

N° 7129

**LA SOCIÉTÉ ANONYME :
ARMATURE JURIDIQUE DE L'ENTREPRISE
OU « PRODUIT FINANCIER » ?(*)**

§ 1 *Objet de la présente communication*

Les développements récents du droit des sociétés et du droit financier révèlent que ce dernier conquiert une place de plus en plus importante dans le droit positif(1), mais aussi, dans nombre de situations, une réelle tension entre les objectifs et impératifs des deux disciplines, qu'il s'avère souvent bien difficile de concilier de manière équilibrée et satisfaisante(2).

Ce phénomène concerne naturellement au premier chef les sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, mais il n'est nullement limité à ces dernières et il atteint, par ricochet en quelque sorte, toutes les sociétés anonymes.

D'une part, plusieurs dispositions relevant du droit financier, en raison de leur objectif ou de la limitation de leur champ d'application aux sociétés cotées ou faisant publiquement appel à l'épargne, font maintenant partie des lois coordonnées sur les sociétés commerciales, concrétisant l'avènement d'un droit des sociétés « à deux vitesses », selon une expression qui fait florès(3).

(*) Le présent texte constitue la synthèse de trois communications présentées : à Bruxelles le 21 novembre 1991, sous les auspices de « Financiewezen nu en morgen », ainsi qu'aux Facultés Saint-Louis de Bruxelles et à la Fucam, respectivement les 15 et 22 octobre 1992, dans le cadre des recyclages en droit organisés par la Faculté de droit de l'Université Catholique de Louvain.

(1) Voy. E. WYMEERSCH, The effects of the regulation of securities markets on Company Law within the EEC, in *European Company laws — A comparative approach* (1991), p. 61 et suivantes.

(2) G. HORSMANS, Les offres publiques d'achat et le droit des sociétés en Europe, in *Les prises de participations — L'exemple des offres publiques d'achat* (Études suisses de droit européen, 1990), p. 176.

(3) Voy. par exemple les articles 33*bis* (concernant l'utilisation du capital autorisé), 34*bis*, § 4*bis* (concernant la suppression du droit de souscription préférentiel au profit d'une ou de plusieurs personnes déterminées qui ne sont pas des membres du personnel de la société ou d'une filiale), 41, §§ 3 et 4 (concernant le jeu des clauses d'agrément et de préemption en cas d'OPA), 47 (imposant la libération immédiate des souscriptions en numéraires dans les sociétés publiques), 52*bis*, § 1^{er}, 8^{ème} al. (portant sur l'acquisition en bourse par une société cotée de ses propres actions), 52*bis*, § 7 (imposant aux sociétés cotées

D'autre part, des notions centrales du droit financier pénètrent à l'occasion dans les lois sur les sociétés, telle que la notion de concert introduite dans notre droit par la loi du 2 mars 1989 sur la transparence et les OPA et ses arrêtés royaux d'exécution des 10 mai et 8 novembre suivants(4). Le droit comptable est aussi une source de concepts communs et aux deux disciplines, comme en témoignent la définition du contrôle et du contrôle conjoint retenue par chacune à ses fins propres(5).

Plus fondamentalement, le droit financier fixe ses objectifs de base — la transparence et l'égalité — dans des termes d'une telle indétermination, qu'ils prêtent à toutes sortes d'interprétation. Leur généralisation à toutes les sociétés — à l'instar de certaines règles, telles que le droit de souscription préférentiel, forgées dans le passé par la Commission bancaire à l'intention première des sociétés soumises à sa juridiction — est une éventualité d'autant moins invraisemblable que certains de ces objectifs sont prétendument puisés dans le droit commun des sociétés (voy. *infra*, § 16, à propos du principe de l'égalité).

Notre propos n'est pas de passer en revue l'ensemble des innovations dont le droit des sociétés et le droit financier ont fait ainsi l'objet ces temps derniers, particulièrement sous l'effet de la loi précitée du 2 mars 1989(6) et de la loi du 18 juillet 1991 déjà très abondamment commentée(7), mais de mettre en évidence quelques traits significatifs de la tension évoquée ci-dessus.

qui rachètent leurs propres actions de le déclarer à la Commission bancaire et financière), 73 (déterminant le degré de précision de l'ordre du jour dans les sociétés publiques), 74, § 3 (concernant la sollicitation publique de procurations), 74bis (relatif à la tenue de la liste des présence aux assemblées générales).

(4) Voy. les articles 33bis, § 2, et 74bis, § 3, cités ci-dessus.

(5) Voy. d'une part les définitions de l'arrêté royal du 6 mars 1990 modifiant l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises, auxquelles renvoient tant l'article 6 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 concernant les OPA et les modifications du contrôle des sociétés cotées que l'article 2-7° de l'arrêté royal du 10 mai 1989 concernant la transparence, et d'autre part, la définition des notions de société mère et de filiale fourbies par l'arrêté royal du 14 octobre 1991 pour l'application des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

(6) Voy. à cet égard, outre l'étude déjà classique de A. BRUYNEEL, Les offres publiques d'acquisition — Réforme de 1989, parue au *J.T.*, 1990, l'ouvrage collectif publié sous la direction de MM. les professeurs G. SCHRANS et E. WYMEERSCH, « Financieële herregulering in België » (1991).

(7) BRAECKMANS, De nieuwe vennootschapswet van 18 juli 1991, *R.W.*, 1992, pp. 1001 et 1041. — J-L. DUPLAT et Ph. LAMBRECHT, Évolution récente du droit

§ 2 *Aperçu d'ensemble*

D'une manière générale, nous apercevons une ébauche de déconstruction du système de répartition des pouvoirs et des responsabilités au sein de la société, tel qu'il s'est progressivement élaboré sur le fondement de la distinction entre le capital et le « management » ou la « technostucture », pour aboutir — avec la loi du 6 mars 1973 mettant le droit belge en concordance avec la première directive du Conseil de la CEE en matière de sociétés — à la consécration de la plénitude des compétences du conseil d'administration, sous la seule réserve des pouvoirs expressément réservés à l'assemblée générale.

C'était, corrélativement à l'accession de plus en plus affirmée de l'entreprise au domaine du droit sous l'impulsion de la doctrine de M. VAN RYN (Principes, t. Ier, 1^{ère} éd., n° 33 et suivants. — 2^{ème} éd., avec M. J. HEENEN, n° 34 et suivants), le triomphe de la conception institutionnelle de la société anonyme, autonome et indépendante par rapport à ses fondateurs(8).

Aujourd'hui, des pouvoirs importants remontent à l'assemblée générale et des prérogatives nouvelles sont accordées aux actionnaires au sein de l'institution, mais aussi en dehors de celle-ci et de l'assemblée générale en particulier, au nom des objectifs généraux de transparence et d'égalité. À ces prérogatives, individuelles ou collectives, correspondent des devoirs sui generis nouveaux dans le chef des actionnaires détenteurs du contrôle, que ce dernier est censé justifier en tant que tel, même en marge du fonctionnement institutionnel de la société.

des sociétés, in *Le droit des affaires en évolution*, A.B.J.E., 1991, p. 33. — J. LIEVENS, De nieuwe vennootschapswet (wet van 18 juli 1991), *Mys en Breesch*, 1991. — H. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, Les sociétés commerciales, loi du 18 juillet 1991, *J.T.*, 1992, p. 185 et p. 209. — Le nouveau droit des sociétés, Droit transitoire (CDVA, 1992). — Le nouveau droit belge des sociétés — colloque du Centre J. Renauld de droit des sociétés de l'Université Catholique de Louvain du 3 décembre 1991, deux volumes.

(8) Voy. Y. MERCHERS, De vennootschap : juridisch kader voor de onderneming in haar maatschappelijke dimensie, *TPR*, 1988, p. 357 et suivantes (Leçon inaugurale de la chaire Francqui au titre belge, prononcée à la VUB, le 1^{er} février 1988. — Comp. P. VAN OMMESLAGHE, Entreprise, entreprise en difficultés, concepts juridiques, *Rev. Fac. Dr. ULB*, 1991, p. 1 et suivantes. Sans remettre en cause la conception large de l'intérêt social, dont la notion d'entreprise fournit un résumé commode, l'auteur expose de manière circonstanciée les réserves auxquelles se heurtent les conceptions qui font de l'entreprise comme telle un sujet ou un objet de droit.

Le régime des mesures de défense que le conseil d'administration peut prendre en cas d'OPA non désirée (*infra*, § 11 à § 15), celui des cessions privées de participation de contrôle (*infra*, § 16) et celui de l'information dans les sociétés cotées ou qui font publiquement appel à l'épargne (*infra*, § 17), illustrent ce premier constat.

Ce retour à l'assemblée générale et à l'actionnaire s'accompagne, à nos yeux, d'un certain recul du concept d'entreprise et de l'intérêt social largement conçu, auxquels une fraction importante de la doctrine et de la jurisprudence avait réservé jusqu'à des temps récents un accueil favorable, comme critère premier de l'exercice par les organes sociaux des compétences que la loi leur attribue. Ce recul s'effectue au profit d'un système davantage orienté vers une protection de l'intérêt patrimonial individuel des investisseurs composant la grande masse des actionnaires minoritaires et des actionnaires du public, institutionnels ou non, dans la perspective d'un marché efficient.

Nous voudrions tenter de prendre la mesure de ces phénomènes, en vue d'en permettre une évaluation ultérieure, sur la base à la fois de certaines évolutions légales ou réglementaires, de la jurisprudence des tribunaux judiciaires et des prises de position de la Commission bancaire et financière.

Bien entendu, nous n'avons aucunement la prétention d'être exhaustif dans le cadre limité du présent exposé, ni de proposer une synthèse théorique définitive, la matière paraissant vouée à un perpétuel mouvement. Les divergences fondamentales qui ont récemment opposé les tribunaux judiciaires et la Commission bancaire et financière, sur l'interprétation à donner à des textes qui se veulent pourtant de base et qui s'étaient fixé pour finalité d'apporter la sécurité juridique dans cette matière complexe, en témoignent à suffisance(9) !

(9) Comme on le sait, on parle beaucoup d'une nouvelle modification du régime des OPA et des OPA obligatoires, à la lumière des enseignements de la retentissante affaire dite des « Wagons-Lits », que nous abstenons de commenter, dès lors que nous y avons été associé comme plaideur et qu'un pourvoi en cassation est en cours : voy. Bruxelles, 6 août 1992, RG. 4117/91 et suivantes. — *Adde* les autres décisions rendues dans cette affaire et publiée in *Revue*, 1992, pp. 248 et suivantes et in *TRV*, 1992, p. 331 et suivantes, avec les commentaires de MM. K. GEENS et S. RAES.

N.d.l.r. voy. Cass., 10 mars 1994, *Pas.*, 1994, I, n° 14, p. 237.

§ 3 *L'intérêt social comme finalité de la compétence des organes sociaux — Principe*

Les lois coordonnées multiplient les références expresses à la notion d'intérêt social, comme finalité cardinale des décisions ressortissant à la compétence des organes de la société anonyme.

Une première série de cas concerne les dérogations qu'il demeure possible d'apporter au droit de souscription préférentiel que, sous l'influence de la doctrine prétorienne de la Commission bancaire(10) et de la deuxième directive du Conseil de la CEE en matière de sociétés(11), la loi du 5 décembre 1984 a introduit dans les lois coordonnées(12).

Ce droit est conçu comme une mesure de sauvegarde de l'intérêt individuel de tout actionnaire à ne pas voir sa participation diluée par des augmentations de capital auxquelles il ne lui serait pas donné la possibilité de participer. Néanmoins, suivant l'article 34bis, § 3 et 4 des lois coordonnées, l'assemblée générale ou le conseil d'administration, agissant sous le régime du capital autorisé, peuvent décréter une augmentation de capital en numéraires, avec suppression ou limitation au droit de préférence, si la dérogation se justifie « *dans l'intérêt social* ». Une règle identique s'applique, en vertu de l'article 101quater, en cas d'émission d'obligations convertibles ou avec droits de souscription.

Dans le même esprit, les augmentations de capital par des apports en nature, dès lors qu'elles échappent comme telles de plein droit au principe du droit préférentiel de souscription,

(10) *R.P.D.B.*, Compl. t. V, v° Épargne publique (protection de l'), par J. LE BRUN, n° 751 à 759.

(11) Article 29 de la directive n° 77/91 du 13 décembre 1976. — *Adde*, sur le droit européen des sociétés, *ad generalia*, l'excellent ouvrage de R.-M. BUXBAUM et K.-J. HOPT, *Legal harmonization and the business enterprise*, publié sous les auspices de l'Institut européen de Florence en 1988. — *Adde*, entre autres, Ch. GAVALDE et G. PARLÉANI, *Droit européen des affaires* (1988), n° 261 et suivantes.

(12) Le régime du droit de souscription préférentiel a également été aménagé par la loi du 18 juillet 1991 : voy. à ce propos, M. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, *op. cit.*, spécialement n° 12 et 13. Sur le régime du droit de souscription dans la jurisprudence des dix dernières années des tribunaux judiciaires et de la Commission bancaire et financière : P. VAN OMMESLAGHE et X. DIEUX, *Examen de jurisprudence (1979-1990) — Les sociétés commerciales*, *R.C.J.B.*, 1993, n° 73 et suivants, p. 662).

doivent faire l'objet d'un rapport spécial du conseil d'administration exposant notamment « *l'intérêt que présentent pour la société tant les apports que l'augmentation de capital proposée* » (Article 34, § 2). De même encore, l'acquisition de biens sous la forme de quasi-apports, au sens de l'article 29^{quater}, suppose un rapport spécial du conseil d'administration justifiant « *de l'intérêt que présente pour la société l'acquisition envisagée* ».

Relayant d'autre part une jurisprudence inattendue de la Cour suprême(13), l'article 74^{ter} nouveau, introduit dans les lois coordonnées par la loi du 18 juillet 1991, consacre la validité des pactes de votation, notamment dans la mesure où ils ne sont pas contraires « *à l'intérêt social* ». Le principe autrefois absolu selon lequel chaque action donne droit à une voix se trouve de la sorte quelque peu sacrifié au nom d'un intérêt jugé supérieur par le législateur, à la suite de la Cour de cassation(14).

Le droit financier lui-même n'est pas absolument imperméable à la prise en considération de l'intérêt social, bien que ses objectifs premiers ne soient pas de nature à l'y porter spontanément.

Suivant l'article 4 de l'arrêté royal du 18 septembre 1990 relatif aux obligations découlant de l'admission de valeurs mobilières à la cote d'une bourse belge, la Commission bancaire et financière peut accorder des dérogations aux obligations d'information qui pèsent occasionnellement sur les sociétés cotées, si « *la publication de certaines informations est de nature à porter atteinte aux intérêts légitimes de la société* »(15).

(13) Cass., 13 avril 1989, *R.C.J.B.*, 1991, p. 205 et la note J-M. NELISSEN-GRADE : « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales » et les nombreuses références citées par cet auteur. — P. VAN OMMESLAGHE, Les conventions d'actionnaires en droit belge, *Revue*, 1989, p. 289.

(14) Dans sa remarquable étude, citée ci-dessus, M. NELISSEN observe que le critère de l'intérêt social figurait déjà dans le grand projet 287 de réforme du droit des sociétés (article 287, a.3) et dans la doctrine du regretté Professeur RONSE, *Overzicht van rechtspraak — Vennootschappen, T.P.R.*, 1967, p. 706, n° 154.

(15) Sur ce régime, voy. le Rapport annuel de la Commission bancaire et financière, 1990-1991, p. 84. — Ch. DEL HARMOL, L'information financière et la Commission bancaire — Évolution récente, in *Évolutions récentes du droit des affaires — Hommage à L. Dabin, J.D.A.I.*, 1991, p. 573. — O. DEVOS, Les opérations d'initiés en droit positif belge, *Rev. Banque*, 1991, p. 455. — E. WYMEERSCH, De nieuwe reglementering van de openbare uitgifte van effecten en de financiële informatie, in *Financiële herregulering in België* (1990), p. 144 et suivantes. — K. GEENS, Voorkennis : strafbaar zonder gebruik?, in *De nieuwe beurswetgeving* (1991), p. 413 et suivantes, ainsi que, du même auteur, Hoe duidelijk moet infor-

Autre exemple : lorsqu'il doit donner son avis sur une OPA dont la société fait l'objet, conformément à l'article 15 § 2 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux OPA et aux modifications du contrôle des sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne, le conseil d'administration doit « *agir dans l'intérêt de l'ensemble des titulaires de titres, des créanciers, et des travailleurs de la société visée* ».

Mis à part l'article 1833 du code civil qui énonce que la société doit être « *contractée pour l'intérêt commun des parties* », aucune disposition des lois coordonnées sur les sociétés commerciales ne formule toutefois de manière générale l'exigence de conformité de toutes les décisions des organes sociaux à l'intérêt social. *A fortiori*, aucune définition n'en est fournie par la loi(16).

§ 4 *Généralisation du critère par la jurisprudence. — Le conseil d'administration*

C'est de la jurisprudence que résulte en réalité la généralisation de cette exigence à toutes les décisions prises par les organes de la société anonyme, et à celles du conseil d'administration en particulier (*infra*, § 7).

L'arrêt rendu le 1^{er} mars 1988 par la cour d'appel de Bruxelles, dans le retentissant contentieux auquel a donné lieu la tentative de prise de contrôle de la Société Générale de Belgique, est particulièrement illustratif de cette façon de voir, quand il énonce que les pouvoirs qui sont confiés au conseil d'administration, en matière de capital autorisé comme en toutes autres matières, « *doivent s'exercer en fonction de l'intérêt de la société* »(17). Suivant un arrêt de la même cour du 15 novembre 1991, le conseil d'administration doit pareillement avoir en vue le service de l'in-

matie zijn om bevoorecht zijn?, *T.R.V.*, 1991, p. 221. — T. TILQUIN, Occasionele informatie die de beurskoers kan beïnvloeden, *T.R.V.*, 1992, p. 191.

(16) Sur la situation, semble-t-il, assez pareille en droit comparé, P. XUEREB, An enterprise theory of company Law and judicial control over the exercise of general meeting power — A comparative review, in *European Company Laws* (ouvrage cité), p. 175.

(17) *R.D.C.B.*, 1988, p. 535. — *J.T.*, 1988, p. 217 avec les obs. de Mme A. BENOÎT MOURY, *RRV*, 1988, p. 115 avec les obs. de MM. K. GEENS et S. RAES et de Mme M. WIJCKAERT. — P. VAN OMMESLAGHE et X. DIEUX, *op. cit.*, n° 70 et suivants.

térêt social, lorsqu'il exerce le pouvoir d'agrément de nouveaux actionnaires que les statuts lui confèrent(18).

Par arrêt du 21 septembre 1989, la Cour de cassation, rompant avec la doctrine classique(19), a considéré par ailleurs que le dépôt d'une requête en concordat judiciaire par abandon d'actifs ressortit à la compétence du conseil d'administration, en dépit de l'article 1865-2° du code civil, eu égard à la généralité des pouvoirs que l'article 54 des lois coordonnées attribue au conseil d'administration et au fait que pareil dépôt « *est un acte utile pour la société* »(20).

La Commission bancaire et financière partage également ce souci. Elle a rappelé à maintes reprises que le service de l'intérêt social constitue la fonction du conseil d'administration, en toutes occasions, en ce compris lorsqu'il s'agit pour lui de prendre des décisions qui ne touchent pas directement à l'exploitation des activités sociales et qui n'intéressent au premier chef que les actionnaires individuellement ou certains d'entre eux.

Tel est le cas, lorsque le conseil est appelé à exercer le pouvoir d'agrément de nouveaux actionnaires que les statuts lui confèrent(21), lorsqu'il doit apprécier l'opportunité d'une résistance à une menace de prise de contrôle hostile (*infra*, § 11 et suivants), lorsqu'il entend faire usage du capital autorisé en supprimant le droit préférentiel de souscription des anciens actionnaires, comme la loi lui en donne la possibilité(22), ou encore lorsqu'il doit apprécier si une information à fournir au public n'est pas « *de nature à porter préjudice à la société ou à des tiers* »(23).

(18) *R.D.C.B.*, 1991, p. 894. — *T.R.V.*, 1992, p. 259 et la note critique T. TILQUIN. Cet arrêt confirme un jugement du tribunal de commerce de Bruxelles du 26 octobre 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 58 et la note K. GEENS. — Il est par ailleurs fort critiquable : P. VAN OMMESLAGHE et X. DIEUX, *op. cit.*, n° 91 et 99.

(19) VAN RYN et HEENEN, t. IV, 1^{ère} éd., n° 2962 et la note infrapaginale. — P. VAN OMMESLAGHE, Les liquidations volontaires et les concordats, in *L'entreprise en difficultés*, 1981, p. 449. — Y. DUMON, De la requête en concordat judiciaire, *J.C.B.*, 1975, p. 33.

(20) *R.D.C.B.*, 1989, p. 940. — Cet arrêt consacre l'opinion défendue quelque temps auparavant par M. P-A. FORIERS, dans sa note fameuse sur la caducité des actes juridiques, *R.C.J.B.*, 1987, p. 74, n° 9 à 12.

(21) Rapport 1970-1971, p. 140 et suivantes.

(22) Rapport, 1985-1986, p. 59 et suivantes. — 1986-1987, p. 60 et suivantes. — 1987-1988, p. 62.

(23) Rapport, 1982-1983, p. 88. — 1972-1973, p. 142.

La réticence de la Commission à l'égard de certaines opérations, comme le rachat d'actions ou l'instauration de participations croisées(24), ou encore certains accords impliquant des transferts de pouvoirs d'une société à une autre au sein d'un groupe(25), sont parfois motivées aussi par la difficulté d'en fournir une justification dictée par l'intérêt social.

Enfin, dans des secteurs particuliers plus spécifiquement soumis à son contrôle, la Commission bancaire et financière veille au respect de l'intérêt social et à la mise en place de principes et de modalités permettant une administration de la société dans son intérêt, considéré comme indépendant de celui des actionnaires et des actionnaires majoritaires en particulier. On pense naturellement à cet égard au fameux protocole sur l'autonomie de la fonction bancaire, récemment renégocié avec la plupart des banques du pays, leurs dirigeants et leurs actionnaires stables.

§ 5 (suite) — *L'assemblée générale*

L'application aux décisions de l'assemblée générale du critère de l'intérêt social, par définition distinct au moins virtuellement de l'intérêt personnel individuel de chaque actionnaire considéré isolément, est consacrée dans certaines situations par la jurisprudence, aussi bien que par la loi (*supra* § 3, à propos de la suppression du droit de souscription préférentiel par l'assemblée générale).

Par exemple, suivant un jugement rendu le 9 mai 1989 à propos de l'un des multiples épisodes de l'affaire Rossel/Hersant, le tribunal de commerce de Bruxelles a considéré que lorsqu'à l'instar du système consacré par l'article 126 des lois coordonnées en matière de SPRL, les statuts d'une société anonyme soumettent les cessions de titres à l'agrément de la moitié des actionnaires possédant ensemble les trois quarts au moins du capital social, l'exercice du pouvoir d'agrément dans des conditions procédant d'une erreur d'interprétation des statuts n'est pas abusif et ne

(24) Rapport, 1986-1987, p. 89 et suivantes. — 1967, p. 164. — 1966, p. 130. — 1950-1951, p. 67. — 1946-1947, p. 87. — En droit comparé, voy. J. VAN RYN et P. VAN OMMESLAGHE (avec la collaboration de B. GLANSDORFF), *Capital and securities of marketable shares companies*, in *International Encyclopedia of comparative Law*, vol. XIII, Ch. 5, n° 60 et suivantes.

(25) Voy. P. VAN OMMESLAGHE, *Rapport général*, in *Droits et devoirs des sociétés mères et de leurs filiales*, p. 79, n° 26.

peut donner lieu à une indemnité complémentaire à la rectification de la décision, si cette dernière a néanmoins été inspirée par « *l'intérêt social* »(26).

L'application du critère de l'intérêt social par ce jugement est d'autant plus remarquable que l'on ne se trouvait pas en présence d'une décision de l'assemblée générale, à proprement parler, au sens des articles 70 et suivants des lois coordonnées, mais face à la décision d'une majorité d'actionnaires spécifiquement compétente pour l'exercice d'un pouvoir d'origine purement statutaire.

Suivant un arrêt de la cour d'appel de Bruxelles du 24 juin 1964, la cour, appelée à homologuer une décision de l'assemblée générale extraordinaire modifiant les droits respectifs des catégories d'actions, par application de l'article 71 des lois coordonnées, doit s'assurer du caractère « *équitable* » de la décision et « *de ce qu'elle tient un compte exact des intérêts sociaux et des droits respectifs attachés aux catégories d'actions* »(27).

Plus fondamentalement, la circonstance que l'assemblée générale a pris une décision dans un but étranger à l'intérêt social est retenue par la jurisprudence et par la doctrine contemporaine comme l'une des conditions d'application de la théorie de l'abus de majorité(28), même si l'articulation — alternative ou cumulative — de cette circonstance avec les autres conditions de l'abus, particulièrement l'effet spoliateur de la décision pour une minorité d'actionnaires, demeure discutée(29).

On fait valoir que le droit de vote de l'actionnaire n'a pas un caractère fonctionnel aussi accusé que celui de l'administra-

(26) *T.R.V.*, 1989, p. 349.

(27) *Revue*, 1966, p. 6 et la note P. DEMEUR : « Sur quoi porte l'homologation des décisions prises par l'assemblée générale touchant aux droits respectifs des catégories d'actions ? ». — La même appréciation doit être portée à propos des décisions de l'assemblée générale des obligataires, en vertu de l'article 94*bis* des lois coordonnées : X. DIEUX, Rapport général, in *L'entreprise économique sous tutelle judiciaire*, 1989, p. 5, n° 3.

(28) J. VAN RYN et P. VAN OMMESLAGHE, Examen de jurisprudence — Les sociétés commerciales, *R.C.J.B.*, 1981, p. 400, n° 11. — P. VAN OMMESLAGHE, Rapport général, in *Droits et devoirs des sociétés mères et de leurs filiales*, p. 60, n° 36 et suivants. — X. DIEUX, La responsabilité civile des associés en matière de sociétés commerciales, in *La responsabilité des associés, organes et préposés des sociétés* (1991), p. 57, n° 5 et suivants.

(29) J.-L. RIVES-LANGE, L'abus de majorité, *Rev. Jur. Com.*, 1991, numéro spécial de novembre 1991 consacré à « La loi de la majorité », p. 65 et suivantes. — P. XUEREB, étude citée, in *European Company laws* (1991), p. 175.

teur. À la différence de ce dernier, l'actionnaire n'est pas tenu de participer aux délibérations de l'assemblée générale alors que l'absentéisme peut être constitutif de faute dans le chef de l'administrateur, par application de l'article 62 al. 1^{er} des lois coordonnées. D'autre part, ces mêmes lois n'organisent un régime des conflits d'intérêts que lorsque le conflit existe dans le chef d'un administrateur (article 60). Rien n'est prévu par contre, en ce qui concerne les actionnaires.

Selon la thèse défendue par le Professeur Coppens, « *le droit de vote apparaît tout à la fois comme un moyen de défense du patrimoine de l'actionnaire et comme un procédé de gestion de la société* ». L'actionnaire exerce donc tout à la fois une prérogative personnelle et une fonction lorsqu'il prend part aux délibérations de l'assemblée(30). Suivant M. Coppens, le droit de vote existe même « *en ordre principal dans l'intérêt des actionnaires votants* », parce que « *leur droit de vote est la garantie du risque social couru par leurs capitaux* » (L'abus de majorité dans les sociétés anonymes, 1947, n° 56).

Même dans cette conception nuancée, le critère de l'intérêt social ou de la société n'est pas privé de toute portée lorsqu'il s'agit d'apprécier la validité des décisions de l'assemblée générale(31).

Suivant une autre fraction importante de la doctrine, les mobiles personnels qui peuvent animer l'actionnaire exerçant son droit de vote n'empêchent pas que la décision de l'assemblée générale est celle d'un organe social, assujéti en tant que tel et comme le conseil d'administration, au service de l'intérêt de la société(32). Cette doctrine rejoint celle de M. Van Ryn qui,

(30) En ce sens également : J. HEENEN, L'inobservation des règles de formes prescrites pour les délibérations des organes d'une société ou d'une association, *R.C.J.B.*, 1977, p. 558, n° 3. — L. SIMONT, L'abus de minorité, in *Mélanges J. Ronse*, p. 307, n° 14. — Fr. T'KINT, Les actions et le droit de vote, *Revue*, 1989, p. 242. — Ch. DEL MARMOL, Protection des actionnaires minoritaires en droit belge, in *Mélanges R. Houin*, p. 169. — J. RONSE, Nietigheid van besluiten van organen van de naamloze vennootschap, Preadvies voor de Vereniging voor vergelijkende studies van het recht van België en Nederland, 1966, p. 25.

(31) Voy. les exemples cités par nous, in La responsabilité des associés en matière de sociétés commerciales, in La responsabilité des associés, organes et préposés des sociétés (1991), p. 70, n° 5 et suivants.

(32) J.-M. NELISSEN-GRADE, *op. cit.*, n° 44. T. TILQUIN, Les opérations d'assainissement du capital social, *R.D.C.B.*, 1991, p. 14, n° 12 et suivants.

dans une étude bien connue sous un arrêt de la Cour de cassation du 5 juin 1947, professait déjà que le pouvoir de l'assemblée générale et celui de la majorité des actionnaires en son sein « *s'apparent aux pouvoirs constitués de l'ordre politique. Il doit être exercé, comme ceux-ci, en vue d'une fin déterminée : l'intérêt de la société...* » (*R.C.J.B.*, 1948, p. 13).

Le fait que l'actionnaire doit prendre l'intérêt social en considération lorsqu'il exerce son droit de vote, même s'il peut poursuivre simultanément la satisfaction de ses intérêts personnels, explique aussi que les vote minoritaires puissent être entachés d'abus, selon la théorie de l'abus de minorité accueillie par la doctrine et par la jurisprudence actuelle(33).

§ 6 *Contenu de l'intérêt social — L'intérêt de l'entreprise — Doctrine*

Ce large consensus quant au principe de la prise en considération impérative de l'intérêt social par les organes de la société, et par les actionnaires dans la mesure où leur droit de vote s'insère dans le fonctionnement de l'institution, fait place toutefois à la plus grande incertitude lorsqu'il s'agit d'en définir le contenu.

Dans notre pays, l'observation de la jurisprudence la plus attentive de ses prises de position par référence à la notion d'intérêt social, aurait néanmoins pu faire croire, jusqu'à très récemment, à un triomphe progressif de la conception dite « entrepreneuriale » ou « managériale » de cet intérêt (*infra*, § 7).

Forte des avancées réussies par la notion *d'entreprise* comme pierre de touche du droit économique, sous l'impulsion d'une doctrine autorisée (Van Ryn et Heenen, eod. cit.), une conception de l'intérêt social s'y est en effet développée, qui dicte aux organes sociaux, et au conseil d'administration de tous cas, la prise en considération, non seulement de l'intérêt de la généralité de actionnaires, mais aussi d'autres intérêts dont la satisfac-

(33) Voy. outre l'étude précitée du Professeur L. SIMONT, J. RONSE et K. GEENS, *Misbruik van minderheidspositie*, in *Van venootschappelijk belang* (Mélanges Maeijer), p. 227. M. BOIZARD, L'abus de minorité, *Rev. Soc.*, 1988, p. 355. P. LE CANNU, L'abus de minorité, *Bull. Joly*, 1986, p. 426. Ph. MERLE, L'abus de minorité, *Rev. Jur. Com.*, 1991, numéro précité, p. 81. *Adde* notre étude précitée, in *La responsabilité civile des associés, organes et préposés des sociétés*, spécialement p. 89, n° 9 et les décisions citées.

tion est liée à la continuité des activités exploitées par la société appréhendée comme un « going concern » : intérêt des travailleurs, des bailleurs de fonds, des fournisseurs et des clients, voire plus globalement l'intérêt de la Communauté ou de la Région dans laquelle les activités sont exploitées, ou encore l'intérêt général(34).

Le Rapport au Roi précédant l'arrêté royal du 8 octobre 1976 pris en exécution de la loi du 17 juillet 1975 relative à la comptabilité et aux comptes annuels des entreprises, consacre cette thèse *in terminis*(35) :

« Le droit en matière de bilans et d'inventaires a, jusqu'à présent, été conçu essentiellement dans le cadre du droit des sociétés ; il a été axé dès lors d'une part sur la reddition de comptes aux associés et sur la détermination du bénéfice susceptible de leur être réparti et, d'autre part, sur l'information des créanciers quant à la consistance du patrimoine social... L'arrêté assume les préoccupations fondamentales du droit des sociétés et du droit commercial relatives à l'information des associés et des tiers sur la consistance du patrimoine... Mais il les situe dans une perspective plus large tenant compte de la dimension économique et sociale des entreprises et de leur fonctionnement dans la communauté ».

« En effet, l'entreprise n'est pas seulement un patrimoine générateur de profits ou de pertes. Elle est essentiellement un agencement dynamique et durable d'hommes, de moyens techniques et de capitaux, organisés en vue de l'exercice d'une activité économique débouchant sur la réalisation d'un produit brut, permettant d'attribuer des revenus bruts ou nets à ceux qui ont concouru à sa réalisation ».

En France, cette conception a été systématisée par « l'école de Rennes » que l'on oppose, pour simplifier, à l'« école de Strasbourg »(36). L'entreprise et la société qui lui fournit son arma-

(34) Voy. P. VAN OMMESLAGHE, *Entreprise, entreprise en difficulté, concepts juridiques*, *Rev. Fac. Dr. ULB*, 1991, p. 1, spécialement n° 12. J.-M. NELISSEN-GRADE, *op. cit.*, n°s 34 et 35. Comp. la position, plus nuancée, de P.-A. FORIERS, *Les situations de blocage dans les sociétés anonymes*, *R.D.C.B.*, 1992, p. 467, n° 17.

(35) B. GLANSDORFF, *Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés (en ce compris les entreprises en difficulté)*, in *L'entreprise économique sous tutelle judiciaire* (1989), p. 39.

(36) J.-L. RIVES-LANGE, *étude précitée sur l'abus de majorité*. À l'« école de Rennes », sont notamment rattachés, dans le sens indiqué au texte, les écrits célèbres des professeurs Cl. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration dans la*

ture est ainsi appréhendée par le droit comme un « *nœud de contrats* »(37), le réalisme de la métaphore étant particulièrement perceptible lorsqu'il s'agit d'organiser, sur le modèle des transferts d'universalités classiques du droit civil, les transferts d'entreprise ou de branches d'entreprise, envisagées comme des ensembles patrimoniaux indivisibles, en cas de fusion par exemple(38).

Une analyse semblable est défendue aux Pays-Bas, par certains auteurs qui plaident en faveur de la reconnaissance d'un intérêt de nature générale, plus ou moins indépendant de l'intérêt pécuniaire immédiat des actionnaires, à la continuité et à la prospérité de l'entreprise en tant que telle(39), à l'opposé d'une conception qui place la maximisation des profits, pour la société(40).

Un antagonisme de même nature se retrouve aux États-Unis. Particulièrement dans la discussion qui concerne la légitimité des mesures de défense anti-OPA, les partisans d'une règle de passivité, dictée par la prépondérance reconnue à l'intérêt patrimonial des actionnaires à la réalisation de la plus-value que per-

société par actions (*L.G.D.J.*, 1962), et J. PAILLUSSEAU, La société anonyme — technique d'organisation de l'entreprise (*L.D.D.J.*, 1967). *Adde* : J. SCHAPIRA, L'intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme, *RTDCo*, 1971, p. 957. G. SOUSI, L'intérêt social dans le droit français des sociétés (th., Lyon, 1974). R. CONTIN, Le contrôle de la gestion des sociétés anonymes (1975). L'arrêt Freuehauf et l'évolution du droit des sociétés, *Rev. Soc.*, 1968, p. 363. Pour l'« école de Strasbourg », voy. D. SCHMIDT, Les droits de la minorité dans la société anonyme (*L.G.D.J.*, 1970), n° 187 et suivants. *Generaliter* : M. COZIAN et A. VIANDIER, Droit de sociétés (4^{ème} éd.), n° 466 et suivants. P. XUEREZ, An enterprise theory of company law and judicial control, in *European company Law*, p. 175 et suivantes, avec des références comparative au droit britannique et au droit italien.

(37) L'expression est due à la plume de Husson, La prise de contrôle d'entreprises (p.u.f., 1986), p. 95 et suivantes.

(38) Voy. P. VAN OMMESLAGHE, La réforme des fusions et des scissions de sociétés en droit belge, in *Le droit des affaires en évolution*, Bruxelles, Bruylant et Antwerpen, Kluwer, 1992, X. DIEUX, Les techniques contractuelles de concentration, in *Mergers and acquisitions — Aspects financiers, fiscaux et juridiques des fusions et acquisitions*, Colloque Solvay — Chaire Coopers & Lybrand (1989).

(39) Voy., pour une synthèse générale, MAELJER, 25 jaren belangen-conflict in de Naamloze Vennootschap, NV, 1989, p. 1. *Id.*, Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB, 1988, p. 519. *Adde* not., A.M. BRENNINKMEIJER, Aantastbaarheid van beschermingsconstructies in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen, in *Van Vennootschappelijk belang* (Mélanges Maeijer), p. 9. G. RIETKERK, Bestuursvriendelijke overnames en beschermingsconstructies, NV, 1988, p. 46.

(40) Voy. not. S.M. Bartman, Beschermingsconstructies en vennootschappelijk belang, NJB, 1988, p. 904. G. Noordraven, De zeggenschap van verschaffers van risicodragende kapitaal, *Mélanges Maeijer*, p. 171. F. Lowenstein, *Bundel honderd jaar rechtsleven*, NJV, p. 87.

met l'OPA, sont contredits par des auteurs qui, sous la bannière de la « *business judgment rule* », militent en faveur d'un intérêt social, englobant des « *non shareholders consistencies* » (*infra*, § 11 et suivants).

§ 7 *L'intérêt de l'entreprise dans la jurisprudence*

Comme le rappelle M. Van Ommeslaghe dans sa note précitée, la réception de la notion large de l'intérêt social par la jurisprudence belge a été inaugurée par un célèbre jugement rendu en 1958 par le tribunal de commerce d'Anvers, approuvé à la Revue Critique par un commentaire du Conseiller De Bersaques (*R.C.J.B.*, 1959, p. 359).

L'espèce opposait les associés d'une société familiale à la suite du décès d'un fondateur, qui en avait provoqué la dissolution anticipée par application de l'article 1865, 3^o, du code civil. Fallait-il ou non privilégier une modalité de la liquidation qui assure la continuité de l'entreprise ? Telle était, en résumé, la question posée au tribunal, lequel va y répondre sans réserve par l'affirmative dans les termes suivants, après avoir constaté que de nombreux emplois étaient en cause :

« Que l'on ne peut admettre qu'à la suite de différends familiaux, ces ouvriers et employés, au nombre d'environ deux cents, soient privés de travail, uniquement parce que l'un des associés refuse de collaborer avec les autres et subordonnent à ce différend familial l'intérêt économique et social que présente l'entreprise ;

« Que tout établissement industriel ou commercial fait incontestablement partie du patrimoine national et que l'existence ou le maintien de ce patrimoine national ne peut dépendre de disputes entre parents ou entre associés, qu'ils soient parents ou non ;

« Qu'il échet donc d'ordonner la continuation de l'entreprise et de prendre les mesures nécessaires pour ordonner cette continuation dans l'intérêt de chacun et pas seulement des associés eux-mêmes, mais également et surtout dans l'intérêt des ouvriers et des employés qui y trouvent un moyen d'existence ».

Cette conception de l'entreprise a reçu l'appui de la Cour de Justice des Communautés européennes dans son arrêt fréquemment cité du 13 juillet 1962 (*Rec.*, 1962, p. 64). Elle a inspiré de nombreuses décisions judiciaires, pour la détermination du

champ des intérêts susceptibles de prise en considération sous le couvert de l'intérêt social, comme nous l'avons établi dans une étude antérieure(41).

Selon une ordonnance du président du tribunal de commerce de Mons du 10 juillet 1979, rendue dans un cas où l'administration d'une société était bloquée par suite d'une divergence entre administrateurs et actionnaires sur les méthodes de gestion, « *Le droit et plus spécialement le droit des sociétés doit suivre l'évolution sociologique et économique du monde dans lequel cette société est appelée à fonctionner* », en sorte « *qu'une société, fut-elle commerciale, présente d'autres aspects qu'une simple association de capitaux* ».

« *Dans notre droit moderne — poursuit la décision — la société commerciale tend de plus en plus à constituer une entité indépendante de ses composants humains et financiers et les administrateurs doivent non seulement tenir compte de problèmes d'intérêts des actionnaires, mais s'astreindre aussi à administrer la société dans le but d'assurer sa bonne marche, de la conduire au succès au milieu des aléas du commerce* »(42).

Par jugement du 25 mai 1981, le tribunal de commerce de Bruxelles refuse la désignation d'un commissaire vérificateur, considérant que les circonstances exceptionnelles requises à cette fin par l'article 191 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales ne sont pas réunies en l'espèce, mais il invite à la présentation de comptes détaillés à l'assemblée générale des actionnaires dans « *l'intérêt même de tous les partenaires de la société (actionnaires majoritaires et minoritaires, personnel occupé, fournisseurs, dispensateurs de crédits, clients...)* »(43).

La même conception a été consacrée encore par l'ordonnance rendue par le président du tribunal de commerce de Bruxelles, le 27 novembre 1984, dans la fameuse affaire Dupuis. En l'espèce, il était demandé au juge des référés d'apprécier *prima facie* si un contrat de vente s'était formé entre des actionnaires détenteurs d'une participation de contrôle et un candidat acquéreur et si, par conséquent, il convenait de faire interdiction à ces action-

(41) Rapport général, in *L'entreprise économique sous tutelle judiciaire* (1989), spécialement p. 25, n° 10.

(42) *Revue*, 1979, p. 274.

(43) *Revue*, 1981, p. 263.

naires d'entamer une nouvelle négociation avec un tiers surenchérisseur. L'ordonnance répond par l'affirmative, après avoir rappelé notamment, sur la base du Rapport au Roi précité, que :

« Si le droit de propriété est — fort heureusement — un des axes de notre système juridique et constitutionnel, la cession d'actions ou autres valeurs mobilières peut être, dans certains cas, soumises à des formalités préalables ;

« Qu'il convient de rappeler à cet égard que l'article 36 de la loi du 30 décembre 1970 stipule qu'en raison des conséquences qu'elles peuvent avoir sur l'emploi et sur la réalisation des objectifs du plan, les Ministres des affaires économiques et des Finances doivent être informés préalablement de toute opération visant à aliéner une fraction représentative d'un tiers au moins du capital des entreprises dont l'activité se situe sur le territoire national et dont les fonds propres sont au moins de 100.000.000 de francs ;

« Que cette disposition confirme la place importante occupée par la notion d'entreprise dans son environnement » ;

Se fondant sur le régime des informations à fournir au conseil d'entreprise, l'ordonnance ajoute que *« ces informations doivent permettre également de situer l'entreprise dans le cadre plus large, d'une part, du groupe économique ou financier dont elle fait éventuellement partie et d'autre part, du secteur et de l'économie régionale, nationale et internationale »*(44).

Dans le même esprit, un jugement tribunal de commerce de Namur du 21 janvier 1986 refuse de prononcer la dissolution d'une société anonyme, sur la base de l'article 1871 du code civil, en dépit de la mésintelligence grave entre les actionnaires, et désigne un administrateur provisoire chargé de rechercher des solutions au conflit susceptible de *« sauvegarder l'entité économique que constitue cette entreprise »*(45).

Le 20 janvier 1987, le président du tribunal de commerce de Bruxelles a invoqué *« l'intérêt supérieur de la société, de ses collaborateurs, fournisseurs et banquiers »* pour limiter dans le temps son ordonnance de suspension des effets d'une décision de l'assemblée générale dotant la société d'un capital autorisé(46).

(44) *Revue*, 1985, p. 81.

(45) *Rev. Rég. Dr.*, 1986, p. 51.

(46) *Revue*, 1987, p. 85.

Dans le référé dit « *des filiales* » de la Société Générale de Belgique en février 1988, le président du tribunal de commerce a énoncé que « *constituent des mobiles admissibles, pour autant qu'ils reposent sur une analyse objective de la situation, justifiant dès lors le recours au capital autorisé hors droit de préférence, la volonté des dirigeants de maintenir la qualité d'un produit, de saisir l'opportunité de synergies nouvelles de recentrer les activités de la société sur quelques créneaux porteurs ou encore le sort des collaborateurs, la qualité de la production, les relations envers la clientèle et l'intérêt de la communauté dans laquelle la société exerce son activité* »(47).

Conception rappelée dans une ordonnance du 17 mai 1988, à propos de l'examen, au regard de l'article 17 du code judiciaire, de la recevabilité de l'action en référé mue par une société en vue de la suspension d'une assemblée générale extraordinaire convoquée par le conseil à la requête d'actionnaires possédant ensemble au moins 20 % du capital. Selon cette décision, une société peut avoir, à l'exercice de pareil recours, un intérêt propre et distinct de celui des groupes d'actionnaires dits de référence « *la société faisant publiquement appel à l'épargne et ayant notamment à veiller, dans l'intérêt d'autres acteurs de la vie économique, tels les travailleurs, dispensateurs de crédit, petits porteurs d'actions, fournisseurs, clients et communauté portugaise, à son fonctionnement harmonieux, son développement et son avenir industriel, économique financier et commercial* »(48).

Conception partagée par la cour d'appel de Bruxelles, dans son arrêt précité du 1^{er} mars 1988, dans l'affaire qui a opposé le groupe De Benedetti à la Société Générale de Belgique puisque selon l'arrêt, le souci des administrateurs représentant le contrôle en place de tenir compte des intérêts de la Belgique et de sa politique industrielle « *n'était pas illégitime* ».

« *Sur le plan de l'unité européenne — énonce l'arrêt — la politique économique reste encore dictée, pour une large part, par des mécanismes nationaux ; qu'une société de droit belge peut légitimement, dans l'élaboration de sa stratégie, tenir compte des intérêts nationaux, notamment quant à l'emploi et au développement de l'industrie ; qu'il importe peu que cette appréciation se révèle finalement erronée ou exacte ; que seul importe, pour la cause, le*

(47) 18 février 1988, *J.T.*, 19888, p. 229.

(48) *Revue*, 1988, p. 218.

caractère clairement déraisonnable ou non d'une telle appréciation et le fait que ce critère transcende celui de l'intérêt particulier des directeurs de la S.G.B. ».

La plupart des décisions ci-dessus évoquées ont été rendues en référé. Mais cela ne diminue en rien leur valeur exemplative, dès lors qu'en dépit de la spécificité de sa mission, les pouvoirs du juge des référés demeurent limités par la matière du litige qui fait l'objet de la contestation et par les règles de droit qui sont susceptibles de déterminer la solution de celle-ci. Le juge des référés ne pourrait donc pas, selon nous, allouer à une partie le bénéfice d'une sanction que le juge du fond ne trouverait pas dans l'arsenal du droit positif. Il ne pourrait pas non plus prendre en considération des intérêts auxquels le juge du fond ne pourrait pas avoir égard(49).

§ 8 L'intérêt de l'entreprises (suite) — *Jurisprudence de la Commission bancaire.*

La phraséologie est d'une constance impressionnante et la Commission bancaire elle-même n'y est pas demeurée insensible, même si sa préoccupation essentielle doit demeurer, en vertu des pouvoirs qui lui sont légalement dévolus, la protection de l'épargne publique et donc celle de l'intérêt patrimonial des actionnaires.

Appelée à définir sa doctrine en matière de capital autorisé et de suppression éventuelle du droit préférentiel de souscription dans ce cadre, peu après l'entrée en vigueur de la loi du 5 décembre 1984, elle a énoncé que « *c'est par application des principes généraux du droit des sociétés — agir dans l'intérêt social, ne pas commettre d'abus de majorité ni de détournement de pouvoirs et assurer le même traitement aux actionnaires — qu'il convient d'apprécier les obligations du conseil dans des cas concrets* »(50).

(49) Voy. nos études : la formation, l'exécution et la dissolution des contrats devant le juge des référés, *R.C.J.B.*, 1987, p. 250. Rapport général précité, in *L'entreprise économique sous tutelle judiciaire* (1989), spécialement n° 11, p. 28 et suivantes. Comp., dans un sens qui nous paraît en définitive très proche de la thèse que nous avons proposée : I. VEROUGSTRAETE, Quelques aspects du contrat de concession exclusive de vente et du franchisage, in *Les intermédiaires commerciaux* (1990), p. 143, n° 40 et suivants.

(50) Rapport, 1986-1986, p. 79 et suivantes.

Elle distinguait de la sorte l'intérêt social et l'intérêt des actionnaires à l'égalité de traitement.

La distinction est confirmée dans un passage ultérieur du même rapport, considérant que : « *Le fait qu'une augmentation de capital par apports en espèces hors droit de préférence ou par apports en nature se fasse également dans l'intérêt des actionnaires en place ou du nouveau partenaire n'est évidemment pas de nature à la faire considérer comme contraire à l'intérêt social ou sans intérêt pour la société. Il faut cependant que l'opération réponde autant à l'intérêt de la société qu'à celui des actionnaires en place ou du nouveau partenaire. En d'autres termes, elle ne peut être une opération de simple convenance auxdits actionnaires ou partenaire, étrangère à l'intérêt social, ni a fortiori en contradiction avec lui.* »

S'exprimant pareillement à propos des mobiles qui peuvent justifier adéquatement les dérogations au droit préférentiel de souscription, la Commission bancaire avait déjà précisé, dans son Rapport 1985-1986 (p. 62), que « *différents motifs peuvent justifier la dérogation au droit de préférence dans l'intérêt de la société. Ainsi par exemple, l'intention du conseil d'administration de conférer une dimension internationale à l'actionnariat et par conséquent d'accroître la réputation de l'entreprise, mais aussi le souci de renforcer le capital de l'entreprise et de préserver son autonomie en faisant appel à de nouveaux actionnaires institutionnels permanents* ».

Dans la logique de l'autonomie institutionnelle reconnue à la société par la doctrine moderne, la Commission a considéré en outre qu'« *il appartient en première ligne au conseil d'administration d'apprécier si la dérogation au droit de préférence s'inscrit dans l'intérêt de la société* »(51).

En matière d'émissions réservées à des membres du personnel de la société émettrice ou d'une filiale, la Commission a, dans le même esprit, rappelé qu'il appartient au premier chef aux organes sociaux d'apprécier l'opportunité d'associer le personnel de l'entreprise au capital social et que : « *il n'y a pas à proprement parler de transfert de patrimoine au détriment des actionnaires existants, puisque l'avantage immédiat que représente pour le personnel un prix de souscription peu élevé ou plutôt la perte*

(51) Rapport, 1986-1987, p. 64.

que les actionnaires subissent sont compensés avec le temps par le profit que procure à l'entreprise et ses actionnaires l'accroissement de motivation du personnel, de son dévouement et de sa productivité » (52).

Le souci de l'intérêt des tiers, et singulièrement de l'intérêt des tiers déposants, est très nettement perceptible aussi dans les modalités d'administration des banques imposées par le protocole sur l'autonomie de la fonction bancaire, que nous avons évoqué ci-dessus. Il en résulte, dans ce secteur spécifique, un élargissement indubitable des intérêts à prendre positivement en considération par les organes de gestion de la banque (conseil d'administration et comité de direction) et par les actionnaires stables de celle-ci.

§ 9 (suite) 2°) *L'intérêt de la société compris comme l'intérêt de la généralité de ses actionnaires.*

La conception large de l'intérêt social, développée par une fraction de la doctrine et de la jurisprudence avec la vigueur que nous venons de mesurer, en liaison avec l'éclosion du concept d'entreprise et de la théorie dite « institutionnelle » de la société anonyme, n'a cependant jamais fait l'unanimité.

Tantôt, on lui reproche son caractère artificiel et son inadéquation foncière, liée à l'hétérogénéité, voire à la contradiction, des intérêts qu'elle prétend arbitrairement rassembler sous le couvert — jugé purement verbal — de l'intérêt social. Tantôt, on met en avant le principe de la spécialité légale, qui assigne à la société un objectif essentiellement lucratif et qui lui commande de ne pas poursuivre d'autre but que l'enrichissement de ses membres (53).

Suivant une autre thèse, de facture plus traditionnelle, l'intérêt social ne saurait donc être conçu autrement qu'au sein de la com-

(52) Rapport, 1984-1985, p. 71. Voir aussi Rapport, 1982-1983, p. 71. Sur l'intéressement des travailleurs au capital social dans notre droit, *ad generalia*, voy. F. VAN DEN BULCKE, *Beloon inzet met kapitaal* (1989). A. HAELTERMAN, *Aandeelouderschap van werknemers in de onderneming*, *Jura Falc.*, 1988, p. 403. *Participatieschema's voor werknemers*, in *De dividende kwestie en aandelen*, p. 9 et suivantes. T. AFSCHRIFT, *Les avantages en nature — Les options sur actions — Les émissions à des conditions de faveur*, in *L'entreprise et la choix de la voie la moins imposée* (1988), p. 139, spécialement n° 32 et suivants.

(53) B. GLANSDORFF, étude citée, in *L'entreprise économique sous tutelles judiciaires* (1989), p. 39. Voy. aussi l'ouvrage fondamental de E. Gaillard, *Le pouvoir en droit privé* (economica, 1985), n° 293 et suivants.

munauté des associés, pour l'intérêt desquels elle a été contractée (article 1833 du code civil). Sous des appellations diverses, il s'agit de l'intérêt de la généralité des actionnaires et cet intérêt commun ou collectif est pris en considération directement, dans une optique contractuelle de la société (« *the common interests of shareholders* ») ou, par transparence en quelque sorte, à travers le voile de la personnalité morale créée pour fournir à cet intérêt commun une armature, selon une conception institutionnelle de la société (« *benefit of the company as a whole* »)(54).

En raison de sa spécialité et de son homogénéité suffisantes, par contraste avec les intérêts diversifiés dans l'entreprise, l'intérêt de chaque associé correspond à un intérêt « *type* » susceptible d'« *intégration* » dans la notion « *synthétique* » d'intérêt social. Le principe majoritaire trouve son fondement dans cette synthèse, en sorte qu'il suffit que les décisions produisent, pour tous les actionnaires d'une même catégorie, des effets semblables, proportionnellement à la quote-part de capital que leurs titres représentent, pour qu'elles soient régulières. La personnalité morale de la société « *transcende* », bien qu'en ce sens seulement, l'intérêt individuel de chacun des actionnaires(55).

Pratiquement, l'intérêt social se confond ainsi avec le principe de l'égalité entre les actionnaires, dans son expression la moins controversée, qui concerne les effets des décisions prises par les organes sociaux dans le cadre du fonctionnement institutionnel de la société(56). Assez paradoxalement, cette assimilation est illustrée par la doctrine de M. Van Ryn, pourtant favorable à l'avènement d'un droit commercial fondé sur la notion d'entreprise (*Supra*, § 2).

(54) Voy., outre les références citées en note 40, D. SCHMIDT, Les droits de la minorité dans la société anonyme (*L.G.D.J.*, 1970), n° 81 et suivants. Adde l'excellente synthèse présentée par K. GEENS, De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies, *T.P.R.*, 1989, p. 33, n° 15 et suivants. En droit comparé, voy. l'étude précitée de P. XUEREB, in *European Company law*, p. 175.

(55) Voy., pour une présentation de cette conception, en relation avec la notion de personnalité morale, l'ouvrage fondamental précitée de M. E. GAILLARD, Le pouvoir en droit privé (*economica*, 1985), n° 293 et suivants.

(56) P. VAN OMMESLAGHE, Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants en vers les actionnaires d'une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé, *Festschrift J. BARMANN*, p. 995, spécialement p. 1014. Pour une synthèse des relations entre l'intérêt social et le principe de l'égalité, voy. K. GEENS, *op. cit.*, n° 48 et suivants.

Dans son étude classique à la Revue Critique de 1948 (*Supra*, § 5), l'éminent auteur considérait, comme nous l'avons vu, que le pouvoir dans la société anonyme ne peut être exercé qu'en vue d'une fin déterminée : l'intérêt de la société, ou — précisait-il — « *ce qui revient au même, l'avantage commun de tous les associés* ». Plus loin, il s'exprimait en ces termes :

« L'assemblée générale ne peut prendre que les décisions qui répondent à l'intérêt de la société, c'est à dire à l'intérêt commun de tous les associés. Sa décision doit donc, pour rester dans ce cadre, assurer un traitement égal à tous les associés. Elle est au contraire sans valeur, si elle a pour effet de créer une discrimination quelconque entre certains associés et les autres. Pareille discrimination est, en quelque sorte, l'indice extérieur d'un détournement de pouvoir ; elle révèle que le mobile déterminant n'a pas été l'intérêt de la collectivité des associés ».

Il se comprend que, dans la logique de cette conception, la doctrine et la jurisprudence demeurent hésitantes quant à l'articulation — alternative ou cumulative — du critère de la méconnaissance de l'intérêt social et du critère de la violation du principe de l'égalité, à travers l'effet spoliateur de la décision, pour l'application de la théorie de l'abus de majorité aux délibérations de l'assemblée générale(57).

Pour ce qui concerne le conseil d'administration, cette conception de l'intérêt social a trouvé dans les années récentes une expression renouvelée, dans la théorie dite des « *devoirs fiduciaires* », inspirée du droit anglo-américain(58).

Suivant cette théorie, le conseil d'administration de la société anonyme n'est pas seulement en charge de l'intérêt de la société en tant que personne morale indépendante et il ne doit pas seulement veiller à l'exécution de son mandat envers celle-ci, en respectant les standards de prudence, de vigilance et de compétence moyenne qui s'imposent à tout mandataire (*duty of care*). Le fonctionnement de la société n'est, au premier chef, rendu possible

(57) E. Gaillard, *op. cit.*, n° 86. J.-L. RIVES LANGE, *op. cit.*, p. 67 et suivantes.

(58) Cf. SCHMITTHOFF, *Palmer's Company Law* (1987), p. 934 et suivantes. KAPLAN, *Fiduciary responsibility in the management of the corporation*, *Bus. Lawyer*, 1976, p. 883. CLARK, *Corporate Law* (1986), p. 131 et suivantes. *The Business Lawyer*, 1988, p. 665. BUXBAUM & HOST, *Legal harmonization and the business enterprise* (1988), p. 124 et suivants.

que par les apports des associés, éventuellement complétés par du financement externe, en sorte qu'un devoir de loyauté s'impose envers la généralité des actionnaires directement, en dépit du voile de la personnalité morale (*duty of loyalty*) (*Infra*, § 11).

On sait que la Commission bancaire a préconisé l'importation de cette théorie dans notre droit, notamment pour justifier ses prises de position en matière de cession privée de participations de contrôle avant l'adoption de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 (*Infra*, n° 16), ou encore pour préciser les mobiles qui doivent à ses yeux inspirer le conseil d'administration lorsqu'il fait utilisation des pouvoirs découlant d'une clause statutaire d'agrément. Dans son Rapport pour l'exercice 1970-1971 (p. 142), elle s'est exprimée de manière particulièrement éclairante sur sa vision des choses à cet égard :

« ... Le conseil d'administration est investi non seulement des pouvoirs de gestion des affaires sociales mais également, sous réserve des attributions propres des autres organes sociaux, d'un devoir fiduciaire général visant à assurer au lieux les droits et intérêts des actionnaires en ce qui touche leurs droits sociaux, même dans des opérations qui ne se situent pas dans le cadre interne de la société.

« C'est spécialement vrai lorsque le caractère intuitu personae de l'actionnariat est accentué par un pouvoir discrétionnaire délégué par les statuts au conseil d'administration d'agréer les cessionnaires d'actions et que dès lors le droit de libre disposition de leurs titres dans le chef des actionnaires est subordonné à l'intérêt social tel qu'il est apprécié par le conseil d'administration.

« Un tel pouvoir, principalement s'il est discrétionnaire et si son usage ne doit pas être motivé, crée non seulement une compétence mais également des devoirs au conseil : devoirs à l'égard de la société mais aussi à l'égard des actionnaires individuels... Saisi d'une demande d'homologation de cessions emportant lésion, le conseil a le droit et l'obligation de la refuser, tout en recherchant pour l'ensemble des actionnaires et pour la société les orientations les plus favorables ».

§ 10 *Du droit de l'entreprise au droit financier.*-

Cette conception « capitaliste » de l'intérêt social peut se prévaloir de la finalité originelle de la société anonyme historiquement

conçue comme un instrument de rassemblement des capitaux (59), — même si cette observation n'en constitue certainement pas une justification suffisante (60).

Dans le droit contemporain des sociétés, elle est illustrée par les mesures de protection de plus en plus nombreuses que la loi réserve aux actionnaires, d'un point de vue strictement patrimonial : droit de souscription préférentiel (*Supra*, § 3), réglementation étroite de l'émission de titres au-dessous du pair comptable (article 33*bis*, § 6), limitation et organisation stricte des clauses de d'agrément et des pactes de préférence (article 41), consécration de la possibilité de distribution d'un dividende intérimaire suivant les conditions que la loi fixe (article 77*ter*), réintroduction dans notre droit de l'action sociale minoritaire (article 66*bis*), organisation d'un régime sévère des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration (article 60).

La théorie de l'abus de majorité offre, quant à elle, un exemple de la résistance du droit positif à la consécration inconditionnelle d'une conception large de l'intérêt social qui supprime l'intérêt des actionnaires comme critère de la compétence des organes sociaux. Dans notre pays comme en France, où la question a fait couler beaucoup d'encre, la jurisprudence s'est en effet jusqu'à présent refusée à admettre l'abus au seul motif que l'intérêt social a été méconnu par la majorité. Au contraire, elle continue à subordonner en toutes circonstances l'application de la théorie à la démonstration de l'effet spoliateur de la décision pour les actionnaires plaignants, au nom du principe de l'égalité entre les actionnaires (61).

La diversification des titres émis par la société anonyme, à la faveur de la doctrine selon laquelle il est parfaitement possible de créer des valeurs mobilières innomées (62), et l'apparition corrélatrice d'un *continuum* entre les fonds propres de la société et les sources externes de financement (63), concourent également à

(59) Voy., outre les développements célèbres de G. Ripert en ce sens, in *Aspect juridiques du capitalisme moderne (1946)*, n° 20 et suivants, A. LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX^{ème} siècle* (Puf, 1985).

(60) P. VAN OMMESLAGHE, Observations sur la théorie de la cause dans la jurisprudence et dans la doctrine moderne, *R.C.J.B.*, 1970, p. 328, n° 4.

(61) Voy. les références citées en note 57.

(62) VAN RYN et HEENEN, t. III, 2^{ème} éd., n° 79 et suivants. *Com. Bancaire, Rapport, 1988-1989*, p. 76. 1987-1988, p. 109.

(63) Th. BONNEAU, *La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés*, RTDCo, 1988, p. 535. X. DIEUX, *Questions relatives*

la patrimonialisation de l'intérêt social, au profit des porteurs du public et des investisseurs institutionnels.

Comme annoncé, notre sentiment est que le droit financier, tel qu'il s'élabore depuis peu dans notre pays, contribue lui-aussi à l'affaiblissement de la conception large de l'intérêt social, en même temps qu'il suscite une désarticulation de l'armature institutionnelle de la société anonyme, patiemment construite depuis plus d'un siècle.

Par nature, les règles qui ressortissent à cette discipline ont pour vocation d'encadrer le marché dans le but d'en assurer le bon fonctionnement et de protéger les intérêts des investisseurs et de l'épargne publique. Le fonctionnement de la société anonyme et les équilibres sur lesquels il repose, eu égard à la structure relativement complexe de son organisation, n'entrent donc pas a priori dans le champ de ses objectifs : les actions et les autres titres émis par la société sont, pour lui, des valeurs mobilières comme les autres (64).

§ 11 *Le régime des OPA hostiles et des mesures de défense — la « rule of passivity ».* -

L'exemple sans doute le plus connu de la tendance que nous croyons voir se dessiner ainsi concerne le délicat régime juridique des initiatives que le conseil d'administration a le pouvoir de prendre en vue de résister à une OPA dite inamicale ou hostile.

Il nous paraît possible de ranger en deux grands courants doctrinaux les diverses thèses en présence (65), mis à part elles qui ne concernent spécifiquement que certaines mesures de défense particulières et qui, pour des raisons propres à chacune de ces techniques envisagées spécifiquement, conduisent à en déconseiller l'utilisation ou à recommander que celle-ci soit entourée

à l'intermédiation financière en droit positif, in *Les intermédiaires commerciaux* (1990), p. 291, spécialement n° 12.

(64) Voy. à cet égard la très remarquable communication de MM. G. HORSMANS et J-Fr. TOSSENS, *Réflexions sur la nature et le régime juridique des valeurs mobilières et des autres instruments financiers*, in le nouveau droit des marchés financiers (1992), p. 151, spécialement n° 33 et suivants.

(65) Comp. T. TILQUIN, *Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition — Enseignements du droit anglo-saxon*, *Revue*, 1988, p. I. G. DAL et G. KEUTGEN, *Le droit des sociétés et la protection contre les OPA inamicales*, *Revue*, 1989, p. 223.

de précautions susceptibles de neutraliser certains de leurs effets jugés néfastes pour les actionnaires(66).

Une première analyse postule que l'O.P.A., et spécialement l'O.P.A. inamicale, crée une situation originale dans le contexte de laquelle le comportement des administrateurs doit être appréhendé par le droit de manière spéciale, les mécanismes habituels de la censure exercée par les tribunaux sur l'administration des sociétés commerciales — tels qu'ils découlent par exemple du droit de la responsabilité et de la théorie de l'abus de majorité — étant jugés insuffisants ou inappropriés.

Les promoteurs de cette analyse font valoir que l'O.P.A. utilisée à des fins de prise de contrôle constitue un instrument utile de surveillance externe de la gestion des sociétés, au profit de la généralité des actionnaires et de l'intérêt général. Cet outil compense, selon eux, la faiblesse des moyens dont disposent les actionnaires minoritaires dans l'ordre interne et il leur fournit à cet égard une « *safety valve* » que les administrateurs dont la gestion est sanctionnée ne doivent pas pouvoir entraver.

La survenance d'une O.P.A. inamicale fait ainsi naître, entre les dirigeants de la société convoitée et ses actionnaires, un conflit d'intérêts au moins latent, l'objet premier au nom duquel les premiers sont susceptibles de réagir étant pratiquement toujours de sauvegarder leur position et les avantages personnels qu'ils ont acquis au sein de l'entreprise, sous le couvert artificiel d'une défense des intérêts de cette dernière et de la généralité de ses actionnaires. Un « *duty of loyalty* » envers ceux-ci, outre la règle de prudence qui doit guider leur gestion (« *duty of care* »), com-

(66) BRADLEY et ROSENZWEIG, Defensive stock repurchases and the appraisal remedy, Yale L. Journ., 1986, p. 322. Defensive stock repurchases, Harv. L. Rev., 1986, p. 1377. MACEY, takeover defense tactics and legal scholarship : Market forces versus the policymaker's dilemma, Yale L. Journ., 1986, p. 342. GORDON et KORNHAUSER, Takeover defense tactics : A comment on two models, Yale L. Journ., 1986, p. 295. MACEY et MC CHESNAY, A theoretical approach of corporate greenmail, Yale L. Journ. 1985, p. 13. ROSENZWEIG, Target litigation, Mich. L. Rev., 1986, p. 110. GREENE & JUNEWIEZ, A reappraisal of current regulation of mergers and acquisition, U. Pa.L. Rev., 1984, p. 132. COFFEE, Regulating the market for corporate control : a critical assessment of the tender offer's role in corporate governance, Col. I. Rev. 1984, p. 84. CARREAU et LEE, *op. cit.*, qui relatent l'état différencié du droit français en la matière, selon la technique de défense utilisée. En ce sens parallèlement : LOYRETTE, *op. cit.* VATINET, *op. cit.* BRENNINKMEIJER, Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferentie beschermingsaandelen, Mélanges MAELJER (1988), p. 7.

manderait de la sorte que les administrateurs s'abstiennent de toute initiative qui soit de nature à perturber la tentative de prise de contrôle(67).

La faveur dans laquelle les partisans de cette abstention tiennent l'O.P.A. inamicale est d'autant plus justifiée à leurs yeux qu'il s'agit d'une technique contribuant à la transparence du marché des sociétés, dans le respect de l'égalité entre tous les actionnaires. Des considérations liées à la libre négociabilité des titres sont parfois aussi invoquées, outre des arguments proprement économiques tenant notamment à l'influence néfaste des mesures de défense sur le cours des actions, à la nécessité d'assurer la rentabilité de la recherche des sociétés vulnérables ou encore à l'efficacité présumée des mécanismes du marché (« *efficient market hypothesis* »).

Dans l'expression la plus extrême de cette opinion — à laquelle MM. Easterbrook et Fischel ont attaché leur nom outre Atlantique — cette directive d'abstention serait absolue et le conseil d'administration ne pourrait même pas tenter de susciter une surenchère par le jeu d'offres concurrentes(68).

Toutefois, cette conséquence est très loin de faire l'unanimité, même parmi ceux qui adhèrent à ses prémisses générales, et une fraction importante de la doctrine réserve en tous cas cette possibilité, au nom d'une conception pragmatique de l'intérêt patrimonial des actionnaires, lequel devrait transcender toutes autres considérations dans le contexte d'une offre publique(69).

Selon une autre variante, il faut réserver un traitement différent aux ripostes dont le conseil d'administration prend l'initiative

(67) SIMPSON, the emerging role of the special committee — Ensuring business judgement rule protection in the context of management leveraged buyouts and other corporate transactions involving conflict of interests.

(68) The proper role of a target's management in responding to a tender offer, Harv. L. Rev., 1981, p. 1161. Takeover bids, Defensive tactics and shareholder's welfare, The Business lawyer.

(69) L. A. BECHUCK, Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers, Harvard Law. Review, 1985, p. 1693, spécialement, p. 1742. The case for facilitating competing tender offers, Harvard Law Review, 1982, p. 1028. The case for facilitating competing tender offers, a reply and extension, Stanford Law Review, 1982, p. 23. R.J. GILSON, Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense, Stanford Law Review, 1982, p. 51. A structural approach to corporations : the case against defensive tactics in tender offers, Stanford Law Review, 1981, p. 819. G.B. GIBSON and Thomas CAMPBELL, Fundamental law of takeover, The business lawyer, 1984, p. 1551.

après le déclenchement de l'offre ou l'apparition de l'imminence de celle-ci, et celles par lesquelles le conseil met en œuvre des dispositions statutaires antérieurement conçues par les fondateurs ou par l'assemblée générale pour le cas où le contrôle de la société serait menacé(70).

Ces dernières doivent échapper à la règle de passivité (« *rule of passivity* »), dès lors que tout actionnaire a normalement eu la possibilité d'en connaître l'existence par la consultation des statuts avant de se porter acquéreur de titres et que l'assemblée des associés les a régulièrement admises.

Cette philosophie a inspiré l'article 14 de la loi française n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers, selon lequel le conseil ne peut réaliser une augmentation de capital en période d'OPA, « *sauf si l'assemblée générale, préalablement à l'offre et expressément, a autorisé, pour une période n'excédant pas un an, une augmentation de capital pendant ladite période et à condition que l'augmentation envisagée n'ait pas été réservée* »(71).

Selon d'autres, il faut que l'assemblée générale se soit prononcée après le déclenchement de l'OPA pour que la mesure de défense controversée soit admissible(72).

(70) B.D. BAYSINGER & H.N. BUTLER, Antitakeover amendments, managerial, entrancement and the contractual theory of the corporation, *Virg. L. Rev.*, 1985, p. 1257, spécialement p. 1297 et suivantes. G.-A. DAL et G. KEUTGEN, Le droit des sociétés et la protection contre les OPA inamicales, *Revue*, 1989, p. 223, spécialement, n° 4. Comp. à propos des inconvénients liés aux autorisations préventives : Bebhuk, Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers, *Harv. L. Rev.*, 1985, p. 1692, spécialement p. 1742 et suivantes. HADDOCK, MACEY & MC CHESNAY, Property rights in assets and resistance to tender offer, *Virg. L. Rev.*, 1987, p. 701, spécialement, p. 727.

(71) COURET, MARTIN et FAUGÉROLAS, Sécurité et transparence du marché financier — Nouveau statut de la COB et réforme des OPA (Bulletin Joly, 1989), n° 247 et suivants.

(72) Telle est l'approche consacrée en Grande-Bretagne par le 7ème principe général et la règle 21 du City Code : Palmer, *Company law* (1987), par Schmitthoff et crts, n° 88-22. H. LEIGH FRENCH, *International law of takeovers and mergers* (1986), p. 270 et suiv.- Pennington, *Company law* (1985), p. 1011. WEINBERG et BLANK, *Takeover and mergers* (1979), p. 575 et suiv. GOWER, *Company law* (1969), p. 625 et suiv. Voir également en ce sens, l'article 8 de la proposition de 13ème directive en matière d'offre publique d'achat et d'échange (telle que parue au *J.O.C.E.*, C64, au 14 mars 1989) : WYMEERSCH, Première analyse des règles relatives aux offres publiques d'acquisition selon la proposition de directive européenne, in *Les prises de participations : l'exemple des offres publiques d'achat* (Études suisses en droit européen, 1990), p. 250, spécialement, p. 256.

Certains exemptent aussi de la règle passivité les mesures qui sont simplement l'exécution de conventions valablement conclues avec la survenance de l'offre ou d'une menace déterminée sur le contrôle en place(73).

Enfin, des controverses existent également quant à la définition du moment à partir duquel la règle de passivité, absolue ou relative, doit être respectée : l'imminence de l'offre suffit selon certains(74), alors que pour d'autres, c'est seulement par le lancement proprement dit de l'opération selon les règles en vigueur que le conseil est paralysé(75), la détermination précise de cette condition prêtant elle aussi à discussions(76)...

§ 12 (Suite) *La « business judgment rule »*

À ce premier courant de pensée, s'oppose radicalement l'opinion selon laquelle la décision de résister ou non à une OPA hostile, par tous les moyens qui peuvent être déduits du droit positif, est une décision de même nature que toutes les autres qui ressortissent à la compétence du conseil d'administration, dans le cadre de la gestion de la société.

Il leur appartient en conséquence d'en apprécier l'opportunité en fonction de l'intérêt social (« *the best interests of the corporations* ») et celui-ci ne se réduit pas à la somme des intérêts patrimoniaux de la généralité des actionnaires. D'autres intérêts (« *non shareholders consistencies* ») peuvent être pris en considération par les administrateurs, tels que celui des travailleurs, des clients, des fournisseurs, des autres bailleurs de fond, aussi que l'intérêt général.

De plus, une censure judiciaire des choix effectués par les dirigeants de la société convoitée n'est pas admissible sur le plan de la pure opportunité économique. Comme en toutes autres circonstances, le comportement des administrateurs ne peut être

(73) En ce sens également la règle 21 du City Code britannique, ainsi que la 5^{ème} principe général de Hong Kong Code on takeover and mergers (Au, Hong Kong Code on takeover and mergers : toothless Watchdog or Landmaider of equality, Hong Kong L. Journ. 1987, p. 24.

(74) En ce sens, voy. not. la règle 21 du City Code britannique (précitée) ainsi que la 5^{ème} principe général du Hong Kong Code (précité).

(75) En ce sens, voy. not. la proposition de 13^{ème} directive européenne (précitée).

(76) LAROCHE-GISSEROT, note sous Paris, 18 mars 1988, D., 1989, J., p. 359.

sanctionné que si une négligence ou une malveillance est dûment établie dans leur chef.

Cette conception, particulièrement illustrée aux États-Unis par les écrits des professeurs Lipton et Steinberger, est consacrée par une très large majorité de la doctrine et de la jurisprudence américaines, sous la forme d'une application pure et simple en matière d'OPA de la « *business judgment rule* »(77).

Un aménagement y est parfois apporté. Suivant quelques décisions, l'acuité du conflit qui peut exister entre les différents intérêts liés à la société, dans le cas où le contrôle de celle-ci est convoité au moyen d'une OPA hostile, justifie un renversement de la charge de la preuve, en sorte qu'il incombe aux dirigeants de la société en cause d'établir que leur riposte a été guidée de bonne foi par des considérations liées à l'intérêt social (« *bona fide corporate purpose* ») et non point par le souci de sauvegarder leur position acquise au sein de l'entreprise(78)

§ 13 (Suite) *Positions de la jurisprudence belge.*

Dans notre pays, la question s'est posée dans toute son acuité, à l'occasion de la tentative finalement avortée de prise de contrôle de la Société Générale de Belgique par le groupe Cerus-De Benedetti, au cours du premier trimestre 1988.

En l'absence de réglementation pertinente à l'époque, il a appartenu aux tribunaux et à la Commission bancaire d'esquisser des règles du jeu, à partir de quelques principes généraux déduits du droit commun des sociétés et de la nature du mécanisme de

(77) L. HERZEL et D. HARRIS, State anti-takeover laws, *The Company lawyer*, 1988, p. 189. L. HERZEL et R. SHEPRO, Ups and downs of U.S. takeover defense, *the Company Lawyer*, 1988, p. 84. D. HADDOCK, J. MACEY et F. MCCHESEY, Property rights and resistance to tender offers, *Virg. L. Rev.*, 1987, p. 701. M. LIPTON et E. STEINBERGER, Takeover and freezeouts (1986), §§ 6.01 à 6.06. M. LIPTON et A. BROWNSTEIN, Takeover responses and director's responsibilities — an update, *The Business lawyer*, 1985, p. 1403. M. LIPTON, Takeover bids in the target's boardroom : an update after one year, *The Business lawyer*, 1981, p. 1016. Takeover bids in the target's boardroom, *The Business lawyer*, 1979, p. 101. HERZEL, SCHMIDT & DAVIS, Why corporate directors have a right to resist tender offers, *Corp. L. Rev.*, 1980, p. 67. T. TILQUIN, Le rôle du CA dans le rôle d'une OPA, *Revue*, 1988, p. 1. CHARNY, L'obligation de diligence des dirigeants d'entreprise aux États Unis, la règle de business judgment face OPA, *D.P.C.I.*, 1988, p. 491.

(78) M. MACEY et F. MCCHESEY, A theoretical analysis of corporate greenmail, *Y.L. Journ.* 1985, p. 13, spécialement p. 57. CLARK, *Corporate law* (1983), p. 581.

l'OPA échafaudé pour une large part de manière prétorienne par la Commission, sur la base du titre II de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935. Le choc entre les deux conceptions que nous venons de résumer s'est ainsi produit dans les prétoires et devant la Commission.

En l'espèce, les critiques du promoteur de l'OPA à l'encontre des dirigeants de la société-cible portaient principalement sur l'usage qu'informés de ses intentions, ces derniers avaient fait du capital autorisé dans le but déclaré de les tenir en échec. Outre plusieurs griefs fondés sur les règles de forme applicables en la matière — étrangers comme tels à l'objet de la présente communication — le groupe Cerus prétendait que le conseil d'administration de la Société Générale de Belgique avait commis un détournement de procédure et un abus de majorité, en décrétant dans les circonstances de la cause une augmentation de capital sous le régime du capital autorisé, avec suppression du droit de souscription préférentiel des actionnaires en place.

À trois reprises, le premier Juge, manifestement inspiré par la règle de passivité du droit britannique, lui a donné gain de cause(79). Les droits sociaux attachés aux actions nouvelles furent en conséquence suspendus et toute nouvelle augmentation de capital dans le cadre du capital autorisé fut interdite, pour toute la période de l'OPA, à l'exception d'éventuelles augmentations consécutives à l'exercice de warrants.

À l'appui de ces décisions, le premier Juge énonça, conformément à sa jurisprudence antérieure(80), que « *la procédure de capital autorisé a pour objet essentiel de permettre au conseil d'administration de réagir promptement face à l'évolution du marché des capitaux et d'attirer des capitaux extérieurs* ». Son utilisation dans le seul but de faire échec à une OPA ou de rendre celle-ci plus difficile ne lui paraissait donc pas légitime.

Une semblable illégitimité entachait à ses yeux la suppression dans ce contexte du droit de souscription préférentiel des actionnaires en place. Cette suppression n'aurait pu se justifier que par

(79) Ordonnances des 18 et 19 janvier 1988 et du 9 février 1988, reproduites in *R.D.C.B.*, 1988, p. 535. *J.T.*, 1988, p. 217, avec les observations de Mme BENOÎT MOURY. *T.R.V.*, 1988, avec les observations de Mme WJCKAERT et de MM. GEENS et RAES.

(80) Corn. Bruxelles (Ref.), 20 janvier 1987, *Revue*, 1987, p. 85.

des raisons concrètes impérieusement liées à l'intérêt social, qui ne lui paraissaient pas *prima facie* établies en l'espèce.

De toutes les façons, ajouta-t-il, « *le jus fraternitatis requiert qu'à partir du moment où le conseil est averti de l'imminence d'une OPA, il prenne toutes dispositions utiles pour que les actionnaires et eux seuls puissent répondre ou non à l'O.P.A.* »(81). Or en l'espèce, le promoteur de l'offre venait d'informer le conseil d'administration de ses intentions, lorsque — subséquent — la décision d'augmenter le capital social fut prise par ce dernier.

Parallèlement saisie du dossier, dans le cadre des compétences bien connues qui lui sont attribuées par la législation financière en matière d'OPA(82), la Commission bancaire adopta une position moins tranchée, inspirée de son Rapport de l'année précédente dans lequel elle s'était efforcée de fixer sa doctrine en matière de capital autorisé, spécialement du point de vue de ses effets sur la « *structure de l'actionariat de contrôle* »(83).

Selon la Commission, la volonté de mettre le contrôle de la société à l'abri des changements n'est pas en soi critiquable ; elle doit s'apprécier, cas par cas, à la lumière de l'intérêt social et le conseil d'administration en est le premier juge, conformément à l'article 54 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

Encore une augmentation du capital social, dans les limites du capital autorisé et avec suppression du droit préférentiel de souscription au besoin, ne demeure-t-elle admissible qu'aussi longtemps qu'une OPA n'a pas été lancée ou annoncée de manière ferme. Après cette date, il appartient exclusivement à l'assemblée générale d'augmenter le capital en vue de faire échouer une tentative de prise de contrôle.

Mais une offre ne peut être considérée comme annoncée de manière ferme, qu'à partir du moment où le conseil d'adminis-

(81) Cette motivation résulte plus particulièrement de l'ordonnance du 9 février 1988, laquelle a fait l'objet de l'appel qui a conduit à l'arrêt annoté.

(82) Voy. spécialement les articles 26 et suivants de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs. J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, t. III, 2^{ème} éd., n° 172 et suivants. R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition — une analyse juridique* (1988), p. 129 et suivantes. J. LE BRUN, *La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire*, Extrait du Complément V au Répertoire Pratique de Droit belge (1979), n° 765 et suivants.

(83) Rapport, 1986-1987, p. 59 et suivantes.

tration de la société cible reçoit de la Commission le projet de prospectus, celle-ci ayant préalablement constaté la recevabilité de l'offre dans son principe. L'augmentation de capital décrétée en l'espèce n'appelait donc pas d'objection, même si, au moment où il prit sa décision, le conseil d'administration avait été informé par le promoteur de l'OPA de l'imminence de cette dernière.

§ 14 (Suite) — *L'arrêt de la cour d'appel de Bruxelles du 1^{er} mars 1988*

C'est une troisième doctrine que consacre l'arrêt précité de la cour d'appel de Bruxelles, qui a mis fin à cette bataille judiciaire : doctrine diamétralement opposée à celle du premier Juge et dépouillée des nuances suggérées par la Commission bancaire quant à la détermination du moment jusqu'auquel le conseil d'administration d'une société, agissant sous la menace d'une OPA, peut y riposter.

Selon l'arrêt, il appartient aux organes sociaux et non point au Juge de déterminer, sur le plan de l'opportunité économique et en fonction de l'intérêt de la société, si le maintien de la structure de contrôle en place est préférable à une modification de celle-ci et une immixtion du juge des référés dans le processus de décision de la société est inadmissible « *sauf lorsque celui-ci pourrait être fautif et mettre gravement en péril des intérêts légitimes de la société ou d'un actionnaire intéressé* ».

Ces principes s'appliquent aux décisions prises par le conseil d'administration dans le cadre du capital autorisé, la loi du 5 décembre 1984 dont résulte l'introduction en droit belge de cette technique particulière d'augmentation du capital social n'y dérogeant pas.

Son utilisation par le conseil d'administration en vue de contre-carrer un transfert de contrôle de la société à la faveur d'une O.P.A. n'est donc pas critiquable en soi. Il faut, comme toute autre décision, l'apprécier en fonction de l'intérêt de la société, « *cet intérêt pouvant consister, dans certaines espèces, dans le maintien de la continuité de la structure de l'actionariat* ».

Le conseil est compétent pour porter cette appréciation, étant précisé qu'il doit « *tenir compte à la fois des intérêts légitimes d'un actionnaire qui manifeste son intention de prendre une position*

importante dans la société et d'infléchir sa gestion et de ceux des autres actionnaires qui souhaiteraient maintenir une certaine structure ».

Il doit d'autre part être « *particulièrement attentif à la conformité de l'opération à l'intérêt social tel que le concevrait une assemblée générale si elle était appelée à statuer* », ainsi qu'aux directives générales qui résultent le cas échéant de la dernière assemblée qui s'est tenue.

Moyennant ces précautions, il est parfaitement légitime de prendre en considération « *des intérêts nationaux, notamment quant à l'emploi et au développement de l'industrie* », pour apprécier l'opportunité de préserver la continuité du contrôle, et « *il importe peu que cette appréciation se révèle finalement erronée ou exacte. Seul importe, pour la cause, le caractère clairement déraisonnable ou non d'une telle appréciation et le fait que ce critère transcende celui de l'intérêt particulier* » des dirigeants de la société cible.

De même, le conseil d'administration peut valablement décider de supprimer le droit de souscription préférentiel des actionnaires en place. Sans doute peut-il y avoir « *abus de droit, de la part des administrateurs, lorsque ceux-ci agissant dans un but personnel contraire aux intérêts de la société, avec malveillance, malice ou encore de façon fautive ou avec légèreté* ». La décision du conseil serait également critiquable si elle violait le principe de l'égalité des actionnaires.

Mais la suppression du droit de préférence, dans le cadre d'une augmentation de capital destinée à prévenir une modification de la structure de l'actionnariat, peut aussi être parfaitement conforme à l'intérêt social selon les circonstances, et le fait qu'en sa qualité d'actionnaire, le promoteur de l'OPA en soit la victime n'implique pas en soi méconnaissance du principe de l'égalité, « *tous les actionnaires d'une même catégorie ayant été traités de la même façon* ».

Rien n'impose « *au conseil d'administration, notamment en vertu du jus fraternitatis, de prendre toutes dispositions, à partir du moment où une OPA est prévisible, en faveur des actionnaires pour que ceux-ci puissent y répondre* ». Il n'y a pas de manquement à la bonne foi à ne pas adopter de telles mesures.

§ 15 *L'arrêté royal du 8 novembre 1989 et la loi du 18 juillet 1991*

Somme toute, la cour d'appel de Bruxelles avait ainsi consacré la thèse américaine de la « *business judgment rule* » (*Supra*, § 12). C'est finalement la philosophie du premier juge, teintée par les nuances dont la Commission bancaire l'avait assortie, qui l'a emporté néanmoins au niveau législatif et réglementaire.

Pressé par les événements, le législateur et le gouvernement ont consacré en la matière un système qui, par certains de ses aspects présente un caractère composite au regard de la controverse que nous avons résumée, mais qui, pour l'essentiel, dépouille le conseil d'administration des prérogatives qui sont normalement les siennes en vertu de l'article 54 des lois coordonnées, dès lors qu'il est avisé du lancement officiel de l'OPA (84).

Sans doute, aux termes de l'article 15 § 2 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, le conseil d'administration doit-il « *faire connaître son avis sur l'offre* » et, « *ce faisant, agir dans l'intérêt de l'ensemble des titulaires de titres, des créanciers et des travailleurs de la société visée* ».

Toutefois, cette consécration quelque peu subreptice de la conception large de l'intérêt social (*Supra*, § 6, § 7 et § 8), fait en réalité figure de paradoxe dans une réglementation entièrement vouée à l'efficacité du marché et à la sauvegarde de l'égalité entre les actionnaires, placées au rang des objectifs principaux de la loi du 2 mars 1989 (Article 15, § 1^{er}).

Ainsi l'article 8 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 paralyse-t-il le conseil d'administration, en période d'OPA, en lui empêchant 1°) d'user du capital autorisé avec suppression du droit préférentiel de souscription, 2°) de créer des titres donnant droit à la souscription ou à l'acquisition d'actions qui ne seraient pas offerts par préférence aux anciens actionnaires, 3°) de modifier de manière significative la consistance patrimoniale de la société par des cessions d'actifs ou en contractant des engagements sans contrepartie effective.

De telles opérations — qui en vertu du droit des sociétés entrent normalement dans les compétences du conseil d'administration en vertu des articles 33*bis* et 54 des lois coordonnées

(84) Voy. l'exposé du régime nouveau par A. BRUYNEEL, Les offres publiques d'acquisition, *J.T.*, 1990, n^{os} 70 et 71.

sur les sociétés commerciales — ne demeurent possibles que par décision de l'assemblée générale. De plus, si la décision de l'assemblée générale en vertu de laquelle elles auraient été autorisées est antérieure à l'OPA, elles ne demeurent possibles que dans certaines limites (Article 8, § 2, 2°).

L'article 8, § 2, 2° de l'arrêté royal précise que les restrictions apportées aux pouvoirs du conseil d'administration ne s'appliquent pas non plus « *aux engagements valablement pris* » avant la réception de l'avis d'OPA de la part de la Commission bancaire et financière, au sens de l'article 6.

Pourtant, aux termes de l'article 42 du projet de loi n° 1107-1, qui deviendra la loi du 18 juillet 1991 modifiant les lois coordonnées sur la sociétés commerciales, le législateur a envisagé de soumettre de tels engagements, dès lors qu'ils sont contractés dans la perspective d'une OPA ou d'une modification du contrôle, à une autorisation préalable de l'assemblée générale statuant dans les conditions et selon les formes prévues pour les modifications aux statuts(85).

Il a fallu un amendement déposé au sein de la Commission ad hoc chargée de l'examen de ce texte pour que l'on en revienne à une conception plus mesurée des choses et, selon l'article 17bis nouveau de la loi du 2 mars 1989, de tels engagements sont subordonnés à une autorisation de l'assemblée générale statuant dans les conditions normales.

En définitive, la seule possibilité de réaction que la loi laisse entièrement à l'initiative du conseil d'administration, conformément au droit des sociétés, réside dans l'avis qu'il doit donner sur l'offre en vertu de l'article 15 précité, mais cette arme ne peut produire d'effet pratique véritable que si l'avis peut mettre en lumière une insuffisance du prix, outre les considérations relatives à l'intérêt social et à celui de l'entreprise qui pourraient dicter une riposte, mais dont l'impact véritable sur le public et les investisseurs institutionnels demeure bien évidemment très faible.

Le législateur a lui-même pris conscience progressivement de ce que le système ainsi mis en place emportait une dérogation importante aux lois coordonnées sur les sociétés commerciales. C'est ce qui l'a déterminé à introduire ces règles nouvelles dans

(85) *Doc. Parl.*, Sénat (session 1990-1991), 1107-1, p. 131.

ces lois, à l'occasion du vote de la loi du 18 juillet 1991, eu égard à l'illégalité dont l'arrêté royal du 8 novembre 1989 était entaché à ce propos (Voy. l'article 33bis, § 3 nouveau des lois coordonnées).

On peut s'interroger sur la cohérence d'un système qui impose au conseil d'administration de la société-cible de prendre en considération, non seulement l'intérêt des actionnaires, mais également d'autres intérêts liés à l'entreprise, pour la détermination de son avis sur l'offre et qui, simultanément, le prive de toute possibilité d'initiatives concrètes pour la sauvegarde de ces mêmes intérêts. Le compromis ainsi recherché entre les opinions antagonistes en présence a consisté simplement en l'espèce à les surajouter l'une à l'autre sans véritable synthèse.

Il en résulte une désarticulation de la répartition des compétences entre les deux organes sociaux, telle que le droit des sociétés la conçoit, au nom de l'intérêt patrimonial de l'actionnaire à réaliser la plus-value dont l'OPA lui offre l'occasion, quelle que soit en vérité les mobiles du promoteur de l'OPA et le politique annoncée par lui dans le prospectus. L'approbation de ce dernier par la Commission bancaire et financière est d'ailleurs étrangère aux questions d'opportunité, particulièrement en ce qui concerne l'appréciation de ces mobiles et de cette politique au regard de l'intérêt de l'entreprise (Article 29, § 2 de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935, tel que modifié par l'article 11 de la loi du 9 mars 1989).

§ 16 Égalité des actionnaires et cessions privées de participation de contrôle — Régime ancien.-

Un autre exemple de la tension entre le droit des sociétés et le droit financier résulte de la portée conférée par ce dernier au principe de l'égalité entre les actionnaires, pour l'élaboration du régime des cessions privées de participation de contrôle notamment.

Ce régime a déjà fait couler beaucoup d'encre⁽⁸⁶⁾ et il est appelé à le faire encore à la suite du retentissant arrêt que la

(86) Sur le régime antérieur à la loi du 2 mars 1989 et à son arrêté d'exécution du 8 novembre 1989, voy., outre l'étude précitée de P. VAN OMMESLAGHE, Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants envers les actionnaires d'une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé, *Festschrift für J. BARMANN*, p. 995. LE BRUN, La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire, *R.P.D.B.*, Compl. t.V, n° 782

cour d'appel de Bruxelles a rendu le 6 août 1992 dans l'affaire dite des « Wagons-lits »(87).

Sous le régime antérieur à l'arrêté royal du 8 novembre 1989, les cessions privées de participation de contrôle faisaient l'objet d'une série de recommandations de la part de la Commission bancaire. Celle-ci en avait proposé une synthèse dans son Rapport 1978-1979 (p. 101 et suivantes)(88).

Selon ces recommandations, les parties à une cession privée de participations de contrôle étaient invitées à prendre contact avec la Commission bancaire avant de conclure, de sorte que celle-ci puisse utilement faire part de ses observations sur le projet.

D'autre part et surtout, lorsque l'opération comportait le paiement d'un surprix représentant une « *prime de contrôle* », il était recommandé que tous les actionnaires se voient offrir la possibilité de vendre leurs titres à ces mêmes conditions, par la voie d'une OPA ou d'un soutien de cours.

et suivantes. C. DEL MARMOL, Protection des actionnaires minoritaires en droit belge, Mélanges HOUIN, p. 182 et suivantes. E. WYMEERSCH, De bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de administratieve praktijk van de bankcommissie, in De bescherming van de minderheidsaandeelhouders, *T.R.V.*, 1988, n° spécial, IV, n° 31 et suivants. S. FRÉDÉRICQ et E. WYMEERSCH, La prise de contrôle dans la société anonyme, in Rapports belges au XIIème congrès international de l'Académie internationale de droit comparé, p. 239, spécialement n° 26 et suivants. Cl. LEMPEREUR, Cessions de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit comparé, *Revue*, 1978, p. 91. *Id.*, La Commission bancaire et les cessions privées de participations de contrôle, *Revue*, 1975, p. 119. M. HUYS et G. KEUTGEN, La cession de contrôle, *Rev. Banque*, 1974, p. 761.

(87) Sur le régime nouveau tel qu'il résulte du Chapitre III de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, voy. E. WYMEERSCH, Cession de contrôle et offres publiques obligatoires, *Revue*, 1991, p. 151 à 242. *Id.*, L'offre publique d'achat obligatoire, *R.D.A.I.*, 1991, p. 625. A. BRUYNEEL, étude citée sur les offres publiques d'acquisition, in *J.T.*, 1990, spécialement n° 81 et suivants. P.A. FORIERS, Le nouveau régime des OPA et des modifications du contrôle, in *Développements récents du droit financier*, IRE, 1990, p. 29. J.-M. NELISSEN, Het openbaar bod en de beuroverval na jet De Benedetti KB, in *Openbaar bod en beschermings-constructies* (1990), p. 15. X. Dieux, La responsabilité civile des associés en matière de sociétés commerciales — Évolutions récentes, in *La responsabilité des associés, organes et préposés des sociétés (1991)*, p. 57, n° 12, 14 et 15.

(88) Voy. aussi Rapport, 1988-1989, p. 79 et suivantes. 1987-1988, p. 94. 1985-1986, p. 55 et suivantes. 1984-1985, p. 73 et suivantes. 1983-1984, p. 75. 1982-1983, p. 74 et suivantes. 1980-1981, p. 42 et suivantes et p. 56 et suivantes. 1979-1980, p. 114 et suivantes. 1978-1979, p. 101 et suivantes. 1977-1978, p. 116 et suivantes. 1976-1977, p. 102 et suivantes. 1975-1976, p. 77 et suivantes. 1974-1975, p. 168 et p. 170 et suivantes. 1973-1974, p. 185 et suivantes. 1972-1973, p. 135 et suivantes. 1969-1970, p. 163 et suivantes. 1967, p. 169 et suivantes. 1965, p. 105 et suivantes.

Le surpris ne donnait toutefois pas lieu à cette recommandation, lorsqu'il se justifiait par des engagements particuliers pris par les cédants envers le cessionnaire, au-delà « *de la responsabilité de droit commun qu'ils auraient de toutes les façons dû assumer en raison de leurs fonctions d'administrateur* » (références citées).

Encore était-ce en marge des pouvoirs qui lui étaient dévolus par le titre II de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935, que la Commission bancaire avait échafaudé ces recommandations en la matière. Celles-ci étaient donc dépourvues de force obligatoire en tant que telles.

Par un intéressant jugement du 31 janvier 1980 (*J.C.B.*, 1980, p. 420)(89), le tribunal de commerce de Bruxelles avait refusé néanmoins de les priver de tout effet juridique, considérant que si leur méconnaissance n'est pas de nature à entraîner la nullité de la convention de cession d'actions pour violation de l'ordre public ou des bonnes mœurs, elle est en revanche susceptible de justifier une responsabilité aquilienne du cédant à l'égard des minoritaires auxquels elle porte préjudice(90).

Restait à définir concrètement la norme de bon comportement justifiant la recommandation, en sorte que sa méconnaissance par les parties puisse justifier l'application des articles 1382 ou 1383 du code civil. Suivant la Commission bancaire, il s'agissait de la théorie des devoirs fiduciaires et, surtout, du principe général de l'égalité entre les actionnaires (références citées).

§ 17 *Appréciation.*

La meilleure doctrine a très tôt relevé que le principe ainsi invoqué par la Commission n'avait pas en droit des sociétés la portée qu'elle entendait lui prêter. Dans une étude parue en Allemagne en hommage au Professeur Barmann, M. Van Ommesla-

(89) La Commission bancaire a relaté l'affaire en question, en des termes justement sévères, dans son Rapport 1978-1979 (p. 112 à 115). *Adde*, dans la même affaire, Bruxelles, 8 février 1985, *Revue*, 1985, p. 178. Civ. Bruxelles, 18 février 1987, *Revue*, 1987, p. 152.

(90) Comp. Douai, 25 mai 1989, *Revue*, 1989, p. 201, confirmant Com. Valenciennes, 19 janvier 1988, *Revue*, 1988, p. 183. Sur les méthodes par lesquelles les normes déontologiques peuvent acquérir une force contraignante en droit positif : voy. X. DIEUX, Le contrat — Objet et instrument de dirigisme, in Les obligations contractuelles (1984), p. 340, n° 25. B. GLANSDORFF et X. DIEUX, Chronique de jurisprudence — droit commercial général, *R.D.C.B.*, 1991, p. 188, n° 9.

ghe en particulier a fait observer en ce sens que le principe de l'égalité entre actionnaires est lié au fonctionnement institutionnel de la société(91).

Il signifie que les décisions prises à la majorité au sein des organes sociaux doivent produire les mêmes effets pour tous les actionnaires d'une même catégorie, en proportion de la part que représentent leurs titres dans le capital de la société. Ce principe implique en d'autres termes une limitation aux pouvoirs du conseil d'administration et de l'assemblée générale mais il est par nature étranger à l'exercice par les actionnaires de leurs prérogatives patrimoniales en dehors de l'institution(92).

L'actionnaire qui vend ses titres, une possibilité de contrôle y soit-elle en fait attachée, n'exerce pas une prérogative au sein de l'institution sociale. Il met en œuvre le principe de la liberté contractuelle dans le cadre de la gestion de son patrimoine. Il en va de même, *a fortiori*, pour l'acquéreur des titres, qui ne devient actionnaire que par l'effet de l'achat en cause, en sorte que le principe de l'égalité entre les actionnaires lui est assurément inapplicable comme tel.

L'observation a maintes fois été rappelée, sans emporter cependant la conviction de la Commission ni celle des tribunaux — comme en témoigne le jugement précité du tribunal de commerce de Bruxelles (*Supra*, § 16) — lesquels ont continué à se montrer davantage sensibles au fait que la cession d'actions auxquelles un contrôle est attaché est susceptible de sortir en fait des effets qui excèdent le cercle contractuel des parties à l'opération.

Dans une étude d'une exceptionnelle richesse, présentée en mai dernier à l'occasion du 35^{ème} congrès des juristes flamands, Mme Laga, analysant la littérature la plus récente concernant le principe de l'égalité en droit public et en droit privé, vient toutefois de remettre cette critique à l'honneur, en lui conférant une dimension nouvelle déterminante(93), qui n'est pas sans conséquence pour l'interprétation du régime nouveau auquel l'arrêté

(91) *Supra*, note 56.

(92) Voy. aussi la justification du principe de l'égalité par la caractère institutionnel des pouvoirs de l'assemblée générale, in J. VAN RYN, étude précitée, *supra* § 5, *in fine*.

(93) Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht, *R.W.*, 1992, col. 1161. Voy. l'opinion nuancée de J. MESTRE, L'égalité en droit des sociétés, *Rev. Soc.*, 1989, p. 399.

royal du 8 novembre 1989 soumet de telles opérations (*Infra*, § 18).

Mme Laga rappelle qu'une fraction importante de la doctrine a mis en lumière que les principes constitutionnels fondamentaux, tel que le principe de l'égalité consacré par l'article 6 de la Constitution, doivent recevoir application non seulement entre les autorités publiques et dans les relations entre ces dernières et les citoyens, mais également dans les relations que les citoyens nouent entre eux dans la sphère du droit privé. C'est la fameuse « *derdenwerking* » du droit constitutionnel(94), susceptible de se traduire par un effet direct horizontal des dispositions constitutionnelles(95), à l'instar de la technique de l'effet direct développée à propos des normes d'origine internationale.

Toutefois, comme l'observe Mme Laga à la suite du Professeur Van Gerven(96), le principe de l'égalité, même si on le puise dans la Constitution par le biais de la « *derdenwerking* » attribuée aux dispositions de celle-ci, ne se justifie que dans la mesure où une personne de droit privé se trouve, en droit ou en fait, dans une position dominante qui lui permet d'exercer un pouvoir sur une autre. Tel est le cas lorsqu'un ou plusieurs actionnaires détiennent le contrôle des organes sociaux, en sorte que le respect de l'égalité s'impose à eux comme une limitation à l'exercice de leur pouvoir de fait ou de droit au sein de l'institution.

(94) H. LAGA, *op. cit.*, n° 24 et suivants, et les nombreuses références, notamment à E. DIRIX, *Grondrechten en overeenkomsten*, in *De toepasselijkheid van de grondrechten in private verhoudingen*, 1982, nr. 10, blz. 49. M.C. BURKENS, *Algemene leerstukken van grondrechten naar Nederlands constitutioneel recht*, 1989, nr. 8.1. e.v. A.K. KOEKKOEK en W. KONJINENBELT, *Het raam van hoofdstuk 1 van de herziene Grondwet*, in *Grondrechten — Commentaar op hoofdstuk 1 van de herziene Grondwet*, Jeukens-bundel, 1982, blz. 16. ALKEMA, *Toepassing van de Europese conventie van de Rechten van de Mens in België resp. Nederland — Preadvies voor de Vereniging voor vergelijkende studie van het recht van België en Nederland*, 1985, blz. 16. H. ORION, *Civielrechtelijke werking van de grondrechten*, *N.J.B.*, 1969, 585. J. BOESJES, *De horizontale werking van grondrechten*, *N.J.B.*, 1973, 905. W. KOEKKOEK, *De betekenis van grondrechten in het privaatrecht*, *W.P.N.R.*, 1985, nr. 5742. K. RIMANQUE en P. PEETERS, « *De toepasselijkheid van grondrechten in de betrekkingen tussen private personen. Algemene probleemstelling* », in *De Toepasselijkheid van de grondrechten in private verhoudingen*, Antwerpen, 1982, blz. 11. A. VAN OEVELEN, *Eerbiediging van grondrechten en het woonrecht*, nr. 10, blz. 103. K. RIMANQUE, *Nationale bescherming en grondrechten*, *T.B.P.*, 1981, 41.

(95) En ce sens, E. DIRIX, *loc. cit.*

(96) *Op. cit.*, n° 28 et la référence à W. VAN GERVEN, *Schets van een Belgisch Economisch Grondslagenrecht*, SEW, 1971, p. 414.

Cette condition fait défaut dans les relations contractuelles que les détenteurs du contrôle nouent avec des tiers pour la cession de leur participation. *A fortiori* fait-elle aussi défaut dans le chef du tiers acquéreur, qui n'acquiert la qualité d'actionnaire que par l'effet du contrat en question. L'observation n'est guère originale (*Supra*, § 16) mais elle prend un relief nouveau dans la doctrine de Mme Laga.

De plus, selon la majorité des auteurs favorables à la « *derdenwerking* » ci-dessus évoquée, l'effet horizontal des dispositions et principes constitutionnels suppose une concrétisation de la norme dans la sphère du droit privé, par le biais de principes propres à celui-ci tels que la bonne foi, l'ordre public ou les bonnes mœurs, ou par le biais d'une loi ou d'un règlement spécifique.

§ 18 *Cessions privées de participations de contrôle — Régime nouveau.* -

Bien entendu, il n'est pas question de remettre en cause le régime particulier des cessions privées de participation de contrôle, tel qu'il résulte aujourd'hui des articles 38 et suivants de l'arrêté royal du 8 novembre 1989. La thèse développée par Mme Laga nous paraît toutefois riche d'enseignements pour l'interprétation du régime nouveau.

D'une manière générale, elle implique que l'égalité entre actionnaires — non autrement défini — ne correspond pas à un principe de droit commun, susceptible de lui conférer en soi une valeur juridique positive et dans lequel les actionnaires pourrait puiser un « *droit* » en toutes circonstances, sauf dérogation expresse.

Tout au plus, si l'on veut lui reconnaître une portée à un certain niveau de généralité, l'égalité entre les actionnaires se réduit-elle à une image permettant d'évoquer plus commodément d'un mot la traduction en droit des sociétés des principes classiques de l'abus de droit, dans ses multiples dimensions élaborées par la doctrine et par la jurisprudence moderne⁽⁹⁷⁾.

En dehors des limitations dont il assortit de la sorte les pouvoirs des organes et l'exercice par les actionnaires de leur droit de vote selon le droit des sociétés, le prétendu principe de l'égalité

(97) H. LAGA, *op. cit.*, n° 49 et 50.

n'a pas d'autre contenu que celui que lui confèrent les dispositions légales ou réglementaires qui s'en inspirent dans des situations spéciales qu'elles estiment devoir réglementer(98).

La structure de la loi du 2 mars 1989 le confirme, dans la mesure où elle se borne à énoncer le principe de l'égalité entre les actionnaires en termes d'objectifs, à concrétiser par des mesures d'application par le Roi (Article 15 de la loi)(99). L'arrêté royal du 8 novembre 1989 ne fait pas autre chose, en insérant dans l'arsenal réglementaire le principe(100) du lancement d'une OPA ou de l'organisation d'un maintien de cours, si la cession est assortie d'un surpris. Il s'agit d'une voie propre et spécifique à cette situation particulière.

Le Roi n'a pas entendu laisser totalement en marge de la réglementation les cessions de contrôle, sans surpris, lorsqu'elles se réalisent autrement que par la voie d'une OPA ou d'une augmentation de capital. Selon l'article 38 de l'arrêté royal, de telles acquisitions sont soumises à un avis préalable à la Commission bancaire et financière, de telle sorte que celle-ci puisse faire valoir « *ses observations* », conformément à l'article 40. Pratiquement ces observations se traduisent en termes de recommandations comme par le passé, en sorte que la réglementation nouvelle a laissé subsister, dans cette mesure, une marge de « *soft law* ».

On peut toutefois se demander si une recommandation portant sur le lancement d'une OPA ou d'un maintien de cours qui, par hypothèse, ne trouverait aucun appui dans l'article 41, et dont le seul fondement résiderait dans l'objectif d'égalité, demeurerait pertinente, dans le cadre de la réglementation actuelle et des réflexions complémentaires qu'elle a provoquées quant à l'absence

(98) Voy., outre les arrêtés royaux d'exécution de la loi du 2 mars 1989 précitée, l'article 2 de l'arrêté royal du 18 septembre 1990 relatif aux informations à publier par les sociétés cotées.

(99) A. BRUYNEEL, *op. cit.*, n° 30 et suivants. J.-M. NELISSEN-GRADE, *Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti KB, in Openbaar bod en beschermingsconstructies (Verslagsboek van de Leuvense vennootschapsdag van 11 mei 1990 — J. Ronse Instituut)*, p. 15, spécialement n° 7 et suivants. Les intentions du législateur concordent avec cette analyse : *Doc. Parl.*, Sénat, session 1988-1989, 511-2, p. 5 et suivantes. Chambre, 1988, 522-1, p. 14 et suivantes. Chambre, session 1988, 522-6, p. 6.

(100) C'est à dire sous réserve notamment de l'exercice par la Commission bancaire et financière du pouvoir de dérogation que lui confère de manière générale l'article 15, § 3 de la loi du 2 mars 1989. *Contra* : Bruxelles, 6 août 1992, *supra* note 9.

totale de force contraignante de cet objectif en soi (*Supra*). Suivant le Professeur Wymeersch, les seules recommandations que la Commission peut formuler dans le cadre de l'article 40 portent sur l'information du marché(101)

§ 19 *Transparence et information du marché.*

Une observation semblable peut être formulée à propos des tensions de même nature qui caractérisent le régime de l'information des actionnaires minoritaires et du marché, tel qu'il est aujourd'hui aménagé(102).

Le système général de la société anonyme implique que l'accès aux informations concernant la vie sociale doit être réservé aux seuls organes sociaux dans les conditions que la loi fixe ou qui découlent de la nature de la mission qui leur est légalement dévolue. Il s'agit d'une consécration de l'autonomie et de l'indépendance de l'institution par rapport aux actionnaires.

Ainsi s'explique le principe de l'absence de droit d'investigation individuel de l'administrateur(103) — et même l'absence de droit individuel d'investigation des actionnaires, en dehors du droit que leur confère l'article 70^{ter} nouveau des lois coordonnées d'obtenir réponse aux questions qu'ils posent en assemblée ou du droit d'investigation indirecte qu'ils puisent dans l'article 191 permettant la désignation de commissaires vérificateurs.

Ce même esprit anime la jurisprudence qui circonscrit dans d'étroites limites la faculté de contrôle et de surveillance individuelle dont dispose chaque actionnaire, lorsque la société est valablement dépourvue de commissaire conformément à l'article 64, § 2 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales(104).

(101) Cessions de contrôle et offre publique obligatoire, *Revue*, 1991, p. 151, n° 33 et 34.

(102) Voy. la magistrale synthèse de la matière récemment proposée par M. J.-L. DUPLAT, L'accès à l'information des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées et non cotées, in *Actionnaires minoritaires — Vers un nouveau partage des pouvoirs* (Colloque du 6 octobre 1992, sous la direction de Mme A. BENOÎT MOURY).

(103) Voy. l'étude classique de M. L. SIMONT, L'administrateur d'une société anonyme agissant isolément a-t-il un droit d'investigation individuel ?, *Revue*, 1963, p. 189. VAN RYN et VAN OMMESLAGHE, Examen de jurisprudence — Les sociétés commerciales, 1973, p. 411, n° 48. 1981, p. 377, n° 58.

(104) I. VEROUGSTRAETE, Le contrôle financier des sociétés anonymes, in *Les sociétés commerciales* (1985), p. 259, spécialement n° 43. K. GEENS, note

Suivant cette disposition, les pouvoirs dont dispose chaque actionnaire en pareil cas sont « *les pouvoirs d'investigation et de contrôle des commissaires* ». Il en résulte que l'actionnaire ne peut prétendre « *revenir sur les exercices antérieurs, les comptes annuels y afférents ayant été régulièrement approuvés* ». Peuvent seules faire l'objet de ses investigations les données auxquelles les commissaires doivent avoir accès en vue de l'exercice de leur mission de contrôle se rapportant à l'exercice en cours ou à l'exercice pour lequel la reddition des comptes à l'assemblée générale n'a pas encore eu lieu(105).

Par son ordonnance précitée du 13 octobre 1988, le Président du tribunal de commerce de Bruxelles s'est reconnu le pouvoir d'interdire à un actionnaire l'exercice direct de son droit d'investigation et a réservé celui-ci à l'expert-comptable désigné pour le représenter, de manière à préserver le secret des affaires, l'actionnaire qui prétendait se livrer à des investigations étant un concurrent de la société.

Le système général du droit des sociétés justifie aussi l'obligation de discrétion qui pèse sur les administrateurs, à propos des informations qu'ils recueillent *qualitate qua* dans l'exercice de leurs fonctions. L'intérêt social est, de ce point de vue encore, le critère de la légitimité de l'usage fait par ces informations(106). Il implique, plus spécifiquement que les administrateurs puissent refuser de répondre aux questions que les actionnaires leur posent en assemblée générale, lorsque l'information demandée relève du secret des affaires, voire plus généralement lorsque la divulgation de l'information serait contraire à l'intérêt social.

sous Com. Bruxelles (Ref.), 13 octobre 1988 et Com. Dendermonde (Ref.), 1^{er} mars 1989, décisions citées ci-dessus, *T.R.V.*, 1989, p. 226. P. VANDEPITTE et J.-M. GOLLIER, De individuele controlebevoegdheid van de vennoot in kleine en middelgrote vennootschappen : enkele beschouwingen, *T.R.V.*, 1990, p. 574, n^o 4.

(105) Com. Bruxelles (ref.), 13 octobre 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 220. Voir aussi, quoiqu'en matière de SPRL où les mêmes règles s'appliquent en vertu de l'article 134, Com. Bruxelles (Ref.), 27 septembre 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 217. Com. Bruxelles (Ref.), 15 juin 1989 et 20 décembre 1988, *T.R.V.*, 1990, p. 565. *Contra* : Com. Dendermonde (Ref.), 1^{er} mars 1989, *T.R.V.*, 1989, p. 223.

(106) P. VAN OMMESLAGHE, note citée in Festschrift J. BARMANN, spécialement p. 1015. B. TIELEMAN, De plicht tot geheimhouding en discretie van bestuurders, *T.R.V.*, 1992, p. 277.

Cette dernière éventualité a été envisagée avec défaveur dans les sociétés cotées, par une ordonnance de M. le Président du tribunal de commerce de Bruxelles du 6 novembre 1987, suivant laquelle :

« *Le conseil d'administration d'une société cotée en bourse a intérêt et devrait mettre son point d'honneur à éclairer au lieux ses actionnaires et ce tant sur ses comptes annuels et son rapport de gestion qu'à l'assemblée générale des actionnaires* ».

« *Il est inexact, énonce aussi la décision que l'article 70ter des lois coordonnées limiterait le droit à l'information de l'actionnaire lorsque cette information est de nature à préjudicier les intérêts de la société* » (107).

Cette dernière affirmation est certainement excessive et ne saurait être approuvée (108).

D'autres décisions importantes rendues ces temps derniers partagent toutefois la même inspiration, fondée sur un principe général de transparence qui s'imposerait comme tel au bénéficiaire des actionnaires et plus généralement du marché dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

Les décisions rendues par le tribunal de commerce de Bruxelles, puis par la cour d'appel de Bruxelles, respectivement le 26 octobre 1988 et le 15 mars 1991, dans l'affaire dite de la Société Générale des Minerais sont typiques de cette manière de voir (109). En marge de toutes dispositions légales ou réglementaires en ce sens, elles font reproche au conseil d'administration d'une société cotée, titulaire d'un pouvoir statutaire d'agrément, de ne pas avoir informé le marché de la survenance de circonstances internes qui allaient justifier l'adoption pendant quelques mois d'une politique de refus d'agrément.

En l'espèce les acquéreurs non agréés se plaignaient plus particulièrement d'avoir acheté les titres dans l'ignorance de ces informations et d'avoir, par suite d'un refus d'agrément, été privés

(107) *T.R.V.*, 1988, p. 314.

(108) La réserve de l'intérêt social est classique : J-L. DUPLAT, étude précitée, spécialement p. 9 et suivantes et les nombreuses références, à la doctrine antérieure à la loi du 5 décembre 1984 notamment. Voy. spécialement VAN RYN, t. Ier, 1^{ère} éd., n° 769. L. SIMONT, Les devoirs d'information — Sanctions et responsabilités, in *L'entreprise et ses devoirs d'informations en matière économique et sociale* (1979), p. 373.

(109) *T.R.V.*, 1989, p. 58 et la note K. GEENS. *R.D.C.B.*, 1991, p. 894. *T.R.V.*, 1992, p. 259 et la note T. TILQUIN.

de la réalisation d'une plus-value dans le cadre de l'OPA dont la société avait quelques mois plus tard fait l'objet.

La Cour, comme le premier juge, leur ont donné gain de cause et ont condamné la société au paiement d'un montant égal à la différence entre le prix de l'acquisition privée et le prix de l'OPA, alors qu'il n'existait manifestement aucune relation de causalité entre la faute ainsi reprochée aux administrateurs et le dommage dont ces tiers réclamaient réparation : si l'information avait été donnée dans les conditions que la Cour indique et si la cotation des titres avait été suspendue, ces derniers n'aurait pu davantage acquérir des titres et les présenter ensuite à l'OPA...

Une même conception large de la transparence anime l'ordonnance rendue le 25 novembre 1991, par le Président du tribunal de commerce de Bruxelles, dans l'affaire dite des Wagons-lits (110).

Suivant cette ordonnance, l'arrêté royal du 8 novembre 1989 ne prévoit que le *minimum* d'informations requises pour que le prospectus d'une OPA puisse recevoir et, en dépit de l'approbation, les porteurs du public peuvent postuler la condamnation des opérateurs de l'offre à la production de tout complément d'informations qu'ils (111) estiment indispensables pour la détermination de leur décision de vendre ou de conserver leurs titres. Sur la base de ces prémisses, l'ordonnance énonce, avec une vivacité de ton inhabituelle, que :

« On ne peut — sous prétexte du secret des affaires, sacrifier le droit à l'information des titulaires de titres de la CIWLT, droit légitime et reconnu au niveau national et communautaire, à l'obstination des sociétés offrantes, de vouloir se limiter à divulguer les seules informations reprises dans leur prospectus » !

De même encore, selon deux ordonnances expéditives de M. le Président du tribunal de commerce de Nivelles des 9 septembre et 2 octobre 1991, dans l'affaire dite « des sablières de Mont Saint Guibert », il existerait, particulièrement en matière d'OPA, un « *devoir général d'information transparente... imposé par le législateur* » (112).

(110) *T.R.V.*, 1992, p. 368 et la note K. VANHAERENTS.

(111) C'est nous qui soulignons.

(112) Ref., 56/61 et 59/91, publiés respectivement in *T.R.V.*, 1992, 469 et *T.R.V.*, 1992, 474.

Autant de mots, autant d'erreurs ! En réalité la loi du 2 mars 1989 n'a pas autrement consacré le droit à l'information des actionnaires dans les sociétés, que le principe de l'égalité entre ces mêmes actionnaires. Dans les deux cas l'article 15 de la loi énonce des objectifs à concrétiser par le Roi.

L'arrêté royal du 10 mai 1989 relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées, l'arrêté royal du 8 novembre 1989 concernant les OPA, et l'arrêté royal du 18 septembre 1990 définissant le rythme et la nature des informations auxquelles une publicité doit être donnée par les sociétés cotées (113), concrétisent actuellement cet objectif mais nous avons recherché en vain dans le droit positif, même non écrit, un principe ou une règle qui justifient d'autres exigences, particulièrement dans la mesure où il s'agit d'exigences dérogatoires au droit commun des sociétés.

La Commission bancaire n'allait d'ailleurs pas aussi loin, avant l'entrée en vigueur de ces textes et particulièrement du dernier. Dans son rapport pour les années 1982-1983 (p. 88), elle avait exprimé de la manière que voici sa philosophie en matière d'information occasionnelle.

Certes elle considérait comme « *de règle que lorsqu'un projet a été élaboré, qu'une décision importante a été prise ou qu'un fait susceptible d'influencer de manière sensible le cours de bourse est intervenu, un communiqué soit publié dans les délais les plus brefs* ».

Néanmoins, elle reconnaissait que « *la détermination du moment auquel une information peut et doit être rendue publique peut, dans certains cas, s'avérer délicat, notamment lorsque les projets sont au stade de l'examen, lorsque la société ne dispose pas d'éléments suffisamment certains pour publier une information objective ou*

(113) Voy. sur ce nouveau texte, outre le Rapport annuel de la Commission bancaire et financière ; 1990-1991, p. 84. C. DEL MARMOL, L'information financière et la Commission bancaire — Évolution récente, in *Évolutions récentes du droit des affaires — Hommage à L. DABIN*, JDAI, 1991, p. 573. O. DEVOS, Les opérations d'initiés en droit positif belge, *Rev. Banque*, 1991, p. 455. WYJMEERSCH, De nieuwe reglementering van de openbare uitgifte van effecten en de financiële informatie, in *Financiële herregulering in België* (1990), p. 144 et suivantes.- K. GEENS, Voorkennis : strafbaar zonder gebruik?, in *De nieuwe beurswetgeving* (1991), p. 413 et suivantes, ainsi que, du même auteur, Hoe duidelijk moet informatie zijn om bevoorrecht zijn?, *T.R.V.*, 1991, p. 221. T. TILQUIN, Occasionele informatie die de beurskoers kan beïnvloeden, *T.R.V.*, 1992, p. 191.

lorsque la divulgation trop rapide serait de nature à porter préjudice à la société ou à des tiers ».

« Il appartient en cette matière aux sociétés d'assumer leurs responsabilités, poursuivait la Commission, compte tenu de l'ensemble des éléments en présence. Le cas échéant, l'opportunité de publier un communiqué intérimaire, voire de demander la suspension temporaire de la cotation devra être envisagée. Une telle publication et une telle demande s'imposeront si des mouvements se produisent sur le titre ». Mais, ajoutait-elle encore, « il est évident que si, en raison des circonstances, une information n'est pas encore susceptible d'être rendue publique, un devoir particulier de discrétion et de prudence incombe à tous ceux qui sont détenteurs de cette information ».

§ 20 *Conclusions.*

Deux conclusions nous paraissent pouvoir être provisoirement déduites du modeste survol auquel nous venons de nous livrer.

La première — annoncée dans l'introduction — est qu'aux décennies de l'entreprise, caractérisées par l'ouverture du droit des sociétés à des considérations liées à l'intérêt des tiers et à l'intérêt général ou à des intérêts de nature générale, a succédé l'époque du capitalisme de masse et de l'épargne publique, l'intérêt patrimonial immédiat du « petit porteur » se trouvant promu au rang de valeur supérieure, par le canal du droit financier, ou plus exactement par l'esprit que certains s'efforcent de lui insuffler.

La seconde est que l'observation objective du droit positif révèle que la réalité et la solidité des prétendus principes généraux sur lesquels le droit financier se construit est inversement proportionnelle à l'extrême assurance avec laquelle les milieux intéressés en revendiquent la consécration. En définitive, rien ne permet d'affirmer que le droit financier repose sur un socle de principes supérieurs à ceux du droit des sociétés.

Dans l'état d'inachèvement qui demeure le sien, il n'existe pas de droit financier positif en dehors des règles que la loi ou le Roi expriment en des termes « *self sufficient* », en sorte que le système général du droit des sociétés doit continuer à l'emporter toutes les fois qu'il n'y est pas dérogé de manière nette. Le sacrifice de l'intérêt social de l'institution à l'intérêt pécuniaire individuel

des investisseurs ne nous paraît actuellement admissible que dans cette limite.

Sur le plan des valeurs que le droit positif traduit en termes de règles sociales, nous n'apercevons aucune raison qui commande en droit la prévalence sur toutes autres considérations, de l'intérêt patrimonial des investisseurs institutionnels, par ailleurs exempts de toute responsabilité dans le contrôle et l'administration de l'entreprise (114).

Un équilibre nouveau doit être trouvé à cet égard, à l'esquisse duquel nous nous proposons de consacrer des réflexions ultérieures.

Octobre 1992

Xavier DIEUX (*)

(114) Comp. le dernier Rapport du cercle économique de la Fondation Roi Baudouin, « Notre prospérité — Qui décide ? »

(*) *Professeur ordinaire à l'Université libre de Bruxelles. Actuellement : Avocat au Barreau de Bruxelles, Professeur ordinaire à la Faculté de droit de l'Université libre de Bruxelles.*

