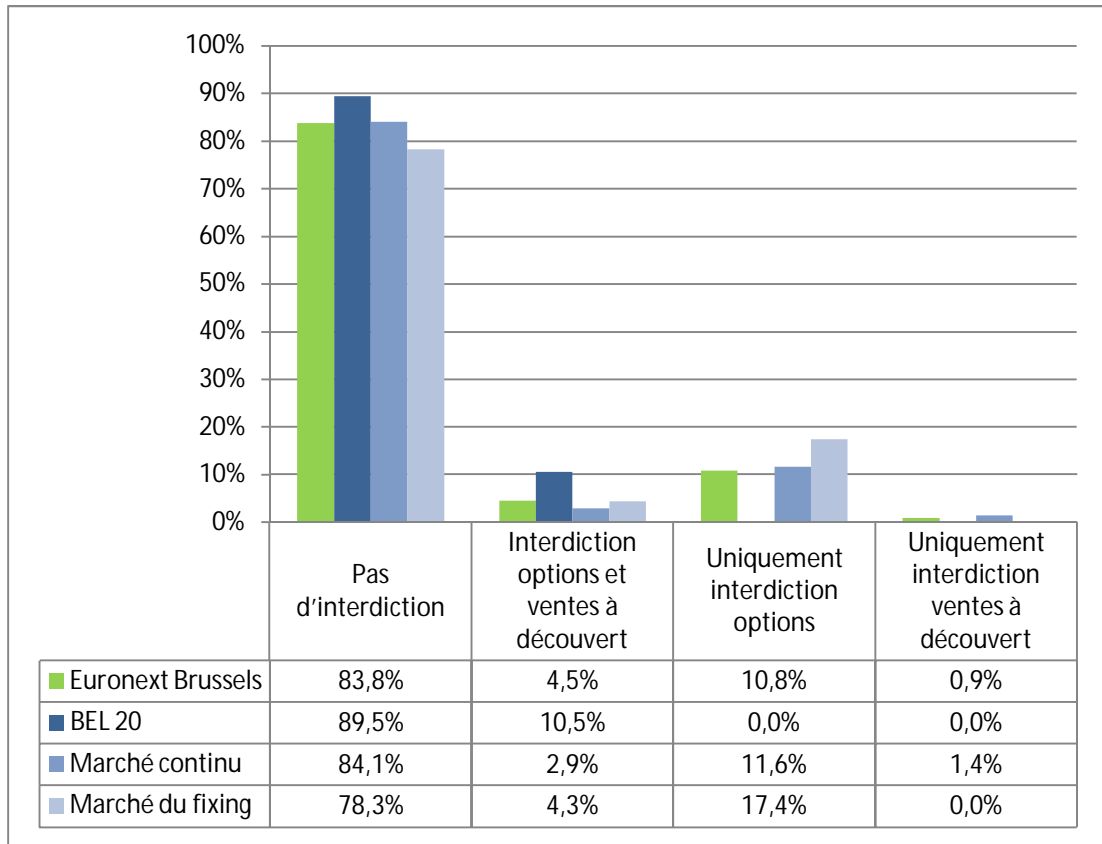


Tableau 13 – Sociétés ayant instauré une interdiction de transactions sur options ou de ventes à découvert

5. COMPARAISON AVEC L'ETRANGER

Ce chapitre a pour objet d'établir une comparaison avec la situation observée dans quelques pays voisins. Il examine si ces pays ont instauré des dispositions similaires pour les transactions effectuées par des dirigeants sur les actions de leur société. Il vérifie également si les codes de gouvernance d'entreprise en vigueur à l'étranger recommandent aux sociétés d'établir un Dealing Code, comme tel est le cas en Belgique, ou si ces pays optent plutôt pour un régime légal.

5.1. Pays-Bas

Aux Pays-Bas, la prévention des abus de marché dans le chef d'initiés est réglée autrement qu'en Belgique. Le Code néerlandais de gouvernance d'entreprise ne contient pas de dispositions à ce sujet¹⁴. En revanche, la loi de surveillance financière (Wft) oblige les sociétés qui sont cotées en bourse aux Pays-Bas à établir un règlement régissant les transactions effectuées par des initiés sur les actions ou instruments financiers de la société (article 5:65 Wft)¹⁵. Les sociétés sont libres de déterminer la forme et le contenu de ce règlement, mais celui-ci doit obligatoirement contenir des règles concernant les périodes fermées et exposer les obligations et droits des initiés et des salariés (article 11 *Besluit Financieel Toezicht*). Les obligations prévues par la loi sont donc plus étendues aux Pays-Bas qu'en Belgique.

Conformément à la loi précitée, l'*Autoriteit Financiële Markten* (AFM) a arrêté, le 12 décembre 2006, la '**Beleidsregel Model verplichte reglement**' qui précise les éléments que les sociétés cotées doivent faire figurer dans leur règlement. Elles doivent, par exemple, désigner un **compliance officer**, tout comme le prévoit le Code belge 2009. A la différence toutefois de ce qui prévaut en Belgique, les **périodes fermées** sont strictement circonscrites par la Beleidsregel. Les dirigeants ne peuvent effectuer de transactions durant les deux mois qui précèdent la première publication d'un rapport annuel (*jaerbericht*), ni durant les 21 jours précédant la publication d'un rapport semestriel ou trimestriel (*halfjaar- of kwartaalbericht*) ou l'annonce d'un dividende (intérimaire). Le mois précédant la première publication d'un prospectus établi en vue d'une émission d'actions est également considéré comme une période fermée. Enfin, une société cotée doit définir la procédure à suivre par les membres de son personnel lorsqu'ils disposent d'informations sensibles ou s'ils souhaitent effectuer des transactions financières¹⁶. La portée de la Beleidsregel de l'AFM et du modèle qu'elle préconise est toutefois limitée, dans la mesure où il s'agit uniquement de dispositions dénuées de caractère contraignant général.

La question de savoir si la Beleidsregel néerlandaise et les dispositions légales susvisées sont bien suivies par les sociétés aux Pays-Bas n'a, à notre connaissance, pas encore été examinée à ce jour.

¹⁴ *De Nederlandse corporate governance code - Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen* (2008).

¹⁵ *Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht)*.

¹⁶ *Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-04 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake een model voor het verplichte reglement als bedoeld in artikel 5:65 (Beleidsregel Model verplichte reglement)*.

5.2. Royaume-Uni

Le Code britannique de gouvernance d'entreprise n'évoque pas, contrairement à la version belge, la mise en place d'un Dealing Code. Comme les Pays-Bas, le Royaume-Uni a choisi de laisser à l'autorité de contrôle le soin d'établir un modèle. La *Financial Securities Authority* (FSA) indique dans ses Listing Rules¹⁷ que les personnes qui possèdent des « managerial responsibilities » doivent se conformer au *FSA Model Code*¹⁸, qui énonce les dispositions minimales auxquelles les sociétés doivent satisfaire. Ce Model Code n'est pas d'application volontaire comme l'est le Code belge 2009. En cas de non-respect des dispositions du Model Code, la FSA peut entreprendre une action disciplinaire, sous la forme d'une amende ou d'une publication.

Quant au fond, le Model Code prévoit des **périodes d'interdiction**. Celles-ci comprennent, d'une part, les périodes durant lesquelles il existe des informations privilégiées concernant la société - ce qui correspond aux périodes d'interdiction visées dans le Code belge de gouvernance d'entreprise - et, d'autre part, les **périodes fermées** précédant la publication des informations. Là où toutefois le Code belge 2009 se borne à préconiser l'instauration de périodes fermées, le Model Code britannique circonscrit clairement ces périodes, tout comme le règlement adopté aux Pays-Bas. Au Royaume-Uni, il est interdit aux dirigeants d'effectuer des transactions durant les 60 jours précédant la publication des résultats annuels et du rapport annuel ainsi que durant les 30 jours précédant la publication des résultats trimestriels. Pour les résultats semestriels, cette interdiction court à partir de la fin de la période financière jusqu'au moment de la publication.

Le Model Code prévoit par ailleurs explicitement que les administrateurs et autres personnes exerçant des responsabilités dirigeantes doivent toujours informer préalablement le **company secretary**, ou un administrateur désigné, de leur intention d'effectuer des transactions portant sur les instruments de la société. Un dirigeant ne peut effectuer sa transaction que s'il a obtenu, de la personne précitée, une **clearance to deal** (décision qui doit être prise dans les 5 jours ouvrables). La transaction doit alors être exécutée dans les 2 jours ouvrables. Enfin, la société doit également tenir une liste des demandes de transaction. Le company secretary peut être comparé au compliance officer visé dans le Code belge 2009, à ceci près que ce dernier ne délivre pas de clearance. Il s'avère néanmoins que 44,1 % des sociétés cotées belges prévoient dans leur Dealing Code l'obtention obligatoire d'une clearance ou d'un avis.

Le Model Code britannique dispose également que la clearance doit être refusée s'il s'agit de transactions réalisées sur la base de **considérations à court terme**, tels que des placements à moins d'1 an. En Belgique, 39,6 % des sociétés prévoient une disposition comparable dans leur Dealing Code, bien que le Code belge 2009 n'en fasse pas mention.

Dans l'ensemble, les dispositions du Model Code britannique sont assez détaillées comparativement à la partie du Code belge de gouvernance d'entreprise qui traite des Dealing Codes. En Belgique, les sociétés semblent, sur certains points, adopter des dispositions plus poussées que celles prévues par le Code 2009, certaines d'entre elles suivant même plutôt les dispositions britanniques.

¹⁷ *FSA Handbook*, LR 9.2.8, 6 août 2007, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/2>.

¹⁸ *FSA Model Code* - <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/Annex1>.

5.3. France

En France, l'Association française de la Gestion financière a émis une série de recommandations sur le gouvernement d'entreprise, mais la prévention des abus de marché n'y figure pas.¹⁹ En revanche, l'Autorité des Marchés financiers (AMF) a adopté, le 3 novembre 2010, un guide destiné aux sociétés cotées sur Euronext et Alternext qui prévoit des mesures préventives que les sociétés peuvent mettre en œuvre pour lutter contre les abus de marché. Dans ce guide, l'AMF recommande aux sociétés d'arrêter des procédures écrites concernant les transactions des administrateurs, en établissant par exemple un **code de déontologie**, lequel peut être comparé à un Dealing Code en Belgique.

De manière plus spécifique, l'AMF propose dans son guide la désignation d'un '**déontologue**' chargé de donner un avis préalablement à toute transaction effectuée sur les instruments financiers de la société par une personne figurant sur la liste d'initiés. Cet avis peut être facultatif ou obligatoire. Elle propose également d'instaurer des '**fenêtres négatives**' ou périodes d'abstention applicables aux administrateurs et personnes assimilées, à savoir une période de 30 jours calendaires minimum avant la publication des comptes annuels, semestriels et, le cas échéant, des comptes trimestriels complets et une période de 15 jours calendaires minimum avant la publication de l'information trimestrielle.

L'AMF s'est penchée sur l'application, dans la pratique, de ces périodes d'abstention. Il s'avère, en France, que les périodes d'abstention instaurées par les sociétés du SBF 120²⁰ comptent en moyenne 26 jours pour les résultats annuels (contre 25 et 16 jours pour, respectivement, les résultats semestriels et trimestriels). En Belgique, il n'existe pas d'indice comparable au SBF 120, mais quelque 80 % des sociétés reprises dans l'étude observent une période fermée d'1 mois ou plus, tant pour les résultats annuels que pour les résultats intermédiaires (cf. § 4.6).

¹⁹ AFG, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise 2010.

²⁰ Le SBF 120 est un indice boursier français, composé des 40 actions du CAC 40 et des 80 actions les plus liquides sur le Premier Marché et le Second Marché à Paris (en dehors du CAC 40).

6. CONCLUSION

Dans la pratique, les dispositions du Code belge de gouvernance d'entreprise qui traitent des transactions effectuées par des dirigeants sur les instruments financiers de leur société sont bien appliquées. En effet, près de 90 % des sociétés examinées ont établi un Dealing Code. Une société cotée sur dix n'a, en revanche, pas instauré de règles internes destinées à prévenir les abus de marché. **La CBFA recommande à ces sociétés d'adopter de telles règles, et ce tant dans l'intérêt des investisseurs que dans l'intérêt de la société elle-même.**

Les différences entre les sociétés disposant d'un Dealing Code sont très grandes. L'on constate tout d'abord que certaines d'entre elles (12,6 %) ne placent pas leur Code sur leur site Internet, ce qui complique la consultation de ce document par des personnes externes. **La CBFA recommande dès lors à ces sociétés de rendre leur Code public.**

Sur le plan du contenu aussi les différences sont importantes. Certaines sociétés se bornent à établir un Code exposant brièvement quelques principes, tandis que d'autres ont arrêté un Dealing Code très détaillé décrivant toutes les situations susceptibles de se produire ainsi que la manière d'agir dans pareils cas. Et si certaines sociétés observent une période fermée de 2 mois, d'autres en revanche n'en ont instauré aucune. Enfin, certaines sociétés imposent l'obtention d'une clearance, alors que d'autres se contentent de la notification des transactions des dirigeants après leur réalisation.

Si l'on compare les dispositions des Dealing Codes établis par les sociétés avec celles prévues par le Code de gouvernance d'entreprise 2009, l'on constate que bon nombre de sociétés adoptent des règles plus poussées que les recommandations du Code 2009 et, parfois, paraissent plutôt s'aligner sur les dispositions du Model Code britannique établi par la FSA.

Le Model Code britannique conseille de ne pas délivrer d'autorisation pour les transactions qui sont dictées par des considérations à court terme. Il s'avère que 39,6 % des Dealing Codes examinés interdisent les transactions réalisées sur la base de considérations à court terme et que 7,2 % d'entre eux déconseillent de telles transactions. Cela signifie, inversement, que la moitié des Dealing Codes ne contiennent pas d'informations sur les transactions à court terme. **La CBFA recommande dès lors aux sociétés concernées d'intégrer dans leur Dealing Code une disposition portant sur les transactions à court terme.**

Le Model Code britannique précise également le laps de temps que doivent durer les périodes qui précèdent la publication des différents types d'informations financières. Sachant que la durée idéale d'une période fermée dépend du flux d'informations circulant au sein de la société, la CBFA estime difficile de prévoir des périodes fixes. **Elle recommande aux sociétés cotées de déterminer leurs périodes fermées en fonction de leur organisation interne.**

S'agissant de la « clearance to deal », également prévue par le Model Code de la FSA, l'on observe que près de la moitié des sociétés belges disposant d'un Dealing Code imposent l'obligation d'obtenir une telle clearance ou un avis avant de pouvoir effectuer une transaction. **La CBFA estime qu'un système de clearance présente l'avantage par rapport à l'instauration de périodes d'interdiction de ne pas informer les personnes visées du fait qu'il existe une information privilégiée non publique**

justifiant la période d'interdiction. Les sociétés qui n'appliquent pas de procédure de clearance peuvent envisager de le faire.

La CBFA trouve étonnant que peu de Dealing Codes contiennent des informations concernant les transactions sur options et/ou les ventes à découvert (16,2 % prévoient une interdiction). **Elle conseille aux sociétés de reprendre dans leur Dealing Code une disposition concernant les transactions sur options et/ou les ventes à découvert.**

En guise de conclusion, l'on peut affirmer qu'il est important pour le bon fonctionnement des marchés financiers que les abus de marché soient évités par l'instauration de mesures préventives. L'élaboration de Dealing Codes peut certainement y contribuer. Une société cotée a elle-même intérêt à établir un Dealing Code détaillé, cela lui permettra d'asseoir sa crédibilité face aux investisseurs et de diminuer fortement le risque de voir un des dirigeants réaliser des transactions pendant une période délicate. Il est clair, toutefois, qu'il ne suffit pas qu'une société établisse un Dealing Code, encore faut-il qu'elle veille à ce que ses dispositions soient bien respectées.

ANNEXE : Liste des études publiées

1. Les communiqués semestriels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1997).
2. Le tableau de flux de trésorerie ou de financement : un examen comparatif de l'information donnée par les entreprises cotées à terme (février 1998).
3. La publication de données spécialement destinées aux investisseurs par les sociétés cotées au marché à terme (mars 1998).
4. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1997 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (mai 1998).
5. Étude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de « corporate governance » (octobre 1998).
6. Les communiqués semestriels 1998 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1998).
7. Quelle transparence pour le portefeuille-titres (janvier 1999).
8. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1998 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (mai 1999).
9. Règles d'évaluation (juillet 1999).
10. Étude comparative sur les informations publiées par les sociétés cotées belges en matière de « corporate governance » dans les rapports annuels 1998 (novembre 1999).
11. La publication de données spécialement destinées aux investisseurs par les sociétés cotées belges au premier marché (décembre 1999).
12. Les communiqués semestriels 1999 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 1999).
13. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 1999 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juillet 2000).
14. Les communiqués semestriels 2000 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (novembre 2000).
15. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2000 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juillet 2001).
16. Les communiqués semestriels 2001 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (novembre 2001).
17. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2001 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (juin 2002).
18. Les communiqués semestriels publiés en 2002 par les sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (décembre 2002).
19. Information trimestrielle Q 3/2002, publiée par les sociétés cotées au premier marché (février 2003).
20. Information sur Internet – Commercialisation de parts sur Internet (juillet 2003).

21. Méthodologie utilisée pour le calcul du risque des OPC (juillet 2003).
22. Les communiqués relatifs aux résultats annuels 2002 des sociétés cotées au premier marché et au Nouveau Marché (septembre 2003).
23. Les communiqués semestriels publiés en 2003 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (décembre 2003).
24. Les communiqués trimestriels publiés en 2003 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (février 2004).
25. Les communiqués annuels 2003 des sociétés cotées sur Euronext Brussels (juin 2004).
26. Résultats de l'enquête IAS/IFRS menée par la CBFA auprès des sociétés cotées belges (juin 2004).
27. Informations fournies en matière de *corporate governance* par les sociétés cotées belges au premier marché d'Euronext Brussels - *capita selecta* (décembre 2004).
28. Les communiqués semestriels publiés en 2004 par les sociétés cotées sur Euronext Brussels (décembre 2004).
29. Convocations aux assemblées générales de sociétés cotées belges : modalités de publication (novembre 2005).
30. Les communiqués semestriels publiés en 2005 par les sociétés cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (janvier 2006).
31. Informations publiées en 2005 sur le passage aux normes IFRS et impact de ces normes sur les capitaux propres et le résultat dans les sociétés belges dont les actions sont cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (mars 2006).
32. Les communiqués annuels 2005 des sociétés cotées sur l'Eurolist by Euronext Brussels (août 2006).
33. Étude comparative sur les informations en matière de gouvernance d'entreprise publiées par les entreprises cotées dans la « Charte de gouvernance d'entreprise » (décembre 2006).
34. Étude sur la présentation du compte de résultat IFRS et le respect de la recommandation du CESR en matière d'indicateurs de performance alternatifs (décembre 2006).
35. Déclaration intermédiaire ou rapport financier trimestriel : une nouvelle obligation pour les sociétés cotées (juin 2008).
36. Étude sur les premiers rapports financiers semestriels établis conformément à l'IAS 34 (décembre 2008).
37. Étude sur les rapports financiers semestriels établis conformément à l'IAS 34 (juin 2010).
38. Respect par les sociétés cotées belges des nouvelles obligations de publication imposées par le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009 (décembre 2010).

Toutes les études peuvent être téléchargées sur le site de la CBFA (www.cbfa.be) ou être commandées par e-mail (doc@cbfa.be) pour la somme de 4 € par étude.