

COMMISSIE VOOR HET BANK-, FINANCIE- EN ASSURANTIEWEZEN

Studies en documenten: nr. 39
Februari 2011

Vergelijkende studie omtrent Dealing Codes van genoteerde vennootschappen

BELANGRIJKSTE VASTSTELLINGEN

- Bijna 90 % van de Belgische genoteerde vennootschappen beschikt over een Dealing Code. De BEL 20-vennootschappen hebben er allemaal een.
- 87 % van de vennootschappen met een Dealing Code zet deze op hun website.
- 93 % van de Dealing Codes vermeldt de aanstelling van een Compliance Officer.
- Ongeveer 88 % van de genoteerde vennootschappen heeft gesloten periodes voor jaar- en tussentijdse resultaten opgenomen in hun Dealing Code. Zo'n 47 % van de Dealing Codes voorziet het inlassen van sperperiodes als er gevoelige informatie over de vennootschap bestaat.
- 84 % van de Dealing Codes verplicht de leidinggevenden om transacties in financiële instrumenten van de vennootschap te melden (zij het voorafgaand aan de transactie en/of erna). Slechts 44 % legt clearance op aan de leidinggevenden.
- 53 % van de Dealing Codes bevat geen informatie over (een verbod op) korte termijnhandel. 84 % van de Dealing Codes bevat geen informatie over (een verbod op) short selling en optiehandel.

INHOUDSOPGAVE

1. Inleiding.....	4
2. Zelfregulering en juridisch kader.....	5
3. Methode	7
4. Analyse.....	8
4.1. Aanwezigheid van een Dealing Code	8
4.2. Dealing Code als onderdeel van het Corporate Governance Charter of als apart document	9
4.3. Dealing Code op de website?.....	9
4.4. Aan wie is de Dealing Code gericht?.....	10
4.5. Compliance officer.....	12
4.6. Gesloten periodes (en sperperiodes).....	13
4.7. Melding van intentie tot handelen en melding van eigenlijke transacties	15
4.8. Clearance.....	16
4.9. Korte termijnhandel	17
4.10. Optiehandel en short selling	18
5. Vergelijking met buitenland.....	20
5.1. Nederland.....	20
5.2. Verenigd Koninkrijk	21
5.3. Frankrijk	22
6. Conclusie.....	23
BIJLAGE: Lijst van reeds gepubliceerde studies	25

LIJST VAN TABELLEN

Tabel 1 - Vennootschappen die opgenomen werden in de studie: onderverdeling per segment	7
Tabel 2 - Vennootschappen met een Dealing Code	8
Tabel 3 - Vennootschappen met Dealing Code als onderdeel van het Corporate Governance Charter.....	9
Tabel 4 - Vennootschappen die hun Dealing Code op de website zetten	10
Tabel 5 - Percentage van de Dealing Codes dat gericht is aan een bepaalde categorie ...	11
Tabel 6 - Vennootschappen die een compliance officer hebben.....	12
Tabel 7 - Vennootschappen die een gesloten periode hanteren voor jaarresultaten.....	13
Tabel 8 - Vennootschappen die een gesloten periode hanteren voor halfjaar- en kwartaalresultaten	14
Tabel 9 - Vennootschappen waar de mogelijkheid bestaat een sperperiode in te lassen ..	15
Tabel 10 - Vennootschappen die het melden van transacties voorschrijven in hun Dealing Code	15
Tabel 11 - Vennootschappen die clearance opleggen in hun Dealing Code	17
Tabel 12 - Vennootschappen die een verbod hebben op korte termijnhandel of speculatie.	18
Tabel 13 - Vennootschappen die verbod hebben op opties of short selling	19

1. INLEIDING

De Belgische wetgeving bevat naast verbodsbepalingen omtrent misbruik van voorkennis, ook maatregelen ter preventie van marktmisbruik¹. Deze preventieve maatregelen zijn opgenomen in artikel 25bis van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten² en in twee koninklijke besluiten van 5 maart 2006³. Met het oog op een effectieve en doeltreffende toepassing van de voornoemde reglementaire bepalingen schrijft de Belgische Corporate Governance Code 2009 de genoteerde vennootschappen voor een zogenaamd Verhandelingsreglement of Dealing Code op te stellen, waarin regels worden opgenomen met betrekking tot de uitvoering en de openbaarmaking van transacties voor eigen rekening in aandelen van de vennootschap⁴ door bestuurders en andere personen met leidinggevende verantwoordelijkheid.

In deze vergelijkende studie gaat de CBFA na in hoeverre de genoteerde vennootschappen de bepalingen in de Code 2009 omtrent marktmisbruik opvolgen. Beschikken de verschillende genoteerde vennootschappen over een verhandelingsreglement met de vooropgestelde bepalingen? Zo ja, hoe uitgebreid is dit reglement en zo nee, delen de vennootschappen dan mee - bijvoorbeeld in hun Corporate Governance Charter of in hun Verklaring inzake Corporate Governance - waarom ze er geen hebben opgesteld?

Doel van deze vergelijkende studie is dus om na te gaan in hoeverre de genoteerde vennootschappen een Dealing Code hebben opgesteld. Tevens wordt ook de inhoud van deze Codes onderzocht, met name de bepalingen die opgenomen werden en indien ze niet werden opgenomen of er werd toegelicht waarom niet. Vervolgens wordt ook de situatie in andere landen toegelicht.

In hoofdstuk 2 wordt de Belgische omkadering geschetst. Vervolgens wordt in het derde hoofdstuk toegelicht op welke manier de gegevens voor de studie verzameld werden en hoe de analyse uitgevoerd werd. In hoofdstuk 4 worden de eigenlijke resultaten van het onderzoek uiteengezet. In hoofdstuk 5 wordt de situatie in België vergeleken met die in enkele buurlanden, met name Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk.

¹ De term marktmisbruik omvat zowel misbruik van voorkennis als marktmanipulatie.

² Artikel 25bis, §1, van de wet van 2 augustus 2002 bevat vier maatregelen ter preventie van marktmisbruik:

- lijsten van personen die werkzaam zijn bij een emittent en toegang hebben tot voorkennis;
- melding aan de CBFA van transacties van personen met leidinggevende verantwoordelijkheid in aandelen van de emittent waaraan zij verbonden zijn;
- verplichtingen voor financiële analisten;
- melding van verdachte transacties.

³ Koninklijk besluit betreffende marktmisbruik, *B.S.*, 10 maart 2006 en koninklijk besluit betreffende de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten, *B.S.*, 10 maart 2006. Deze besluiten zijn beschikbaar op de CBFA website.

⁴ Of in derivaten of andere daaraan verbonden financiële instrumenten.

2. ZELFREGULERING EN JURIDISCH KADER

Op 12 maart 2009 werd in België de nieuwe **Corporate Governance Code** gepubliceerd (hierna ook de Code 2009 genoemd). Deze Code stelt een reeks principes, bepalingen en richtlijnen voorop volgens de 'comply or explain'-benadering.

Met het oog op het voorkomen van marktmisbruik door insiders⁵ bevat de Code 2009 ook een onderdeel over de verhandeling van financiële instrumenten van de vennootschap door bestuurders en andere personen met leidinggevende verantwoordelijkheid (samen worden ze hierna leidinggevend genoemd). Bepaling 3.7 stelt dat de raad van bestuur "alle nodige en nuttige maatregelen voor een effectieve en doeltreffende toepassing van de Belgische regels betreffende marktmisbruik" moet nemen en daarbij minstens de bepalingen en richtlijnen van **Bijlage B** moet opvolgen.

Bijlage B schrijft voor om "regels op te stellen met betrekking tot het uitvoeren van dergelijke transacties en de openbaarmaking ervan." Als van deze bepaling afgeweken wordt (m.n. als er geen Dealing Code opgesteld werd), moet dit overeenkomstig het 'comply or explain'-principe toegelicht worden.

Verder werden in Bijlage B vier richtlijnen opgenomen. Vermits het om richtlijnen gaat, dient niet-naleving niet toegelicht te worden⁶. Uiteraard doen genoteerde bedrijven er goed aan bij de uitwerking van hun Dealing Code rekening te houden met de inhoud van deze richtlijnen. Volgens de eerste richtlijn moet een Dealing Code gesloten en sperperiodes voorzien waarin transacties in eigen aandelen niet toegelaten zijn. De tweede richtlijn beschrijft de aanstelling van een compliance officer die moet toezien op de naleving van de Dealing Code. Telkens een bestuurder of andere leidinggevende een transactie wenst te doen zal hij volgens de derde richtlijn de compliance officer vooraf op de hoogte stellen. Indien een transactie effectief plaatsvindt, bepaalt de laatste richtlijn dat zij moet worden openbaar gemaakt.⁷

De Code 2009 gaat uit van zelfregulering door de vennootschappen. Daarnaast bestaat er ook wetgeving op het vlak van corporate governance. De **wet van 6 april 2010** ter versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen⁸ legt nieuwe verplichtingen op aan genoteerde vennootschappen. Zo worden zij verplicht om in hun jaarverslag, in een verklaring inzake deugdelijk bestuur, de code inzake deugdelijk bestuur aan te duiden die zij toepassen en te vermelden waar deze raadpleegbaar is. Ook moeten vennootschappen die voor bepaalde delen afwijken van deze code toelichten waarom ze dit doen, wat dus overeenkomt met het eerder vermelde 'comply or explain'-principe. Voorts werd voorzien dat de Koning een bepaalde code voor deugdelijk bestuur kon verplichten. In uitvoering van deze bepaling werd de Belgische Corporate Governance Code 2009 als referentiecode opgelegd door het koninklijk besluit van 6 juni 2010 houdende aanduiding van de na te leven code inzake deugdelijk bestuur door genoteerde vennootschappen.

⁵ Met een insider wordt bedoeld: elke persoon die bij de emittent werkzaam is en op regelmatige of incidentele basis toegang heeft tot voorkennis die direct of indirect op de emittent betrekking heeft (artikel 25bis van de wet van 2 augustus 2002).

⁶ Zie Preambule bij de Code 2009.

⁷ Openbaarmaking is wettelijk verplicht, op grond van artikel 25bis van de wet van 2 augustus 2002 juncto artikel 15 van het Koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik.

⁸ Wet van 6 april 2010 ter versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, *B.S.*, 23 april 2010.

Als gevolg daarvan zijn genoteerde vennootschappen verplicht om, vanaf het boekjaar 2010⁹, een Dealing Code op te stellen zoals omschreven in Bijlage B van de Code 2009, of om in hun verklaring inzake deugdelijk bestuur uit te leggen waarom zij dit niet doen.

⁹ Boekjaar 2009-2010 voor de emittenten wiens boekjaar begint op 1 juli of 1 oktober en boekjaar 2010-2011 voor de emittenten van wie het boekjaar begint op 1 april. Artikel 12, eerste lid, van de wet van 6 april 2010 bepaalt immers dat de desbetreffende bepaling van toepassing is op het lopende boekjaar, d.w.z. op het boekjaar dat lopende was op 23 april 2010.

3. METHODE

In de studie werden alle Belgische emittenten van aandelen opgenomen die op 6 september 2010 genoteerd waren op **Euronext Brussels**. Een aantal vennootschappen werden echter niet opgenomen. Zo bevond een vennootschap zich in staat van vereffening. Een andere onderneming werd buiten beschouwing gelaten omdat zij een volledig verbod aan haar bedrijfsleiders oplegt om te handelen in financiële instrumenten van de onderneming, wat een vergelijking met de andere vennootschappen in de studie moeilijk maakte. Ook de Nationale Bank van België (NBB), die een speciaal statuut heeft, werd weggelaten, omdat vergelijking eveneens moeilijk is. Ze legt wel gedragsregels op inzake transacties in financiële instrumenten van de NBB, maar deze zijn verschillend voor leden van het directiecomité (die niet mogen handelen) en regenten en censoren (die rekening moeten houden met sperperiodes). In het totaal bestond de populatie van de studie uit 124 vennootschappen.

Voor elk van de onderzochte bedrijven werd nagegaan of er een Dealing Code (hierna ook Code) bestond, dan wel als onderdeel van hun Corporate Governance Charter, dan wel als een apart document. Verder werd ook onderzocht in hoeverre bedrijven hun Dealing Code toegankelijk maken voor het publiek, door ze op hun website te plaatsen. De bedrijven waarvan er geen Code op de website terug te vinden was, werden gevraagd om ze op te sturen of anders te bevestigen dat ze geen Dealing Code hebben.

In een volgende fase werd de inhoud van de verschillende Dealing Codes nagegaan. Er werd meer bepaald gekeken of ze bepaalde regels bevatten of niet, gaande van de aanstelling van een compliance officer of iemand die een gelijkaardige functie vervult, het bestaan van gesloten periodes, enz. De mate waarin aan deze regels voldaan wordt, is telkens weergegeven als percentage van het aantal vennootschappen met een Code; de bedrijven zonder Code werden dus buiten beschouwing gelaten.

Het dient opgemerkt te worden dat de inhoud van de Dealing Codes sterk verschilt tussen bedrijven, zowel qua striktheid van de bepalingen als qua nauwkeurigheid van de tekst of de gedetailleerdheid (namelijk uitgebreid of beperkt).

Tot slot moet nog vermeld worden dat in de analyse een onderverdeling werd gemaakt tussen de vennootschappen die deel uitmaken van de BEL 20, diegene die op de continuummarkt noteren en op de fixingmarkt, wat soms substantiële verschillen gaf tussen de segmenten.

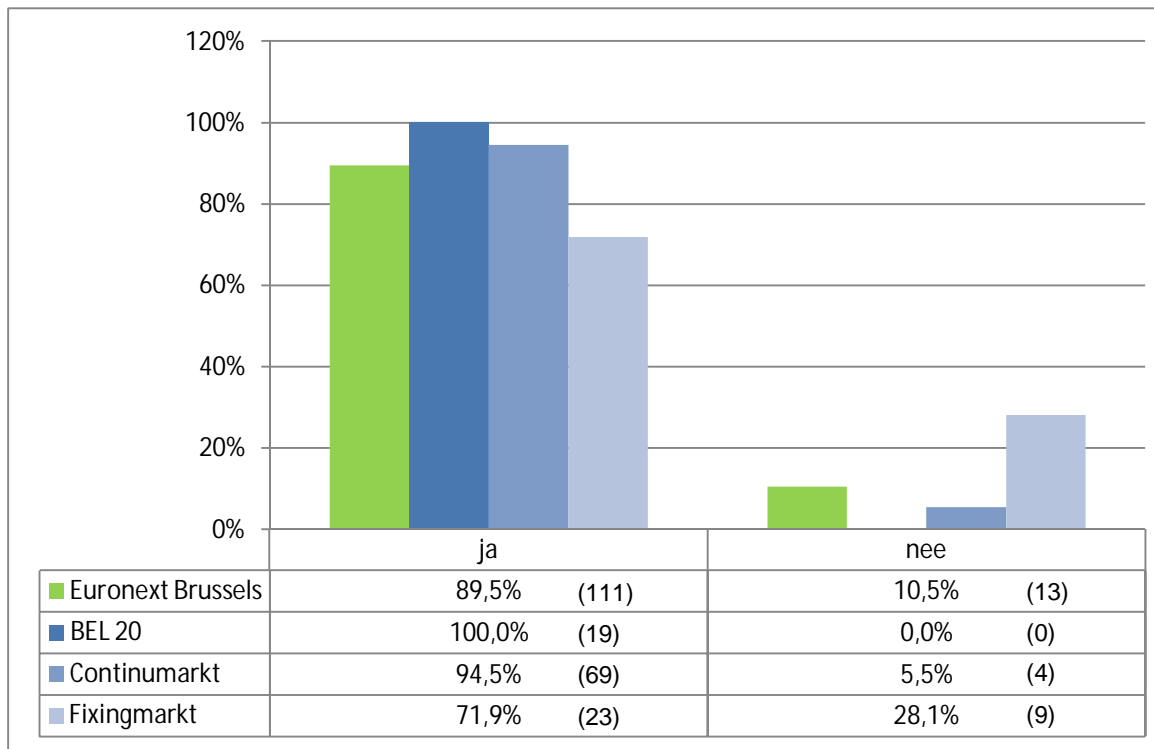
Euronext Brussels	BEL 20	Continuummarkt	Fixingmarkt
124 vennootschappen	19 vennootschappen	73 vennootschappen	32 vennootschappen

Tabel 1 - Vennootschappen die opgenomen werden in de studie: onderverdeling per segment

4. ANALYSE

4.1. Aanwezigheid van een Dealing Code

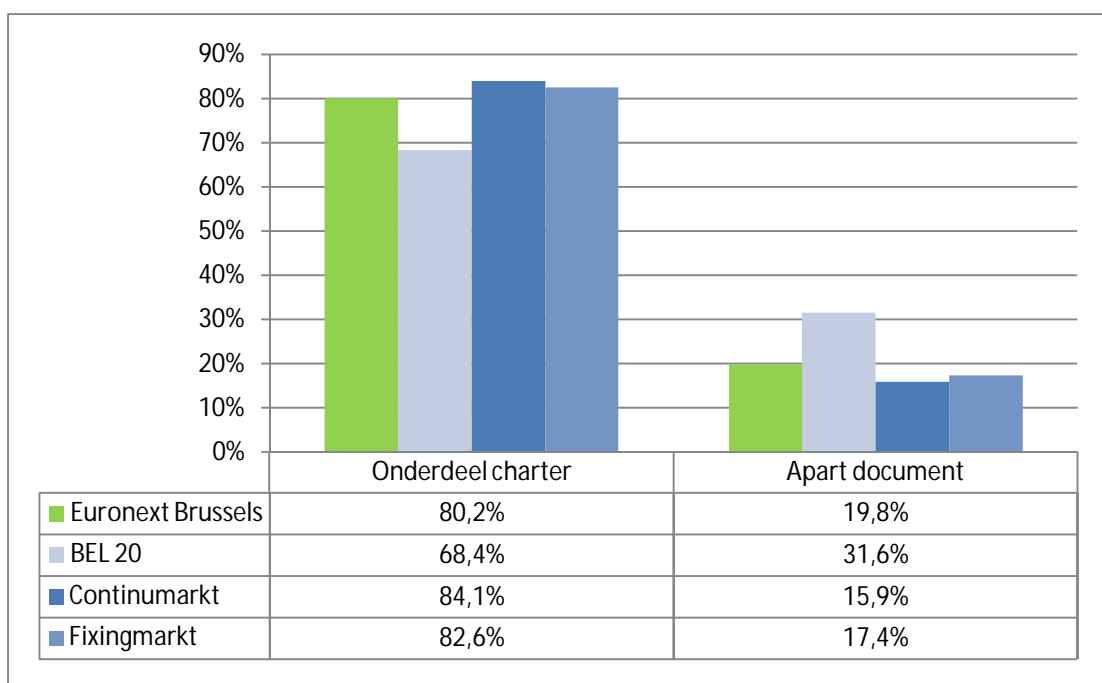
In deze studie werd ervan uitgegaan dat een vennootschap over een Dealing Code beschikt als ze een reglement heeft dat beschrijft welke procedure gevolgd dient te worden bij transacties in aandelen van de eigen vennootschap door bestuurders en andere leidinggevenden. 89,5 % van de genoteerde vennootschappen (111 van de 124 bedrijven) heeft een Dealing Code. Als we de bedrijven onderverdelen naar marktsegment, dan zien we dat alle vennootschappen op de BEL 20 een Code hebben opgesteld. Wat betreft de continuummarkt bedraagt het percentage 94,5 %, wat er op neerkomt dat 4 van de 73 vennootschappen geen Dealing Code opgesteld hebben. Voor de fixingmarkt bekwamen we een lager percentage, namelijk 71,9 %, of 23 van de 32 bedrijven die over een Dealing Code beschikken. De vennootschappen met een kleinere beurskapitalisatie hebben dus minder vaak een verhandelingsreglement opgesteld.



Tabel 2 - Vennootschappen met een Dealing Code

4.2. Dealing Code als onderdeel van het Corporate Governance Charter of als apart document

De Corporate Governance Code 2009 schrijft niet voor hoe de Dealing Code gepresenteerd dient te worden. Door sommige vennootschappen wordt ze opgenomen als een onderdeel of bijlage van het Corporate Governance Charter, bij andere bedrijven vormt ze een apart document dat dan doorgaans ook uitgebreider is. Van de 111 bedrijven die een Dealing Code hebben, is deze bij 80,2 % een onderdeel van hun Charter. Bij de BEL 20 vennootschappen bedraagt dit slechts 68,4 % (13 van de 19 vennootschappen); zij stellen veeleer een apart document op. Bij de bedrijven op de continumarkt en zeker op de fixingmarkt zijn er beduidend meer bedrijven die kiezen voor een Dealing Code als onderdeel van hun Charter; slechts 15,9 % (11 vennootschappen), respectievelijk 17,4 % (4 vennootschappen) kiest voor een apart document.

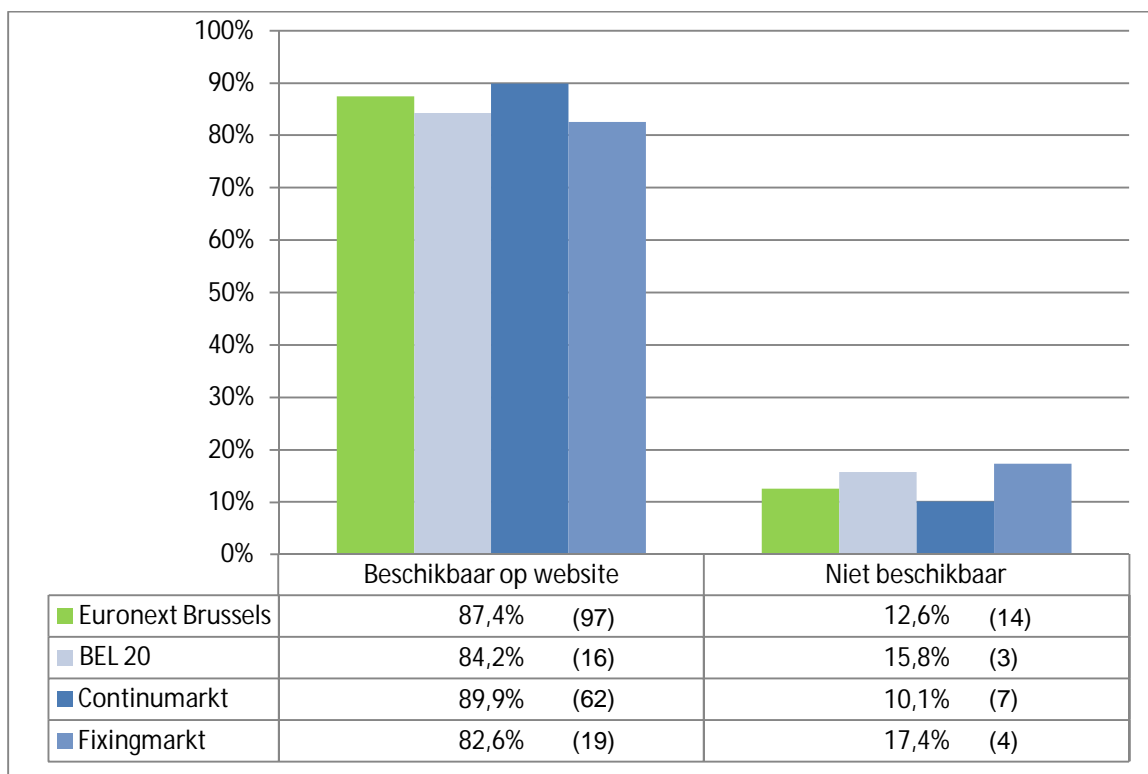


Tabel 3 - Vennootschappen met Dealing Code als onderdeel van het Corporate Governance Charter

4.3. Dealing Code op de website?

De Dealing Code van een genoteerde vennootschap is niet altijd even gemakkelijk terug te vinden. Van de vennootschappen die er een opgesteld hebben, heeft 87,4 % het reglement op haar website geplaatst. Soms is echter wel enig zoekwerk nodig om de Code terug te vinden. De andere 12,6 % zetten de Code niet op hun website en beschouwen ze eerder als een intern document. In dat geval is het voor het publiek niet duidelijk of het bedrijf over een Dealing Code beschikt of niet. Als we de bedrijven bekijken per marktsegment, dan is het percentage van de vennootschappen die hun Dealing Code op de website zetten het grootst op de continumarkt, wat relatief meer openheid suggereert dan in de andere marktsegmenten. 3 van de 19 vennootschappen die deel uitmaken van de BEL 20 stellen hun Code niet beschikbaar op de website.

Hoewel de Corporate Governance Code 2009 niet expliciet bepaalt dat een genoteerde vennootschap haar Dealing Code openbaar moet maken, beveelt de CBFA de vennootschappen aan om hun Dealing Code op hun website te zetten en er tevens voor te zorgen dat ze gemakkelijk terug te vinden is. Een onderneming die een verhandelingsreglement heeft opgesteld, heeft er baat bij dat de markt hiervan kennis kan nemen.



Tabel 4 - Vennootschappen die hun Dealing Code op de website zetten

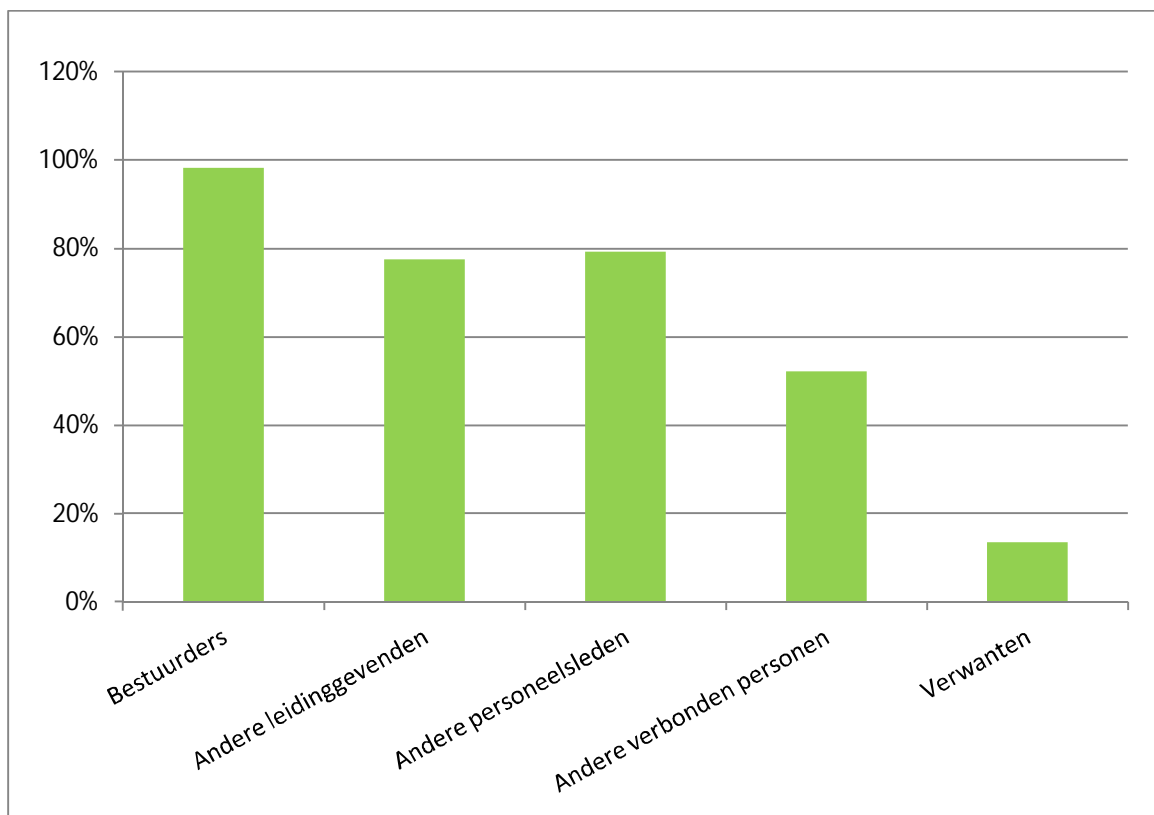
4.4. Aan wie is de Dealing Code gericht?

Bij het analyseren van een Dealing Code is het belangrijk te weten op wie ze van toepassing is. Bij de ene vennootschap is ze bedoeld voor bestuurders en andere leidinggevenden, de personen die doorgaans het meest op de hoogte zijn van voorkennis. Bij de andere vennootschap is de Code ook bestemd voor andere personeelsleden. In de eerste plaats spreekt de Corporate Governance Code over bestuurders en andere personen met leidinggevende verantwoordelijkheid. Volgens bepaling 3.7/2 van Bijlage B moet de raad van bestuur eveneens bepalen op welke andere personen de regels uit de Dealing Code van toepassing zijn.

In tabel 5 werden 5 verschillende categorieën van potentiële insiders opgenomen. Van de 111 vennootschappen met een Dealing Code zijn er 2 die niet specificeren voor wie ze juist bestemd is. 109 vennootschappen richten zich op bestuurders, wat neerkomt op 98,2 %. Verder richt bijna 80 % van de vennootschappen zich tevens tot andere personen met leidinggevende verantwoordelijkheid (86 vennootschappen), respectievelijk tot de personeelsleden die door hun functie op de hoogte zouden kunnen zijn van voorkennis (88 ondernemingen). 52,3 % van de Dealing Codes vermelden ook de andere verbonden personen (58 van de 111). Hieronder vallen bijvoorbeeld

consultants die mogelijks over bepaalde informatie kunnen beschikken. Slechts bij 15 vennootschappen (oftewel 13,5 %) is de Dealing Code tevens van toepassing op verwanten, waarmee men doorgaans de gezinsleden van een insider bedoelt. Dit impliceert dat alle verplichtingen in de desbetreffende Dealing Code dus ook van toepassing zijn op die verwanten. In veel andere Dealing Codes worden de gezinsleden wel vermeld als 'nauw verwante personen', maar zijn niet alle regels van de Dealing Code op hen van toepassing (vaak wordt voor hen gewoon de wet op marktmisbruik herhaald).

Tot slot bleek dat een aantal Dealing Codes tevens gericht zijn aan aandeelhouders. De CBFA vraagt deze vennootschappen om goed te overwegen wie zij opnemen in hun definitie van insiders en of hun aandeelhouders daar inderdaad onder vallen. Of bedoelt men, zoals één vennootschap specificieerde, grootaandeelhouders? De vennootschappen in kwestie zouden hieromtrent meer toelichting moeten geven.



Tabel 5 - Percentage van de Dealing Codes dat gericht is aan een bepaalde categorie

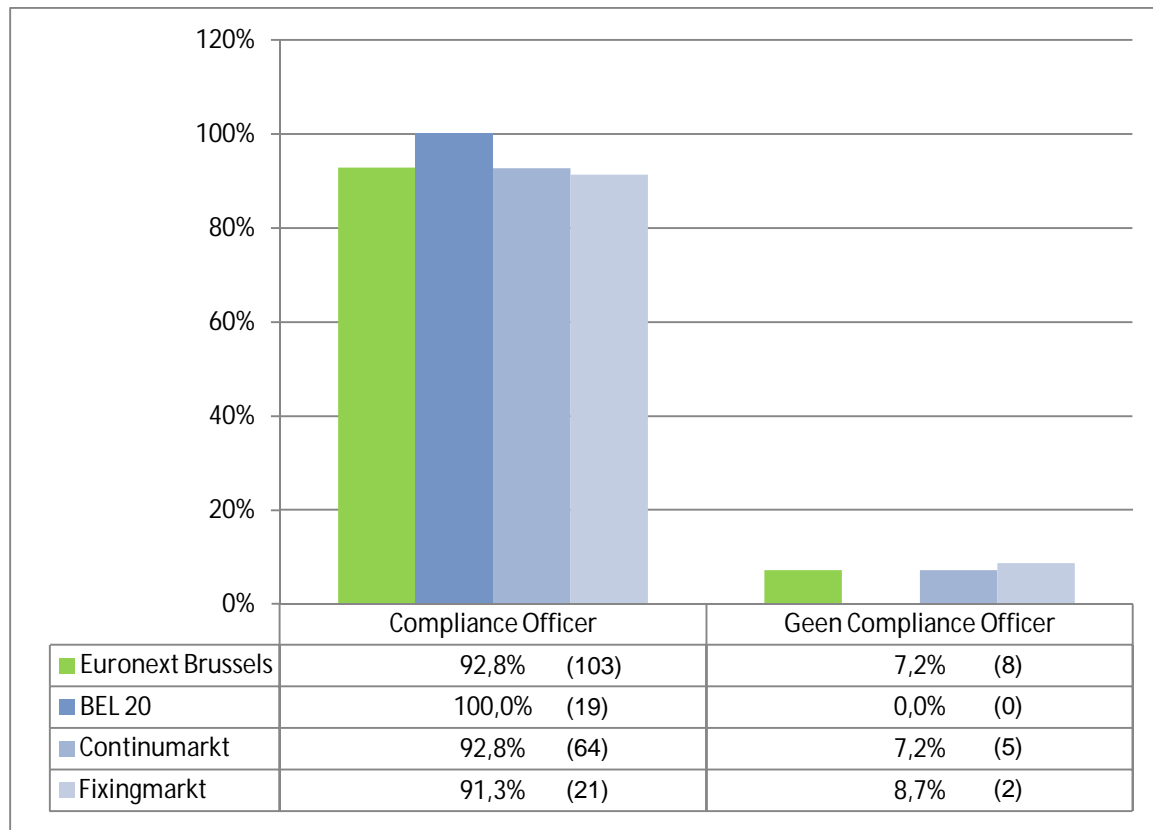
Bij de meeste ondernemingen die hun Code ook richten tot de rest van het personeel, worden wel striktere regels voorzien voor de bestuurders en andere leidinggevenden dan voor de rest van het personeel. Bijvoorbeeld wat betreft het vooraf op de hoogte brengen van de compliance officer (clearance) wordt doorgaans vooral gekeken naar bestuurders, omdat deze ook wettelijk verplicht zijn hun transacties te melden.

4.5. Compliance officer

In deze en volgende paragrafen wordt de inhoud van de Dealing Codes onder de loep genomen.

In de Corporate Governance Code wordt in één van de richtlijnen¹⁰ bij bepaling 3.7/1 aan vennootschappen voorgesteld om een compliance officer aan te stellen, die "op zijn minst toeziet op de naleving van het verhandelingsreglement". Het gaat hier om een werknemer die een lijst van insiders bijhoudt, hun transacties nagaat, de gesloten en eventuele sperperiodes mee bepaalt, en dergelijke.

Nagenoeg alle vennootschappen met een Dealing Code hebben de desbetreffende richtlijn opgevolgd. 92,8 % heeft namelijk een compliance officer aangesteld of iemand met een andere titel die dezelfde rol vervult (eventueel naast een andere functie), wat neerkomt op 103 van de 111 opgenomen bedrijven. De onderzochte BEL 20 bedrijven scoren het best, zij hebben allemaal een compliance officer aangesteld.



Tabel 6 - Vennootschappen die een compliance officer hebben

¹⁰ Zoals reeds werd aangehaald (zie supra, hoofdstuk 2) dient de niet-naleving van richtlijnen niet toegelicht te worden. Zij vallen dus niet onder het 'comply or explain'-principe.

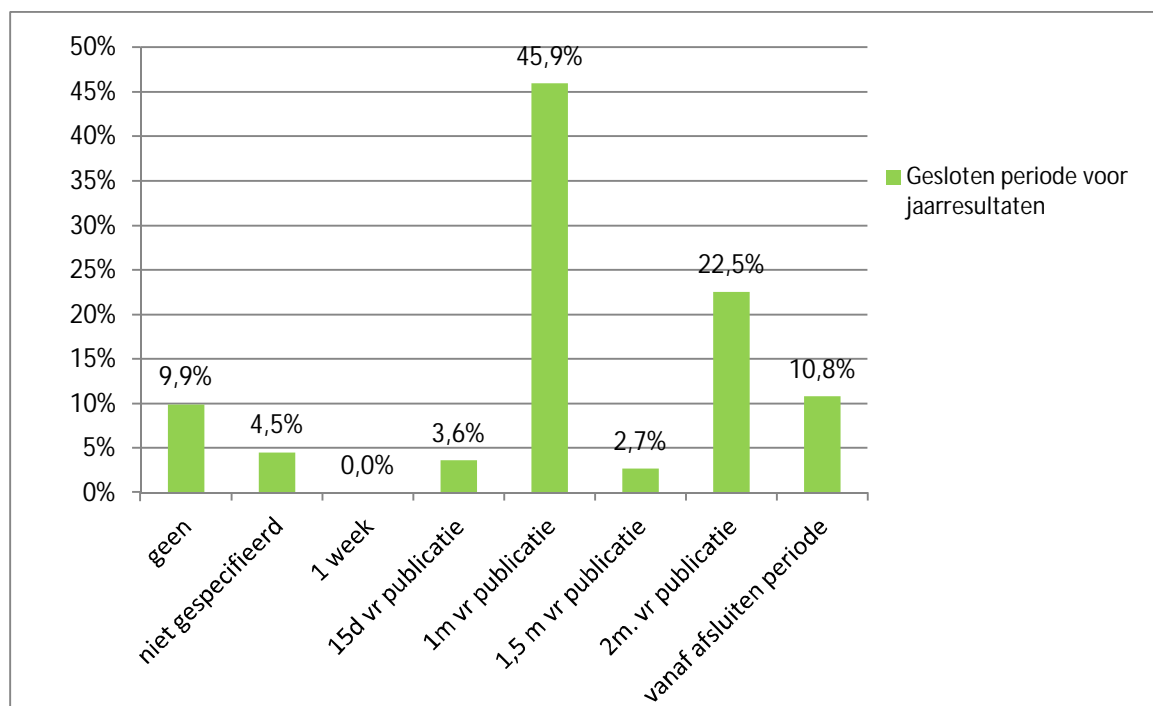
4.6. Gesloten periodes (en sperperiodes)

Bijlage B van de Corporate Governance Code 2009 bevat tevens een richtlijn omtrent gesloten periodes en sperperiodes:

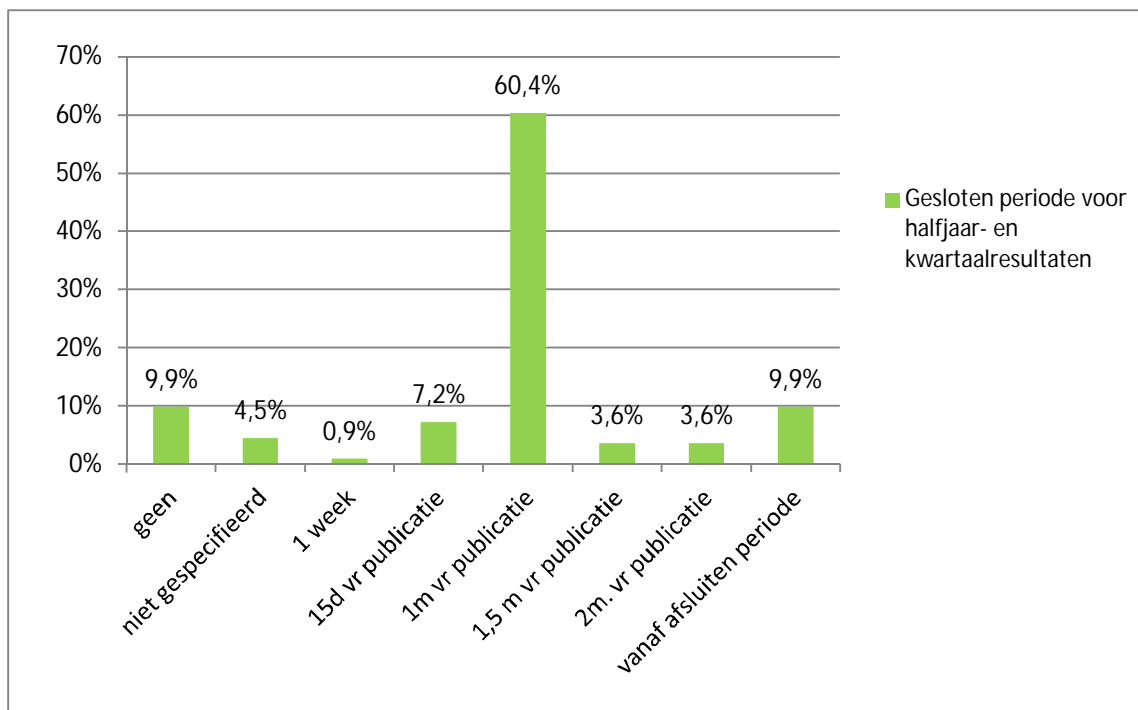
"Het verhandelingsreglement legt beperkingen op inzake het uitvoeren van transacties in financiële instrumenten van de vennootschap tijdens welbepaalde periodes vóór openbaarmaking van de financiële resultaten ('gesloten periodes') of tijdens alle andere als gevoelig beschouwde periodes ('sperperiodes')."

Wat betreft de *gesloten periodes* zijn er grote verschillen tussen de ondernemingen. Van het aantal vennootschappen met een Dealing Code heeft 9,9 % er niets in vermeld over gesloten periodes voorafgaand aan de publicatie van jaarresultaten of tussentijdse resultaten. 4,5 % verklaart gesloten periodes te hebben, maar specificeert ze niet in de Code. Voor de jaarresultaten heeft de grootste groep bedrijven, zijnde 45,9 %, gekozen voor een gesloten periode die 1 maand voor publicatie aanvangt (cf. tabel 7). Voor de tussentijdse resultaten houdt 60,4 % van de ondernemingen het ook op een gesloten periode van 1 maand. Dit verschil in percentage kan verklaard worden door het feit dat sommige bedrijven een langere periode kiezen voor de jaarresultaten (bijvoorbeeld 2 maanden) dan voor de halfjaarlijkse en kwartaalresultaten (cf. tabel 8).

Hoe lang een gesloten periode duurt is dus verschillend van vennootschap tot vennootschap. Dit verschil wordt allicht mede verklaard door de interne organisatie van de vennootschappen. Het is belangrijk dat de gehanteerde termijn afgestemd is op de informatiestromen binnen de vennootschap. Bovendien zou de gehanteerde termijn kunnen verschillen naargelang de functie in de vennootschap van de personen op wie de Dealing Code van toepassing is.



Tabel 7 - Vennootschappen die een gesloten periode hanteren voor jaarresultaten

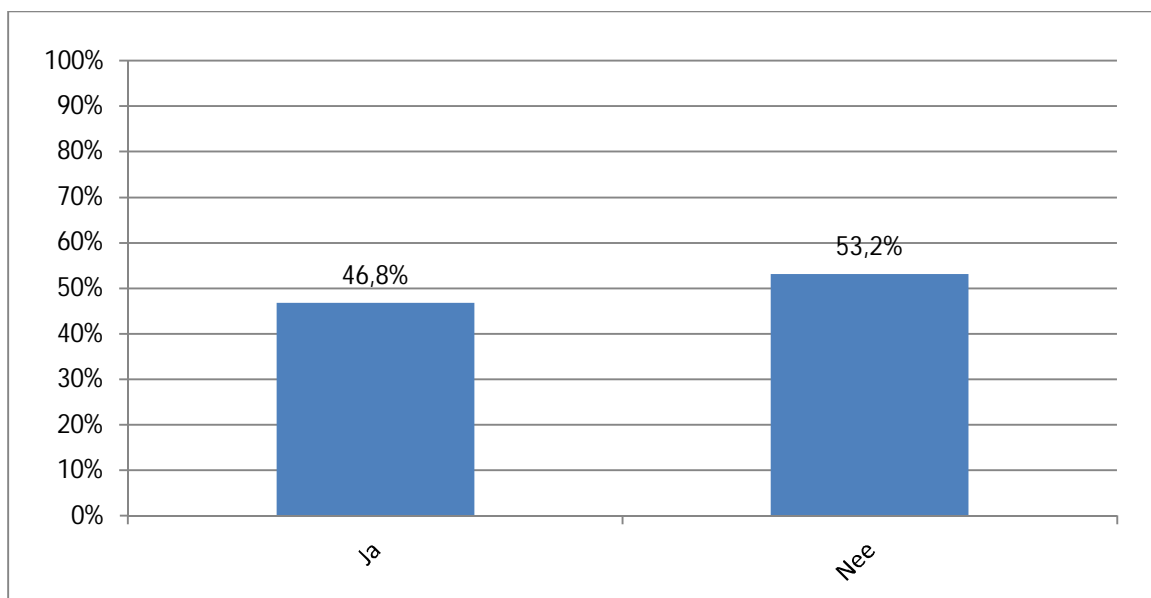


Tabel 8 - Vennootschappen die een gesloten periode hanteren voor halfjaar- en kwartaalresultaten

De meeste ondernemingen die gesloten periodes inlassen, vermelden tevens dat de vennootschap (meestal de compliance officer of de raad van bestuur) een *sperperiode* (ook wel verboden periode) kan inlassen als er gevoelige informatie is en er als dusdanig een risico bestaat op marktmisbruik. Deze sperperiode start doorgaans op de dag dat de voorkennis bekend wordt voor de compliance officer tot op het moment dat ze niet meer relevant is of gepubliceerd werd.

In tabel 9 wordt weergegeven in hoeveel percent van de Dealing Codes een bepaling omtrent sperperiodes opgenomen is. Hieruit blijkt dat bijna de helft van de vennootschappen, 46,8 %, de mogelijkheid heeft een sperperiode in te lassen, wat neerkomt op 52 van de 111 ondernemingen. 53,2 % vermeldt daarentegen niets in hun Code.

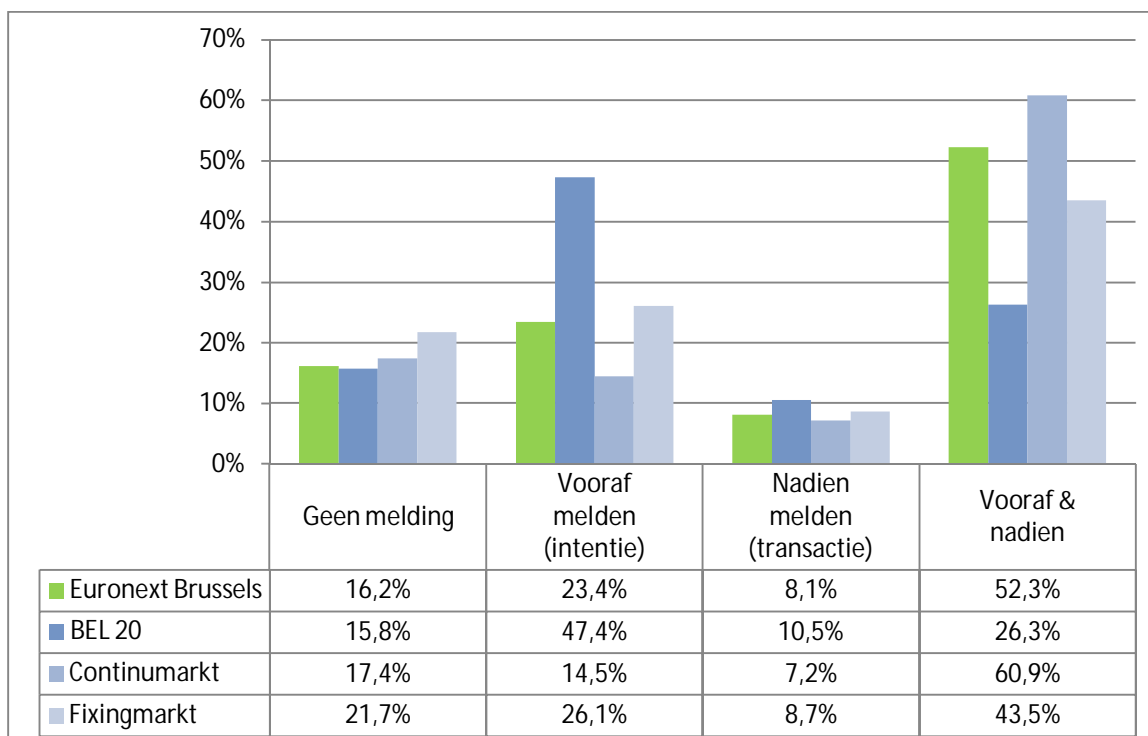
De afkondiging van een sperperiode wordt echter niet altijd meegedeeld aan de personen op wie de Dealing Code van toepassing is. Sommige vennootschappen kiezen ervoor pas mee te delen dat er een sperperiode heerst op het moment dat iemand een aanvraag tot handelen doet. Eén vennootschap kondigt ze wel intern af, maar stelt dat iemand die van het bestaan van de sperperiode geïnformeerd wordt, dit niet aan een externe derde mag meedelen.



Tabel 9 - Vennoetschappen waar de mogelijkheid bestaat een sperperiode in te lassen

4.7. Melding van intentie tot handelen en melding van eigenlijke transacties

Een andere richtlijn in de Corporate Governance Code 2009 stipuleert dat een bestuurder zijn intentie om een transactie in financiële instrumenten van de vennootschap te doen op zijn minst vooraf meedeelt aan de compliance officer.



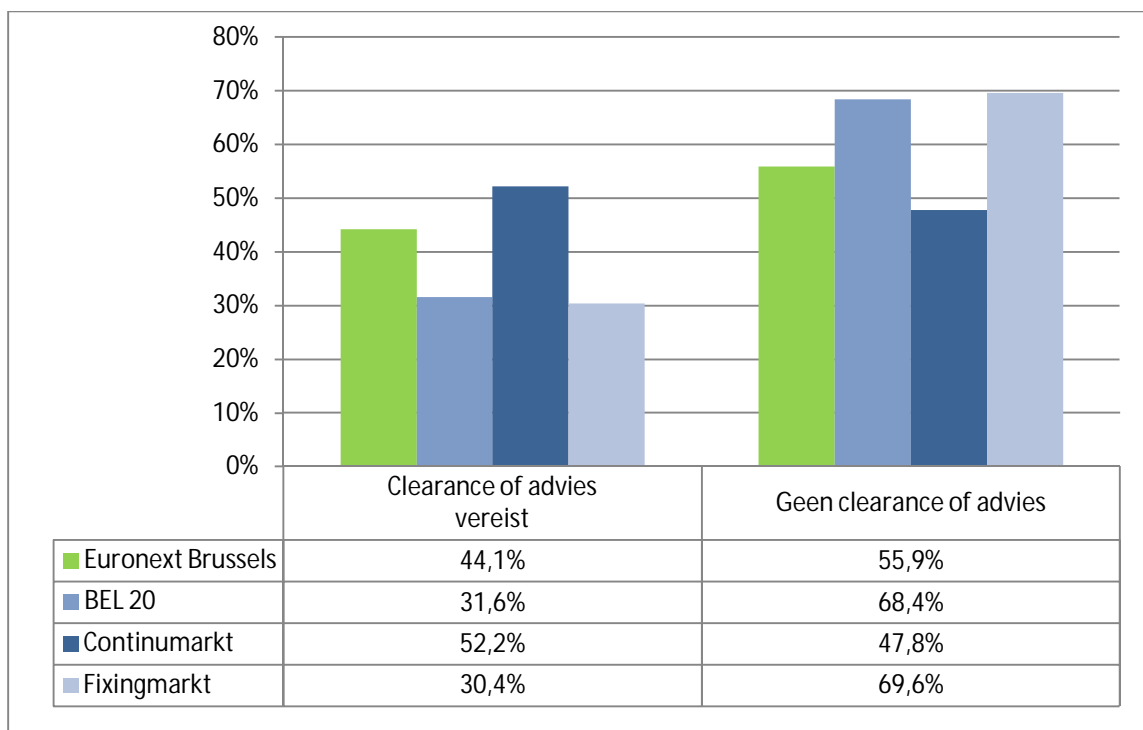
Tabel 10 - Vennoetschappen die het melden van transacties voorschrijven in hun Dealing Code

Wat betreft deze meldingsprocedure voor transacties in financiële instrumenten van de eigen onderneming, zijn er aanzienlijke verschillen. Als we kijken naar de vennootschappen met een Dealing Code, dan wordt bij 16,2 % niet gezegd dat leidinggevendenden melding moeten doen van hun transacties (uitgezonderd van de wettelijk verplichte melding bij de CBFA). Bij 8,1 % percent van de bestudeerde vennootschappen moet er enkel *achteraf* gemeld worden dat men gehandeld heeft. Bij de andere bedrijven moeten bedrijfsleiders *vooraf* en in sommige gevallen tevens na de effectieve transactie de compliance officer op te hoogte stellen. Opmerkelijk is dat er relatief weinig bedrijven uit de BEL 20 zowel een melding voorafgaand als na de transactie opleggen, ze zijn dan weer oververtegenwoordigd bij de bedrijven waar een melding vooraf noodzakelijk is. Het lijkt erop dat ze betreffende deze richtlijn minder streng zijn.

4.8. Clearance

Hoewel clearance niet in de Corporate Governance Code 2009 staat, werd in deze studie toch nagegaan of in de Dealing Codes een verplichting is opgenomen om te wachten op toestemming van de compliance officer vooraleer men handelt in financiële instrumenten van de onderneming. Op die manier wordt de functie van compliance officer actiever, hij/zij wordt dan niet enkel op de hoogte gebracht van een (potentiële) transactie, maar kan ook beslissen of ze mag doorgaan, afhankelijk van het op dat moment bestaan van gevoelige informatie. Slechts een minderheid van de bedrijven heeft het principe van clearance opgenomen in hun Dealing Code, namelijk 44,1 %. Opmerkelijk is dat er bij de vennootschappen op de continuummarkt beduidend meer bedrijven dit doen dan bij de BEL 20 bedrijven of de vennootschappen op de fixingmarkt.

Clearance heeft een aantal voordelen vergeleken met het inlassen van verboden periodes. Deze verboden periodes houden immers risico's in die bij clearance worden vermeden. Vooreerst is het afkondigen van een verboden periode een direct signaal dat er voorkennis aanwezig is, waardoor zij die er niet van op de hoogte zijn weten dat er iets op til is en hierover kunnen gaan speculeren. Daarnaast kan het voor een vennootschap soms verre van opportuun zijn om een verboden periode af te kondigen, omdat zij het bestaan van de gevoelige informatie nog geheim wenst te houden. Met het systeem van clearance zal enkel iemand die wenst te handelen in eigen aandelen en hiervoor geen toestemming krijgt van de compliance officer weten dat er iets gaande is. Tot slot heeft een clearance-systeem tot gevolg dat een bedrijfsleider die handelt zonder toestemming zelf de verantwoordelijkheid draagt.



Tabel 11 - Vennootschappen die clearance opleggen in hun Dealing Code

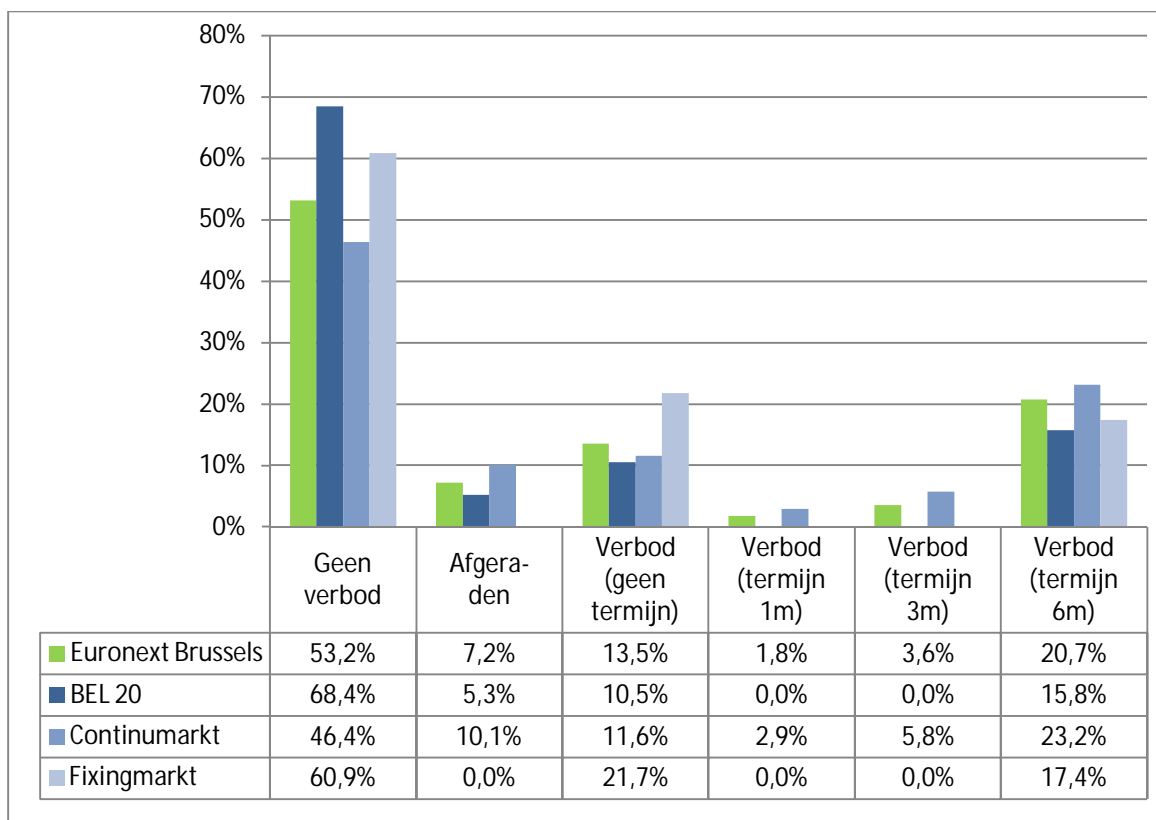
4.9. Korte termijnhandel

Korte termijnhandel (of short term trading¹¹) wordt niet vermeld in de Belgische Corporate Governance Code 2009. Toch heeft bijna de helft van de bedrijven (46,8 %) met een Dealing Code een verbod op korte termijnhandel¹² voor insiders opgenomen. In een aantal Codes wordt gespecificeerd dat dit verbod er is omdat dit soort transacties een beeld van speculatie zouden kunnen scheppen. De vennootschappen die niets vermelden omtrent short term trading in hun Code werden ingedeeld in de categorie van bedrijven die geen verbod hebben ingesteld. Een paar vennootschappen (7,2 %) raden short term transacties af ("Bestuurders worden afgeraden om transacties op korte termijn met financiële instrumenten van de vennootschap te realiseren"). De bedrijven die een verbod hanteren (39,6 %), definiëren short term trading vaak verschillend. Bij een aantal vennootschappen vallen alle transacties binnen de 6 maanden hieronder, bij andere wordt korte termijnhandel wel verboden maar wordt de termijn verder niet gedefinieerd. Opmerkelijk is in ieder geval dat op de continuummarkt en fixingmarkt een groter percentage vennootschappen een verbod op korte termijnhandel toepast dan bij de BEL 20 aandelen.

De CBFA stelt vast dat de helft van de Dealing Codes geen informatie bevat over korte termijnhandel. Ze doet dan ook de aanbeveling aan de vennootschappen om een bepaling omtrent korte termijnhandel op te nemen in hun Dealing Code.

¹¹ In deze studie spreekt men van korte termijnhandel als de aan- en verkoop van bepaalde effecten binnen een tijdspanne van maximaal 6 maanden plaatsvindt. De vennootschappen hanteren in hun Dealing Codes uiteenlopende termijnen, die variëren van 1 maand tot 6 maand.

¹² Een expliciet verbod of het afraden van korte termijnhandel.



Tabel 12 - Vennootschappen die een verbod hebben op korte termijnhandel of speculatie

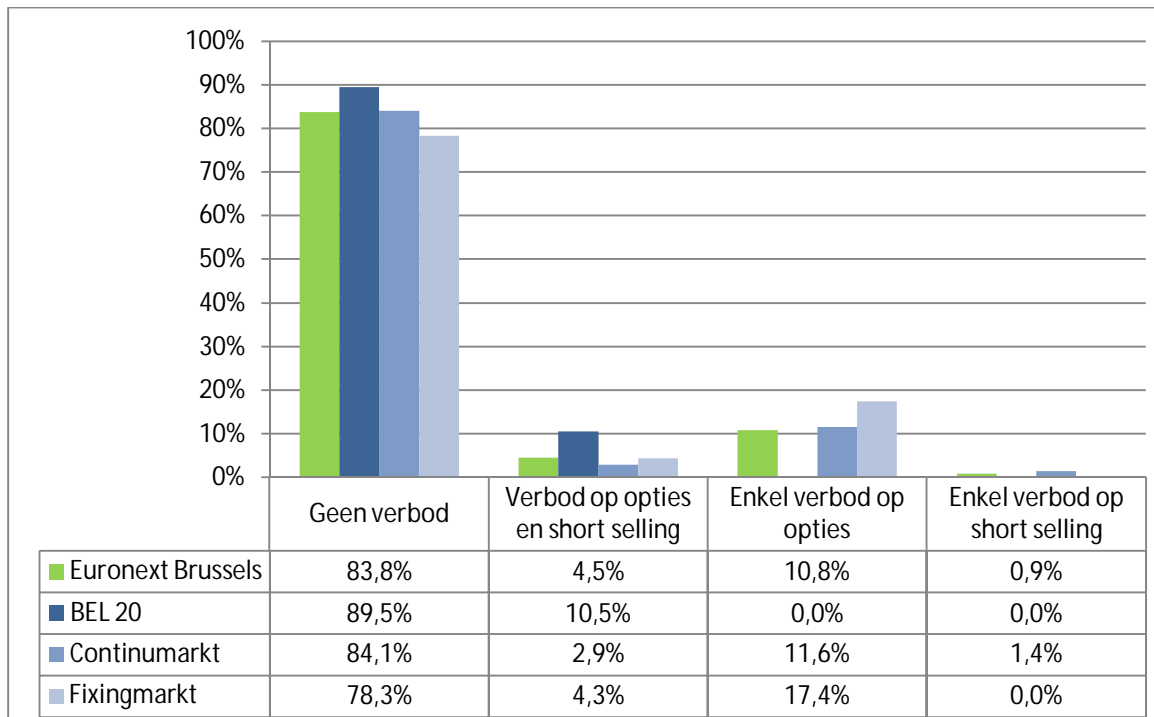
4.10. Optiehandel en short selling

16,2 % van de Belgische genoteerde bedrijven verbiedt hun leidinggevenden om te handelen in opties en/of aan short selling¹³ te doen. Bij 10,8 % gaat het enkel om een verbod op optiehandel. Een verbod op optiehandel en/of short selling is in elk geval veel minder voorkomend dan een verbod op korte termijnhandel (46,8 %). Als reden om optiehandel en/short selling te verbieden, geven een aantal vennootschappen in hun Dealing Codes aan dat zij (een schijn van) speculatie willen vermijden. Er dient opgemerkt te worden dat personeelsopties doorgaans buiten het verbod vallen.

Wat betreft optiehandel en/of short selling zijn de verschillen tussen de marktsegmenten niet zo groot. Op de fixingmarkt zijn er relatief meer bedrijven die een verbod hanteren, wat wel opmerkelijk is. Maar de verschillen zijn gering, 21,7 % tegenover respectievelijk 15,9 en 10,5 % op de continuumarkt en de BEL 20. Anderzijds zijn er relatief meer bedrijven uit de BEL 20 die een verbod hebben op zowel optiehandel als short selling dan in de twee andere marktsegmenten.

¹³ Short selling of baissetransactie: met betrekking tot een aandeel of schuld, elke transactie in dit aandeel of deze schuld dat/die de verkoper niet in eigendom heeft op het ogenblik dat hij de verkoopovereenkomst sluit, met inbegrip van een dergelijke transactie wanneer de verkoper op het ogenblik dat hij de verkoopovereenkomst sluit, het aandeel of de schuld heeft geleend of hij een overeenkomst heeft gesloten om het aandeel of de schuld te lenen met het oog op het leveren ervan bij de afwikkeling (zie Commissievoorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende baissetransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps, gepubliceerd op 15 september 2010).

De CBFA is erover verwonderd dat slechts weinig Dealing Codes bepalingen bevatten omtrent optiehandel en/of short selling. Zij beveelt de vennootschappen aan hierover wel een bepaling op te nemen.



Tabel 13 - Vennootschappen die verbod hebben op opties of short selling

5. VERGELIJKING MET BUITENLAND

In dit hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt met de situatie in enkele buurlanden. Er wordt bekeken of deze landen gelijkaardige voorschriften hebben omtrent transacties van leidinggevenden in aandelen van de eigen onderneming. Ook wordt nagegaan of de buitenlandse Corporate Governance Codes de vennootschappen aanbevelen een Dealing Code op te stellen zoals in België of dat men eerder opteert voor een wettelijke regeling.

5.1. Nederland

In Nederland is het voorkomen van marktmisbruik door insiders anders geregeld dan in België. In de Nederlandse Corporate Governance Code werden hieromtrent geen bepalingen opgenomen¹⁴. Wel verplicht de Wet op het financieel toezicht de vennootschappen die genoteerd zijn op de Nederlandse beurs om een reglement op te stellen voor transacties door insiders in op hen betrekking hebbende aandelen of financiële instrumenten (artikel 5:65 Wft)¹⁵. De vorm en de inhoud zijn vrij te bepalen door de vennootschap, behalve dan dat het reglement sowieso regels dient te bevatten omtrent gesloten periodes en de verplichtingen en bevoegdheden van insiders en werknemers moet uiteenzetten (artikel 11, Besluit Financieel Toezicht). De wettelijke verplichtingen zijn dus in Nederland uitgebreider dan in België.

Conform de eerder genoemde wet stelde de Autoriteit Financiële Markten (AFM) op 12 december 2006 een '**Beleidsregel Model verplichte reglement**' op die verduidelijkt wat de genoteerde vennootschappen in hun reglement moeten opnemen. Zo dient een **compliance officer** te worden aangesteld, net als volgens de Belgische Code 2009. Anders dan in België worden de **gesloten periodes** door de Beleidsregel strikt afgebakend. Leidinggevenden mogen niet handelen tijdens de twee maanden (respectievelijk 21 dagen) voorafgaand aan de eerste publicatie van een jaarbericht (respectievelijk halfjaar- en kwartaalbericht of aankondiging van een (interim) dividend). Ook de maand voorafgaand aan de eerste publicatie van een prospectus voor een aandelenemissie wordt als een gesloten periode beschouwd. Tot slot dient een genoteerde vennootschap te beschrijven wat medewerkers moeten doen indien zij over koersgevoelige informatie beschikken of financiële transacties willen uitvoeren¹⁶. De reikwijdte van de Beleidsregel van de AFM en het daarin omvatte model zijn echter beperkt, daar het slechts om voorschriften gaat die niet algemeen bindend zijn.

Of de Nederlandse Beleidsregel en de wettelijke voorschriften goed opgevolgd worden door de vennootschappen in Nederland is tot nu toe voor zover wij weten nog niet onderzocht.

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. Verenigd Koninkrijk

De Britse Corporate Governance Code vermeldt in tegenstelling tot de Belgische versie niets over het opstellen van een Dealing Code. Net als in Nederland koos men er in het Verenigd Koninkrijk voor om het opstellen van een model over te laten aan de toezichthouder. De Financial Securities Authority (FSA) zegt in haar Listing Rules¹⁷ dat personen die over "managerial responsibilities" beschikken zich moeten schikken naar de FSA Model Code¹⁸, die de minimale voorschriften bevat waaraan de vennootschappen moeten voldoen. Deze Model Code is niet zo vrijblijvend als de Belgische Code 2009. Bij het niet respecteren van de bepalingen van de Model Code kan de FSA disciplinaire stappen ondernemen, in de vorm van een boete of openbaarmaking.

Inhoudelijk spreekt men in de Model Code van **verboden periodes**. Deze omvatten enerzijds de periodes waarin er voorkennis betreffende de vennootschap bestaat - wat overeenkomt met de zogenaamde **sperperiodes** in de Belgische Corporate Governance Code - en anderzijds de **gesloten periodes** voorafgaand aan de publicatie van informatie. Waar de Belgische Code 2009 zich echter beperkt tot het voorschrijven van gesloten periodes, bakent de Britse Model Code deze duidelijk af, net als in Nederland. In het Verenigd Koninkrijk is het voor leidinggevendenden verboden te handelen vanaf 60 dagen (respectievelijk 30 dagen) voor de bekendmaking van jaarresultaten en het jaarverslag (respectievelijk kwartaalresultaten) en voor halfjaarresultaten vanaf het einde van de financiële periode tot en met het tijdstip van publicatie.

Verder zegt de Model Code uitdrukkelijk dat bestuurders en andere personen met leidinggevende verantwoordelijkheid hun intentie om te handelen in instrumenten van de vennootschap steeds voorafgaand moeten meedelen aan de **company secretary** of een aangewezen bestuurder. Enkel als deze een **clearance to deal** geeft (een beslissing die binnen de 5 werkdagen moet genomen worden) mag de leidinggevende handelen. De transactie moet dan binnen 2 werkdagen uitgevoerd worden. Tot slot moet de vennootschap ook een lijst bijhouden van de aanvragen tot verhandeling. De company secretary kan vergeleken worden met de compliance officer in de Code 2009. De Belgische Code 2009 schrijft echter geen clearance voor. Toch bleek dat 44,1 % van de Belgische genoteerde vennootschappen het geven van clearance of een advies opnam in hun Dealing Code.

De Britse Model Code stelt verder dat clearance geweigerd moet worden als het gaat om verhandeling uit **korte termijn overwegingen**, zoals beleggingen van minder dan 1 jaar. In België heeft 39,6 % van de vennootschappen een gelijkaardige bepaling in hun Dealing Code, alhoewel de Belgische Code 2009 dit niet vermeldt.

Globaal genomen zijn de voorschriften van de Britse Model Code vrij gedetailleerd vergeleken met dat deel van de Belgische Corporate Governance Code dat over Dealing Codes gaat. Wat België betreft blijken de vennootschappen op sommige punten verder te gaan dan de voorschriften van de Code 2009 en volgen sommige bedrijven eerder de Britse voorschriften.

¹⁷ FSA Handbook, LR 9.2.8, 06 augustus 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. Frankrijk

In Frankrijk heeft *l'Association française de la Gestion financière* een reeks aanbevelingen gedaan betreffende corporate governance, maar het voorkomen van marktmisbruik komt daar niet in voor.¹⁹ Wel stelde de *Autorité Marchés financiers (AMF)* op 3 november 2010 een gids op voor genoteerde bedrijven op Euronext en Alternext met preventieve maatregelen die de vennootschappen kunnen nemen tegen marktmisbruik. Hierin raadt de AMF vennootschappen aan om schriftelijke procedures vast te leggen omtrent transacties van bestuurders, bijvoorbeeld door een **deontologische code** op te stellen, wat kan vergeleken worden met een Dealing Code in België.

Meer specifiek stelt de AMF in haar gids de aanstelling van een zogenaamde '**déontologue**' voor die een advies geeft voorafgaand aan elke transactie in financiële instrumenten van de onderneming door iemand die op de lijst van insiders voorkomt. Dit advies kan facultatief of verplicht zijn. Ook stelt ze voor om zogenaamde '**fenêtres négatives**' of gesloten periodes vast te leggen voor bestuurders en gelijkgestelde personen, zijnde de periode van minstens 30 kalenderdagen voor de publicatie van jaar-, halfjaar- en kwartaalrekeningen en 15 dagen voor kwartaalinformatie.

De AMF bekeek het gebruik van gesloten periodes ook in de praktijk. In Frankrijk blijkt dat de gesloten periode voor vennootschappen genoteerd op de SBF 120²⁰ gemiddeld 26 dagen bedroeg voor jaarresultaten (respectievelijk 25 en 16 dagen voor de semesteriële en trimesteriële resultaten). In België is er geen index vergelijkbaar met de SBF 120, maar ongeveer 80 % van de onderzochte vennootschappen heeft een gesloten periode van 1 maand of langer voor zowel jaar- als tussentijdse resultaten (cf. § 4.6).

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

²⁰ SBF 120 is een Franse beursindex, samengesteld uit de 40 aandelen van de CAC 40 en de 80 meest liquide aandelen op de Premier Marché en de Second Marché in Parijs (naast de CAC 40).

6. CONCLUSIE

In de praktijk worden de voorschriften van de Belgische Corporate Governance Code over de verhandeling van financiële instrumenten van de vennootschap door leidinggevenden goed toegepast. Bijna 90 % van de onderzochte ondernemingen heeft immers een Dealing Code opgemaakt. Eén op tien genoteerde vennootschappen heeft echter geen interne regels ter preventie van marktmisbruik vastgelegd. **De CBFA beveelt hen aan dit alsnog te doen, daar dit in het belang is van de beleggers en de vennootschap zelf.**

De verschillen tussen de vennootschappen met een Dealing Code zijn zeer groot. Om te beginnen stelt een aantal (12,6 %) hun Code niet beschikbaar op hun website, wat consultatie door externen bemoeilijkt. **Daarom beveelt de CBFA de vennootschappen aan hun Code openbaar te maken.**

Ook qua inhoud zijn er grote verschillen. Waar de ene onderneming zich beperkt tot een Code waar men in een paar regels enkele principes uiteenzet, beschikt de andere over een heel gedetailleerde Dealing Code waarin alle situaties worden omschreven die zouden kunnen voorvallen en hoe in deze gevallen moet gehandeld worden. Terwijl de ene vennootschap een gesloten periode heeft van 2 maand, heeft een andere er helemaal geen. Ook verplichten sommige vennootschappen clearance, terwijl andere zich tevreden stellen met het melden van transacties van leidinggevenden nadat ze uitgevoerd werden.

Als we de Dealing Codes opgesteld door de vennootschappen vergelijken met de bepalingen in de Corporate Governance Code 2009, dan kunnen we stellen dat veel ondernemingen verder gaan dan de Code 2009 en soms eerder lijken aan te sluiten bij de bepalingen van de Britse Model Code van de FSA.

Zo adviseert de Britse Model Code om geen toestemming te geven voor handel uit korte termijn overwegingen. 39,6 % van onderzochte Dealing Codes bleek een verbod te bevatten op transacties uit korte termijn overwegingen en nog eens 7,2 % raadt ze af. Anderzijds betekent dit ook dat de helft van de Dealing Codes geen informatie bevatten over korte termijnhandel. **Daarom beveelt de CBFA aan om een bepaling over korte termijntransacties op te nemen in de Dealing Codes.**

Ook beschrijft de Britse Model Code in detail hoelang de periodes moeten duren voor de bekendmaking van de diverse types van financiële informatie. Daar de ideale duur van een gesloten periode afhankelijk is van de informatiestroom binnen de vennootschap, vindt de CBFA het moeilijk om vaste lengtes voorop te stellen. **Ze beveelt de genoteerde vennootschappen aan hun gesloten periodes af te stemmen op hun interne organisatie.**

Wat betreft de clearance to deal, die ook vermeld wordt in de FSA Model Code, konden we vaststellen dat bijna de helft van de Belgische vennootschappen met een Dealing Code clearance of een advies oplegt vooraleer transacties mogen plaatsvinden. **De CBFA is van mening dat een clearance systeem het voordeel heeft ten opzichte van het inlassen van sperperiodes dat de geviseerde personen geen weet hebben van het bestaan van niet-publieke voorkennis die de sperperiode rechtvaardigt.** Vennootschappen die geen clearance toepassen kunnen overwegen dit toch te doen.

De CBFA is erover verwonderd dat slechts weinig Dealing Codes informatie bevatten over optiehandel en/of short selling (16,2 % heeft een verbod). **Zij raadt de**

vennootschappen aan een bepaling op te nemen omtrent optiehandel en/of short selling.

Om te besluiten kunnen we stellen dat het voor de goede werking van de financiële markt belangrijk is dat marktmisbruik door preventieve maatregelen vermeden wordt. Het opstellen van Dealing Codes kan daar zeker toe bijdragen. Een genoteerde vennootschap heeft er zelf belang bij om een gedetailleerde Dealing Code op te stellen. Dit zal haar toelaten haar geloofwaardigheid ten opzichte van de investeerders te onderstrepen. Het zal haar tevens in staat stellen het risico sterk te verminderen dat één van de leidinggevenden een transactie doet tijdens een gevoelige periode. Een Dealing Code opstellen is een goed begin, maar daarnaast moet de vennootschap natuurlijk ook zorgen voor een goede navolging van de bepalingen.

BIJLAGE: Lijst van reeds gepubliceerde studies

1. De halfjaarlijkse communiqués 1997 van de vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt en op de nieuwe markt (december 1997).
2. Kasstroomtabel of financieringstabel: vergelijkend onderzoek van de informatieverstrekking door op de termijnmarkt genoteerde ondernemingen (februari 1998).
3. Publicatie van specifiek voor beleggers bestemde gegevens door op de termijnmarkt genoteerde vennootschappen (maart 1998).
4. Communiqués over de jaarresultaten 1997 van de vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt en op de nieuwe markt (mei 1998).
5. Vergelijkende studie over de informatie inzake “corporate governance” die door Belgische genoteerde vennootschappen wordt gepubliceerd (oktober 1998).
6. De halfjaarlijkse communiqués 1998 van de vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt en op de nieuwe markt (december 1998).
7. Transparantie met betrekking tot de effectenportefeuille (januari 1999).
8. De communiqués over de jaarresultaten van 1998 van de vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt en op de nieuwe markt (mei 1999).
9. Waarderingsregels (juli 1999).
10. Vergelijkende studie over de informatie die de Belgische genoteerde vennootschappen publiceren (jaarrekeningen 1998) inzake “corporate governance” (november 1999).
11. Publicatie van specifiek voor beleggers bestemde gegevens door op de eerste markt genoteerde Belgische vennootschappen (december 1999).
12. De halfjaarlijkse communiqués 1999 van de vennootschappen die op de eerste markt en op de nieuwe markt genoteerd zijn (december 1999).
13. De communiqués over de jaarresultaten van 1999, gepubliceerd door de vennootschappen die op de eerste markt en op de nieuwe markt genoteerd zijn (juli 2000).
14. De halfjaarlijkse communiqués in 2000 van de vennootschappen die op de eerste markt en op de nieuwe markt genoteerd zijn (november 2000).
15. De communiqués die de op de eerste en de op de nieuwe markt genoteerde vennootschappen hebben gepubliceerd over hun jaarresultaten 2000 (juli 2001).
16. De halfjaarlijkse communiqués in 2001 van de vennootschappen die op de eerste markt en op de nieuwe markt genoteerd zijn (november 2001).
17. De communiqués over de jaarresultaten 2001 van de vennootschappen die op de eerste en op de nieuwe markt genoteerd zijn (juni 2002).
18. De halfjaarlijkse communiqués die in 2002 zijn gepubliceerd door de vennootschappen die op de eerste markt en op de nieuwe markt zijn genoteerd (december 2002).
19. Kwartaalinformatie Q 3/2002 gepubliceerd door de vennootschappen die op de eerste markt zijn genoteerd (februari 2003).

20. Informatie op het internet – Verhandeling van rechten van deelneming via internet (juli 2003).
21. Methodologie gebruikt voor de risicoberekening van ICB's (juli 2003).
22. De communiqués over jaarresultaten 2002 van de vennootschappen die op de eerste en op de nieuwe markt zijn genoteerd (september 2003).
23. De in 2003 gepubliceerde halfjaarlijkse communiqués van de vennootschappen die op Euronext Brussels genoteerd zijn (december 2003).
24. De in 2003 gepubliceerde kwartaalcommuniqués van de vennootschappen die op Euronext Brussels zijn genoteerd (februari 2004).
25. De jaarlijkse communiqués 2003 van de vennootschappen die op Euronext Brussels genoteerd zijn (juni 2004).
26. De resultaten van de IAS/IFRS-enquête uitgevoerd door de CBFA bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen (juni 2004).
27. De informatie over corporate governance verstrekt door de Belgische op de eerste markt van Euronext Brussels genoteerde vennootschappen – capita selecta (december 2004).
28. De in 2004 gepubliceerde halfjaarlijkse communiqués van de vennootschappen die op Euronext Brussels genoteerd zijn (december 2004).
29. Oproepingen tot algemene vergaderingen van Belgische genoteerde vennootschappen: modaliteiten van publicatie (november 2005).
30. De in 2005 gepubliceerde halfjaarlijkse communiqués van de vennootschappen die op Eurolist by Euronext Brussels genoteerd zijn, (januari 2006).
31. Informatieverstrekking in 2005 over en impact op het eigen vermogen en resultaat van de IFRS-transitie bij de Belgische vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn op Eurolist by Euronext Brussels (maart 2006).
32. De jaarlijkse communiqués 2005 van de vennootschappen die op Eurolist by Euronext Brussels genoteerd zijn (augustus 2006).
33. Vergelijkende studie van de informatie inzake “corporate governance” die door de genoteerde vennootschappen wordt gepubliceerd in het “corporate governance charter” (december 2006).
34. Studie over de voorstelling van de IFRS-winst- en verliesrekening en de naleving van de CESR-aanbeveling inzake alternatieve prestatie maatstaven (december 2006).
35. Tussentijdse verklaring of driemaandelijks financieel verslag: een nieuwe verplichting voor genoteerde vennootschappen (juni 2008).
36. Studie over de eerste halfjaarlijkse financiële verslagen opgesteld met toepassing van IAS 34 (december 2008).
37. Studie over de halfjaarlijkse financiële verslagen opgesteld met toepassing van IAS 34 (juni 2010).
38. Naleving door de Belgische genoteerde vennootschappen van nieuwe openbaarmakingsverplichtingen opgelegd door de Belgische Corporate Governance Code 2009 (december 2010).

Alle studies kunnen op de CBFA-site (www.cbfa.be) gedownload worden of tegen 4 € per studie besteld worden via e-mail (doc@cbfa.be).