N° 7132

LA COMMISSION BANCAIRE ET FINANCIÈRE ET L'ÉVOLUTION DU DROIT DES SOCIÉTÉS

Introduction

Nul ne contestera l'importance de la contribution de la Commission bancaire(1) en Belgique au développement du droit en général et du droit des sociétés(2) en particulier. Comme le souligne E. Wymeersch, la Commission « *a produit au cours de son demi-siècle d'activité, un nombre impressionnant de règles de nature non strictement légale, et cela autant dans les domaines qui peuvent être considérés comme appartenant au droit public, les matières en question relevant des compétences de l'autorité publique, que dans les secteurs qui, concernant la surveillance du comportement des entreprises, relèvent plus directement du droit privé* »(3).

Dans le cadre de ce rapport, nous nous proposons d'examiner tout d'abord les raisons de la richesse de l'action de la Commission dans la création et l'interprétation du droit des sociétés. Nous verrons notamment qu'on assiste depuis peu à un singulier renforcement du droit positif en la matière, lequel laisse toutefois, nous semble-t-il, une place importante à la « soft law » (infra I). Ensuite, nous retracerons, dans leurs grandes lignes, l'évolution de thèmes importants de la doctrine de la Commission en matière de droit des sociétés et, dans certains cas, sa réception par le droit positif (infra II). Nous conclurons ce rapport par quelques considérations de caractère général concernant le rôle présent et futur de la Commission en la matière (infra III).

---

(1) La Commission bancaire n'étant devenue bancaire et financière que depuis la loi du 4 décembre 1990 (art. 233 e.s.), c'est sous l'empire de son ancienne dénomination qu'elle a, jusqu'à ce changement récent, influencé le sociétés.

(2) Le droit des sociétés est ici entendu de manière fort large comme le droit applicable aux sociétés et non comme le droit des sociétés strict compris dans les lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

(3) E. Wymeersch, « La Commission bancaire belge et le droit du groupe des sociétés », *Revista delal Societa*, 1986, p. 208.

Chapitre I. Rôle de la commission dans la création et l'évolution du droit des sociétés

Dès sa création, la Commission bancaire, établissement public autonome (4), se voyait confier le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs. L'origine de ce double contrôle remonte à la crise économique et financière qui débuta en 1929. Celle-ci eut notamment pour conséquence d'amener le Roi, grâce aux pouvoirs spéciaux qui lui avaient été conférés par les Chambres, à interdire la « banque mixte » (5). Il s'était ensuite agi de déterminer quel contrôle serait appliqué aux entités issues de la scission de ces banques mixtes. Échappant à la nationalisation, les banques de dépôt furent soumises au contrôle permanent de la Commission bancaire en vertu du titre Ier de l'arrêté royal n° 185 du 9 février 1935 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs. Quant aux sociétés financières, les holdings, elles échappèrent à un contrôle permanent (6), mais elles virent leurs émissions de valeurs mobilières soumises à un contrôle préalable destiné « *à mettre en œuvre les deux objectifs*

(4) Sur la nature de la Commission, voy. not. J. Le Brun, *La protection de l'épargne publique.et.la Commission. Bancaire*, Extrait du complément v du R.P.D.B., Bruxelles, Bruylant, 1979, p. 21, n° 7 et nombreuses références citées ; A. Bruyneel, « La Commission bancaire belge », *Banque*, 1972, p. 14, n° 2 et nombreuses références citées ; C. Lempereur, « Les offres publiques d'acquisition en Belgique », *Rev. Soc.*, 1975, p. 377, n° 12 ; R. Wtterwulghe, « La Commission bancaire : une expérience originale de magistrature économique », in A. Jacquemin et G. Schrans, *Actes du colloque sur la magistrature économique*, 1976, I.5 — 5 ; H. Biron, « Bankcommissie », Administratief Lexicon, p. 9 et nombreuses références citées ; Novelles, V° droit bancaire, p. 25-26 ; Van Ryn et Heenen, *Principes*, t. III ; 2ème éd., Bruxelles, Bruylant, 1981, p. 156-157, n° 172 ; J. Le Brun, « Les normes professionnelles dans l'action de la Commission bancaire », in *Le droit des normes professionnelles et techniques*, Bruxelles, Bruylant, 1985, p. 118-124.

(5) A.R. n° 2 du 22 août 1934 relatif à la protection de l'épargne et à l'activité bancaire, *Mon.b.*, 24 août 1934 ; pour une définition de la banque mixte voy. Van Ryn et Heenen, *Principes de droit commercial*, t. IV, 2ème éd., Bruxelles, Bruylant, 1988, p. 246 à 249, nos 333-334.

(6) Comme le rappellent Van Ryn et Heenen (t. III, 2ème éd., p. 157, n° 173), « *on avait d'abord envisagé de charger la* [Commission] *de contrôler, outre les banques, les* "sociétés à portefeuille" (holdings). *Il fut finalement décidé de substituer au contrôle de ces sociétés, celui des émissions de titres (Fredericq, IX, p. 77)* » ; voy. aussi H. Biron, « Le régime belge des sociétés à portefeuille, prémices d'un droit des groupes ? », in *Modes de rapprochement structurel des entreprises*, XXXVIIIème séminaire CDVA, Bruxelles, Story-Scientia, 1988, p. 177-178.

de défense de l'équilibre du marché des capitaux et de protection des souscripteurs »(7) inscrits aux articles 28 et 29 du titre II de l'arrêté royal n° 185.

On s'accorde à reconnaître au fait que le législateur s'en est remis à la Commission pour définir concrètement ce qu'il y a lieu d'entendre par l'équilibre du marché des capitaux (art. 28) et par l'exigence d'information correcte des épargnants (art. 29)(8), ainsi qu'aux méthodes de contrôle définies par le législateur lui-même comme de nature non-administrative, non bureaucratique(9), la richesse de la doctrine que la Commission bancaire a élaborée sur ces bases.

En outre, encouragée par le législateur de pouvoirs spéciaux(10), la Commission s'est très rapidement rendu compte que si elle voulait correctement exercer sa mission de contrôle de l'information, elle ne pouvait dissocier les questions de forme liées à la publication d'informations correctes et complètes, des questions de fond touchant au droit des sociétés, au droit comptable et au droit financier(11).

« *Estimant que son rôle ne se limitait pas à une pure mise en œuvre de ses pouvoirs propres, mais qu'elle pouvait et devait prolonger sa mission officielle par une action de conseils et de recommandations officieux* »(12), la Commission développa ce qu'elle appela sa magistrature officieuse. Comme les émetteurs devaient nécessairement aviser la Commission avant toute opération entrant dans le champ d'application de l'article 26 de l'ar-

(7) A. Bruyneel, *o.c.*, p. 125 ; voy. aussi J. Le Brun, *o.c.*, p. 255-256, n° 614.

(8) Voy à ce sujet J. Le Brun, *o.c.*, p. 288, n° 695 selon lequel on trouverait dans cette sorte de « délégation » du législateur la raison pour laquelle on a parlé de droit prétorien de la part de la Commission. J. Le Brun critique d'ailleurs cette notion de droit prétorien utilisée pour la première fois par Van Ryn (*Principes*, t. II, n° 1373) ; voy. aussi la réponse de Van Ryn (*Principes,* t. III, 2ème éd., p. 159, n° 173, note 4).

(9) E. Wymeersch, *o.c.*, p. 209.

(10) Selon le rapport au Roi précédant l'A.R. n° 185, la Commission n'était pas conçue comme un organe technocratique, chargée de l'application stricte d'un appareil réglementaire bien défini, mais devait agir, surtout par voie de conseil et de recommandation, en vue de poursuivre certains objectifs, formulés en des termes très généraux (cité par E. Wymeersch, *o.c.*, p. 210 ; voir aussi note 5 de cette p. 210).

(11) Sur l'impossibilité d'isoler ces questions de « forme » et de « fond », voy. A. Bruyneel, *o.c.*, p. 134 ; Rapport 1935-1960, p. 146.

(12) Rapport 1935-1960, p. 128.

rêté royal n° 185(13), la Commission s'engagea dans un dialogue constructif avec les plus importantes sociétés du pays.

Comme l'exprimait la Commission dans son rapport anniversaire(14), « *Il est bien connu que la Commission ne limite pas ses observations à la seule nécessité de réaliser une information aussi complète que possible des souscripteurs de valeurs mobilières. Ses remarques portent également sur le respect des dispositions légales en matière de sociétés commerciales et des principes de déontologie financière, voire sur l'opportunité des techniques financières auxquelles il est envisagé de recourir* ». Dans le même rapport, la Commission soulignait également son rôle de conseiller des sociétés même dans des matières ne ressortissant pas à la compétence formelle de l'arrêté royal n° 185(15).

Le rôle élevé que la Commission se fait de sa mission et l'esprit de collaboration avec les sociétés qu'elle rencontre, expliquent qu'un corps de normes complétant le droit des sociétés classique soit apparu sous son influence(16). La Commission fut d'ailleurs grandement aidée à cet égard par ce vecteur important de la propagation de sa doctrine qu'est le rapport annuel qu'elle est tenue de publier en vertu de l'article 41 de l'arrêté royal n° 185(17).

Il ne faudrait cependant pas se contenter de rattacher l'action de la Commission en matière de droit des sociétés au seul titre II

(13) Lequel fut étendu à diverses reprises. Article 22 de la loi du 10 juin 1964 ; article 1er de la loi du 10 juillet 1969 sur la sollicitation de l'épargne publique, notamment en matière de valeurs mobilières ; article 104*bis* du titre V du livre 1er du Code de commerce qui concernait la cotation d'office abrogé par l'article 104, 1° de la loi du 4 décembre 1990 sur les marchés financiers. Quoique l'article 32 de la loi du 4 décembre 1990 ne parle plus expressément de cotation d'office, celle-ci paraît toujours possible puisqu'une société peut-être inscrite à la cote sans l'avoir demandé pour autant que la Commission de la Cote (à partir du 1er janvier 1993, la Commission de la Bourse en vertu de l'article 95, L. 4 décembre 1990) lui demande son avis préalablement à son inscription.

(14) Rapport 1935-1960, p. 147.

(15) Rapport 1935-1960, p. 152.

(16) Sur les processus normatifs dans l'action de la Commission ainsi que sur les sources des normes professionnelles dans son action, voy. J. Le Brun, « Les normes professionnelles dans l'action de la Commission bancaire », in *Le droit des normes professionnelles et techniques*, Bruxelles, Bruylant, 1985, p. 125 à 146 ; voy. aussi, E. Wymeersch, *o.c.*, p. 208 à 219 ; X. Dieux, « Le contrat — Objet et instrument de dirigisme », in *Les obligations contractuelles*, Bruxelles, *Jeune Barreau.*, 1984, p. 340, n° 25 ; B. Glansdorff et X. Dieux, « Droit commercial général — Examen de jurisprudence (1980-1987) », *R.D.C.*, 1991, p. 200 à 202, n° 9.

(17) Voy. E. Wymeersch, *o.c.*, p. 214.

de l'arrêté royal n° 185. En effet, d'une part, le régime de création des obligations convertibles ou avec droit de souscription est organisé depuis 1962, par les articles 101*bis* et suivants, LCSC(18) qui introduisirent un contrôle spécifique de la Commission lors de la création d'obligations convertibles ou avec droit de souscription(19). D'autre part, les sociétés à portefeuille furent soumises en 1967, par l'arrêté royal no 64, au contrôle permanent de la Commission sous l'angle de l'information des actionnaires et du public(20).

Quoique le champ d'application du statut des sociétés à portefeuille diffère fondamentalement de celui des émissions(21), le statut réglementé par l'arrêté royal no 64 s'inscrit dans le fil direct du régime des émissions. « *La Commission bancaire veille à la qualité de l'information publiée. Par une action persistante de conseil et de recommandation, elle tente de conduire ou plutôt d'accompagner les sociétés à portefeuille vers le respect d'un certain nombre de principes de déontologie* »(22).

Hormis le régime des émissions, le statut des sociétés à portefeuille et, dans une certaine mesure les articles 101*bis* et suivants, LCSC, introduits en 1962, on ne trouvait pas, dans le droit positif, de mention de la Commission bancaire touchant au droit des sociétés(23). L'importance de l'action de la Commission en la

(18) Voy. à ce sujet J. Le Brun, *o.c.*, p. 360, n° 859.

(19) Ce contrôle était à l'époque original et nouveau, en ce sens qu'il s'appliquait, à l'origine à toutes les émissions d'obligations convertibles ou avec droit de souscription, qu'elles soient publiques ou privées (voy. Rapport 1963, p. 107 à 109). C'est la loi du 9 mars 1989 (art. 23, 1° et 2°) qui limitera l'obligation de transmettre à la Commission quinze jours au préalable le rapport du conseil d'administration exposant l'objet et la justification détaillée de l'opération proposée, aux seules sociétés ayant fait ou faisant appel public à l'épargne. Sur l'évolution de ce régime, voy. *infra* p. 16 à 18.

(20) A.R. n° 64 du 10 novembre 1967 organisant le statut des sociétés à portefeuille ; voy. not. J. Le Brun, p. 415 à 428 ; C. Dauw, « La Commission bancaire et le droit comptable », *TPC*, Kluwer, Contexte VIII ; H. Biron, « Le régime belge des sociétés à portefeuille, prémices d'un droit des groupes ? », *o.c.*, p. 175 à 190.

(21) Le régime des émissions s'applique à tous les appels publics à l'épargne, quelle que soit la personne qui envisage de recourir à une telle opération. L'article 26 de l'A.R. n° 185 commence d'ailleurs par le mot « quiconque ». Le champ d'application du statut des sociétés à portefeuille, par contre, repose sur l'existence de liens de participation (voy. l'article 1er de l'A.R. n° 64 précité).

(22) H. Biron, *o.c.*, p. 179.

(23) Certes, certaines conceptions avancées par la Commission dans le cadre de sa doctrine prétorienne s'étaient retrouvées dans le droit des sociétés mais

matière contrastait donc singulièrement avec la relative indigence de ses compétences formelles en la matière.

Depuis peu, toutefois, d'importantes dispositions légales et réglementaires ont envahi le champ du droit des sociétés et du droit financier, se substituant parfois aux anciennes recommandations de la Commission ou lui attribuant de nombreuses compétences nouvelles, très souvent en ce qui concerne les sociétés cotées ou, expression plus large, les sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne.

C'est ainsi, par exemple, que la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition instaura par son chapitre premier, complété par son arrêté d'exécution du 10 mai 1989, un régime dit de « transparence » des participations importantes (24). Quant à son chapitre second, complété par l'arrêté royal du 8 novembre 1989, il créa en droit

---

sans avoir créé de nouvelle compétence formelle de la Commission. On pense par exemple au droit de souscription préférentiel introduit dans les lois coordonnées par la loi du 5 décembre 1984 (voy. à ce sujet *infra*, pp. 397-404 ; X. Dieux, La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?, *Revue*, 2015, pp. 217-219, n° 3 et notes).

(24) J. Wouters, « De openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen », in *Recente ontwikkelingen in het financieel recht*, Brussel, B.C.N.A.R., 1990, n° 2, p. 19 à 48 ; G. Keutgen et G.A. Dal, « La transparence de l'actionnariat », *J.T.*, 1989, p. 450 à 457 ; H.P. Lemaitre, « La loi sur la transparence des participations », in *Développements récents du droit financier*, Bruxelles, C.B.N.C.R., 1990, n° 2, p. 7 à 28 ; J.M. Gollier et P. Vandepitte, « Les notions d'actions de concert, de contrôle et de contrôle conjoint dans le cadre de la loi du 2 mars 1989 tendant à assurer la transparence de l'actionnariat », *Revue*, 1990, p. 81 à 115 ; F. De Bauw, « La déclaration des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse », *R.T.D.C.*, 1990, p. 276 à 325 ; S. De Keyser, « De conventionele aanwending van de transparantie wetgeving : een alternatief voor het gebruik van aandelen op naam », *T.R.V.*, 1990, p. 304 à 310 ; C. Lempereur, « Harmonisation du droit des valeurs mobilières et intégration des marchés de valeurs mobilières dans la Communauté », in *L'instauration du marché intérieur le 1er janvier 1993*, Bruxelles, Ed. Jeune Barreau, 1986, p. 147 e.s. ; G. Bresseleers et J. Wouters, « De openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beur- ze genoteerde vennootschappen », *R.W.*, 1990, p. 688 à 705 ; D. Meulemans, « De invoering van een wettelijke regeling inzake transparantie en openbare overname-aanbiedingen », *T.R.V.*, 1989, p. 239 à 272 et p. 373 à 402 ; J. Tyteca, « Loi relative à la publicité des participations importantes », *Bilan*, 1989, p. 9 à 16 ; J.-P. De Bandt et F. De Bauw, « Loi du 2 mars 1989 sur la transparence de l'actionnariat des sociétés cotées », *Journal des Procès*, n° 154, 1990, p. 9 à 14 ; G. Horsmans, « Transparence et égalité », *RDAI*, 1991, p. 659-668.

positif une réglementation des offres publiques d'acquisition et des modifications du contrôle(25).

La loi du 9 mars 1989, quant à elle, apportait diverses modifications au titre V du livre Ier du Code de commerce et à l'arrêté royal n° 185. C'est ainsi notamment que le fameux « *nihil obstat* »(26) a été remplacé, en exécution des obligations communautaires de la Belgique en matière de prospectus d'admission, par une procédure d'approbation du prospectus(27). En outre, cette

(25) A..Bruyneel, « Les offres publiques d'acquisition, réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, p. 141 à 160. et p. 165 à 183 ; P.-A. Foriers, « Le nouveau régime des OPA et des modifications du contrôle », pp. 29-73 et K. Byttebier en V. De Schryver, « De nieuwe reglementering inzake het openbaar overnamebod en de verhandeling van controleparticipaties », in *Développements récents du droit financier*, Études et documents — Centre Belge de Normalisation de la Comptabilité et du Révisorat, n° 2, 1990 ; K. Geens, J.M.M. Maeijer, J.-M. Nelissen Grade, W. Van Gerven, K. Van Hulle e.a., *Openbaar bod en beschermingsconstructies, recente evolutie in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, Kalmthout, Bible, 1990 ; K. Geens en W. Van Gerven, « Beschermingsmaatregelen voor de doelwitvennootschap in het kader van de nieuwe O.O.B. reglementering », *T.R.V.*, 1990, p. 393-409 ; K. Geens, « De wijziging van controle in een vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan », *T.R.V.*, 1990, p. 102-119 ; D. Van Gerven, « Het openbaar bod op stemrechtverlenende en daarmee gelijkgestelde effecten : de nieuwe procedure doorgelicht, Hoofdstuk II van het De Benedetti-K.B. van 8 november 1989 », *T.R.V.*, 1990, p. 141-174 ; A. Bruyneel et J. Peeters, « The end of a gentleman's era in Belgium », *I.F.L.R.*, September 1990, p. 28-31 ; D. Meulemans, « De private overdracht van een controleparticipatie », *DAOR*, 1991, p. 9 à 60 ; S. Vandeginste, « Standpunt : Is artikel 16 Wet 2 maart 1989 strijdig met het EEX-verdrag ? », *T.R.V.*, 1991, p. 357 ; E. Wymeersch, « Cessions de contrôle et offres publiques obligatoires », *Revue*, 1991, p. 151 à 242 ; K. Vanhaerents, « De exclusieve bevoegdheid van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen onder artikel 16 van de Wet van 2 maart 1989 blijkbaar verkeerd begrepen », note sous Civ. Bruxelles (réf.), 16 juillet 1990, *T.R.V.*, 1991, p. 427 à 430 ; P. Van Ommeslaghe, « Le règlement sur le contrôle des opérations de concentration entre entreprises et les offres publiques d'acquisition », *Cah. Dr. Eur.*, 1991, p. 259-314 ; E. Wymeersch, « Verplicht overnamebod — Een kritische ontleding », *Bank- en Financiewezen*, 1992, n° 2, p. 85-98 ; E. Wymeersch, « L'offre publique d'achat obligatoire », *RDAI*, 1991, p. 625-643 ; K. Vanhaerents, « Tussenkomst van de voorzitter in kart geding bij een openbaar overnameaanbod- Afdwingen van het recht op informatie », note sous Comm. Bruxelles (Réf.), 25 novembre 1991 et 5 décembre 1991, *T.R.V.*, 1992, p. 376 ; F Hellemans en P. Wytinck, « Accor-Wagons Lits : de E.E.G. kartelrechtelijke keerzijde », *T.R.V.*, 1992, p. 343.

(26) Sur cette notion, voy. not. J. Le Brun, *o.c.*, p. 288-289, n° 696 ; A. Bruyneel, « La Commission bancaire belge », *o.c.*, p. 131-132.

(27) Sur cette dernière loi, voy. E. Wymeersch, « De nieuwe reglementering van de openbare uitgifte van effecten en de financiële informatie » in *Financiële herregulering in België*, Antwerpen, Kluwer rechtswetenschappen, 1991, p. 102 à 156.

loi avait fourni les nouvelles bases légales nécessaires à l'adoption des trois arrêtés royaux du 18 septembre 1990. Le premier concerne les obligations découlant de l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de fonds publics et de change du royaume. Le deuxième est relatif aux Comités de la cote auprès des Bourses de valeurs mobilières du Royaume et à l'admission des valeurs mobilières à la cote. Le troisième est relatif au prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de fonds publics et de change du Royaume(28).

La modification du titre Ier du livre V du Code de commerce relevait toutefois de l'acharnement thérapeutique puisque la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers allait l'abroger(29). Retenons, dans le

(28) Sur ces arrêtés, voy. notamment J. Tyteca, « De verhandeling van effecten, andere financiële instrumenten en deviezen », in De nieuwe Beurswetgeving, Kalmthout, Biblo, 1991, p. 217-223 ; G. Horsmans et J.-F. Tossens, « Réflexions sur la nature et le régime juridiques des valeurs mobilières et des autres instruments financiers », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Bruxelles, Larcier, 1992, p. 169 et note 65 ; Ph. Lambrecht, « Du délit d'initié », *J.T.*, 1991, p. 671-672, n°s 2 à 8 ; 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.

(29) Art. 104, 1°, Loi du 4 décembre 1990 ; voy. également les dispositions transitoires, art. 80 à 95. Sur cette loi, voy. H. Swennen, « Hervorming van de financiële markten : de wet van 4 december 1990 », *R.W.*, 1991, p. 865-874 ; A. Bruyneel, « La réforme financière de 1990 — Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers », *J.T.*, 1991, p. 549-563 ; J.-P. Keppenne et Y. Stempnierwsky, « La réforme financière de 1990 — Livre II — Les marchés secondaires en valeurs mobilières et autres instruments financiers », *J.T.*, 1991, p. 573 à 579 ; J. Peeters et L. Cornelis, « La réforme financière de 1990 — Livre III — Les organismes de placement collectif », *J.T.*, 1991, p. 609 à 613 ; J.-F. Romain, « La réforme financière de 1990 — Livre IV — La gestion de fortune et le conseil en placements », *J.T.*, 1991, p. 629 à 632 ; P. Lambrecht, *o.c.*, p. 671 à 675 ; V. Meunier, « La réforme financière de 1990 — Livre VI — Le commerce des devises et le courtage en change et en dépôts' », *J.T.*, 1991, p. 689 à 691 ; L. Cornelis, H. Cousy, J. Couturier et al., *De nieuwe beurswetgeving. Commentaar bij de Wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991 ; G. Schrans, E. Wymeersch et al., *Financiële herregulering in België 1990*, Gent, Instituut voor Financieel Recht R.U.G., Antwerpen, Kluwer, 1991 ; M. Flamée et T. Tilquin, « La gestion de fortune et le conseil en placement », *Rev. Banq.*, 1991, p. 561-587 ; J.-M. Gollier et D. Valschaerts, « Les transactions sur valeurs mobilières cotées et non cotées », *Revue*, 1992, p. 5-45 ; G. Horsmans (Dir.), Le nouveau droit des marchés financiers, Bruxelles, Larcier, 1992.

cadre de ce rapport, que cette loi adapta la dénomination de la Commission (30) ; qu'elle opéra une réforme boursière complète dans son livre II (31) ; qu'elle abrogea l'article 509*quater* du Code pénal qui avait été introduit par la loi du 9 mars 1989 et le remplaça par son livre V qui régit désormais le délit d'initié (32) ; qu'elle conféra des pouvoirs d'enquête nouveaux et originaux à la Commission (33) ainsi qu'une possibilité d'action en cessation (34) et, qu'en outre, elle apporta encore quelques modifications à l'arrêté royal n° 185, permettant notamment, par l'insertion d'un nouvel article 34*bis* (35) de mettre sur pied un régime de reconnaissance mutuelle des prospectus d'offre

(30) Art. 234 e.s. : Commission bancaire et financière.

(31) Voy. références citées note (29)

(32) Sur l'article 509*quater* du Code pénal, voy. B. Feron et O. Van Herstraeten, « L'exploitation abusive d'informations privilégiées », *J.T.*, 1989, 573-578 ; D. Devos, « Les opérations d'initiés au regard du droit commun belge », *Rev. Banque*, 1989, 483-486 ; S. Boelaert et P. Verbanck, « Bespreking van de strafbepalingen op het stuk van insider trading in het wetsontwerp nr. 533. Onderzoek naar de fiscale behandeling van strafrechtelijk beteugelde handelingen », *T.R.V.*, 1988, 237-283 ; J. Cerfontaine, « De huidige en toekomstige wetgeving op het misbruik van voorwetenschap in het licht van de Europese richtlijn », *Financiële herregulering in België*, Kluwer, Antwerpen, 1991, 417-428 en 36 ; L. Huybrechts, « Bedenkingen bij een nieuw misdrijf : misbruik van voorwetenschap », *Financiële herregulering in Belgie*, *op. cit.*, 492-504 ; K. Geens, « Mag de raad van bestuur oneigenlijk gebruik maken van een aanvaardingsclausule om de verkoper het voordeel te gunnen van voorwetenschap? », note sous Rechtb. Koop. Brussel, 26 oktober 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 62-66 ; Sur le Livre V de la loi du 4 décembre 1990, voy. D. Devos, « Les opérations d'initiés en droit positif belge », *Rev. Banq.*, 1991, p. 462 ; R. Huberty, « L'introduction en droit belge du délit d'initié », *Ann. dr. Louv.*, 1991, p. 229 ; A. Bruyneel, « La Réforme financière de 1990, Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers », *o.c.*, p. 556 ; P. Lambrecht, « Du délit d'initié », *o.c.*, p. 672 ; K. Geens, « Hoe duidelijk moet informatie zijn om bevoorrecht te zijn ? », *T.R.V.*, 1991, p. 221 ; B. Hendrickx en W. Van Gulck, « Misbruik van voorwetenschap in vergelijkend perspectief », *Jura Falconis*, 1990-91, p. 361-399 ; D. Philippe, « 'Les opérations d'initiés », *Revue*, 1991, n° 6565, p. 95-120 ; P. Krekels, « Misbruik van voorkennis naar Belgisch recht : de repressieve keerzijde van de informatiemedaille? », *R.D.C.*, 1992, n° 1, p. 3-53 ; T. Tilquin, « Occasionele informatief die de beurskoers kan beïnvloeden », *T.R.V.*, 1992, pp. 191-215.

(33) On pense notamment à l'article 28, L. 4 décembre 1990.

(34) Voy. notamment G.-A. Dal, « Les procédures : Action en cessation, règlement des différends et quelques autres procédures », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, *o.c.*, p. 209 à 232 ; voy. aussi l'intéressant jugement de cessation du Président du tribunal de commerce de Bruxelles du 21 septembre 1992, mentionné dans l'Écho du 22 septembre 1992, à paraître dans la Revue de la Banque.

(35) Art. 233, Loi du 4 décembre 1990.

publique et des prospectus d'admission à la cote d'une bourse de valeurs mobilières (36).

Enfin, complétant cet arsenal législatif nouveau, la loi du 18 juillet 1991 modifiant les lois sur les sociétés commerciales coordonnées le 30 novembre 1935 dans le cadre de l'organisation transparente du marché des entreprises et des offres publiques d'acquisition (37), a fait pénétrer dans les lois coordonnées sur

(36) Voy. l'arrêté royal du 14 novembre 1991 relatif à la reconnaissance mutuelle au sein des communautés européennes des prospectus d'offre publique et des prospectus d'admission à la cote d'une bourse de valeurs mobilières. Relevons également l'arrêt royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs.

(37) K. Geens, « De overgangsregeling in de nieuwe vennootschapswetten van 18 en 20 juli 1991 », *T.R.*V., 1991, p. 281 e.s. ; F. Bouckaert, « De wet van 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van de doorzichtige organisatie van de ondernemingen en de openbare overname aanbiedingen », *Syllabus studiedag Antwerpen*, 12 september 1991, nr. 82 e.s., p. 60 e.s. ; J. Lievens, *De Nieuwe Vennootschapswet*, Mys & Breesch uitgevers, Gent, 1991 ; J.-L. Duplat et P. Lambrecht, « Évolution récente du droit des sociétés », in *Le droit des affaires en évolution*, 2ème journée du juriste d'entreprise, 24 X 1991, Bruxelles — Antwerpen, Bruylant — Kluwer, 1991, p. 33 à 101 ; P. Marchandise, « Les sociétés cotées et la réforme 1991 du droit des sociétés », in *Le droit des affaires en évolution, o.c.*, p. 103 à 121 ; G. Van Fraeyenhoven, M. Coipel, H. Michel, M. Grégoire et E. Beguin, *Réforme des sociétés*, Recyclage organisé le 22 octobre 1991 par la licence en notariat de l'U.C.L. ; G. Horsmans, « Le droit des sociétés à l'aube de l'an 2000 », in *Le nouveau droit belge des sociétés*, Colloque organisé le 3 décembre 1991 par le Centre Jean Renauld de l'U.C.L. ; G. Keutgen, « Le capital », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; J.-F. Tossens, « Les titres », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; F. T'kint, « Le droit de vote et l'assemblée générale », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; I. Corbisier, « Les conventions d'actionnaires », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; G. Horsmans, « Le conseil d'administration : pouvoirs et responsabilités », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; G.-A. Dal, « Publicité des comptes annuels et missions des experts comptables », in *Le nouveau droit belge des sociétés* ; P. De Wolf et B. feron, « Les conventions d'actionnaires. Une évolution inachevée », *DAOR*, n° 21, décembre 1991, p. 29-47 ; O. Ralet, « La responsabilité des administrateurs et l'action minoritaire », *DAOR*, n° 21, décembre 1991, p. 49-60 ; P. Ernst, « Belangenconflicten in naamloze vennootschappen », *R.W.*, 1992, p. 585-607 ; F. Bouckaert, « Kapitaalverhoging — toegestane kapitaal — voorkeurrechtrecht van voorrang », *N.V. en B.V.B.A. na de Wet van 18 juli 1991*, Kalmthout, Biblo, 1992, p. 11-28 ; K. Geens, « Verwerving van eigen aandelen en personeelsaandelen », *idem*, p. 29-52 ; J.M. Nelissen Grade, « Goedkeurings- en voorkoopclausules in de naamloze vennootschap. Overeenkomsten betreffende de uitoefening van het stemrecht », *idem*, p. 53-90 ; J. Tyteca, « Aandelen zonder stemrecht en winstbewijzen — converteerbare obligaties en warrants », *idem*, p. 91-164 ; K. Geens en B. Servaes, « Het nieuwe verbod op de kruisparticipaties : een bescheiden rem op de autocontrole », *idem*, p. 165-194 ; L. Weyts, « Beraadslaging en stemming », *idem*, p. 195-216 ; H. Laga, « De minderheidsvordering

les sociétés commerciales plusieurs dispositions relevant du droit financier(38). Parmi ces dispositions, relevons certaines compétences nouvelles de la Commission. Ainsi, l'article 33*bis*, §§ 3 à 5, LCSC reprend le régime de l'article 8 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 et « légalise » la règle de la paralysie partielle du conseil d'administration de la société cible dès réception d'une communication d'OPA faite par la Commission(39). En vertu de l'article 41, § 4, LCSC, l'opposabilité à un offrant des clauses d'agrément figurant dans les statuts ou dans un acte authentique d'émission d'obligations convertibles ou de droits de souscription dépend entre autres de leur communication à la Commission avant le lancement de l'OPA. L'article 52*bis*, § 7, LCSC, oblige les sociétés cotées à avertir la Commission de ces opérations de rachat d'action qu'elles envisagent de faire en vertu de l'article 52*bis*, § 1er, LCSC. La Commission est chargée de vérifier la conformité des opérations de rachat avec la décision de l'assemblée générale autorisant le rachat. Elle rend public son avis si elle estime qu'elles n'y sont pas conformes. On citera également le rôle assigné à la Commission dans le cadre de la nouvelle réglementation de la sollicitation publique de procuration régie par

---

en het deskundigenonderzoek », *idem*, p. 217-250 ; M. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, « Les sociétés commerciales — Loi du 18 juillet 1991 », *J.T.*, 1992, p. 185 à 201 et 209 à 220 ; F. DE BAUW, « L'organisation et la tenue des assemblées générales de sociétés anonymes depuis la loi du 18 juillet 1991 », *R.D.C.*, 1992, n° 3, p. 222-249 ; F. GLANSDORFF et H.-P. LEMAITRE, « L'application dans le temps de la nouvelle législation sur les sociétés commerciales : droit transitoire et adaptation des statuts », exposé au C.I.E.A.U. le 16 mars 1992, *DAOR*, 1992, p. 9-43 ; H. BRAECKMANS, « De nieuwe vennootschapswet van 18 juli 1991 », *R.W.*, 1992, p. 1001 à 1018 et 1041 à 1058 ; H. BRAECKMANS, « Aspecten van overgangsrecht in de nieuwe vennootschapswet van 18 juli 1991 », *R.W.*, 1992, p. 1409 à 1413 ; J.-L. DUPLAT, « Les embûches de l'article 60 des LCSC et la responsabilité accrue des professionnels de la comptabilité », *Rev. belge de la comptabilité*, n° 1, mars 1992, p. 5 à 13 ; A. ROMBOUTS, « Standpunt : Het nieuwe artikel 41 § 2 van de vennootschappenwet. Wat met de geldigheid van aandelenopties ? », *T.R.V.* 1992, p. 145 ; J. VAN BAEL e.a., Nieuwe vennootschappenwet 1991, Kluwer rechtswetenschappen, Antwerpen, 1991 ; D. VAN GERVEN, « De draagwijdte van de nieuwe regeling inzake overdraagbaarheidsbeperkingen », *T.R.V.*, 1992/5,. p. 302.

(38) Voy. X. DIEUX, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, 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, p. 2, sp. note 4.

(39) Voy. X. DIEUX, *o.c.*, p. 37.

l'article 74, § 3, LCSC, ainsi que celui qu'elle est amenée à jouer en ce qui concerne les participations réciproques nées avant le 5 novembre 1990 en vertu de l'article 219 § 4, LCSC(40). Notons également que l'article 54 de la loi du 18 juillet 1991 a complété l'article 1er, § 1er, de la loi du 2 mars 1989 afin d'adapter la réglementation transparence à l'introduction des actions sans droit de vote dans les lois coordonnées sur les sociétés commerciales. Enfin, l'article 56 de la loi du 18 juillet 1991, par l'insertion d'un nouvel article 17*bis* dans la loi du 2 mars 1989, limite largement la création de nouvelles poison-pills.

L'ampleur de ce droit positif nouveau nous paraît renforcer encore la nécessité d'une doctrine de la Commission en matière de droit des sociétés. La Commission ne doit pas, en effet, se muer en un simple contrôleur de l'application de textes légaux et réglementaires de plus en plus fouillés. Elle y perdrait sa spécificité et ne répondrait pas à l'attente de ses « administrés » qui peuvent légitiment espérer qu'elle les aide à retrouver leur chemin dans le dédale de plus en plus complexe de notre droit des sociétés.

Dans les pages qui suivent, nous allons nous attacher à montrer l'évolution de la doctrine de la Commission en matière de droit des sociétés depuis une dizaine d'années, ainsi que la réception totale ou partielle d'une partie de cette doctrine par le droit positif. Volontairement, pour éviter de prolonger inutilement ce rapport, nous nous limiterons aux matières qui touchent directe ment aux lois coordonnées sur les sociétés commerciales, ainsi qu'aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle(41).

(40) Cette question sera abordée dans le Rapport de la Commission qui paraîtra avant la fin de l'année.

(41) Pour ce qui est des compétences très importantes de la Commission en matière de contrôle de l'information, voy. notamment J.-L. Duplat, « L'accès à l'information des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées et non cotées », *o.c.*, et autres références citées *supra* note (28).

Chapitre II. Principales évolutions récentes de la doctrine de la commission en matière de droit des sociétés réception totale ou partielle d'une partie de la doctrine de la commission par le droit positif

Section 1. *Droit de préférence — Capital autorisé — Droit de priorité*

Le droit de préférence est certainement un des meilleurs exemples de l'efficacité de la magistrature officieuse de la Commission. Ainsi, dès la fin de la seconde guerre mondiale, la Commission recommandait-elle que les actionnaires bénéficient en principe, automatiquement et même en l'absence de dispositions statutaires, du droit de souscrire par préférence les actions nouvelles. Elle avait fait de même pour les obligations convertibles ou avec droit de souscription avant que la loi du 23 juillet 1962 ne le prévoie expressément à leur propos(42).

Dans la période sous revue, avant l'introduction du droit de préférence légal pour les augmentations de capital à réaliser en numéraire, la Commission ne consacra que trois passages de son rapport au droit de préférence. Dans un premier cas, qui traitait d'une dérogation au droit de préférence réalisée dans le respect des conditions auxquelles la Commission admettait de telles dérogations (intérêt de la société, effets identiques pour tous les actionnaires, juste prix), la Commission indiquait que « *la difficulté inhérente à la détermination de ce juste prix de souscription a conduit le souscripteur à prendre publiquement l'engagement de rétrocéder aux actionnaires anciens les actions nouvelles souscrites, au cas où, au cours d'une période déterminée, le cours de bourse de la part sociale viendrait à dépasser, pendant un certain temps, un niveau donné* »(43). Dans un deuxième cas, la Commission avait rappelé que le prospectus d'émission

(42) J. Le Brun, *o.c.*, p. 313-314, n° 751 et sur l'évolution de la matière jusqu'en 1979, p. 313 à 319, n°s 751 à 759 et p. 359 à 367, n°s 858 à 879 ; voy. aussi A. Bruyneel, « La commission bancaire belge », *o.c.*, p. 135, M. Massagé, *L'adaptation du droit des sociétés anonymes aux deuxième et quatrième directives européennes (Loi du 5 décembre 1984)*, Bruxelles, Swinnen, p. 75-76, n° 50 ; voy. aussi *supra* note (19).

(43) Rapport 1982-1983, p. 79.

devait contenir des indications sur les principaux actionnaires et sur leurs intentions quant à l'exercice de leur droit de préférence (44). Notons que ces indications font aujourd'hui partie du schéma minimum de prospectus d'émission annexé à l'arrêté royal du 31 octobre 1991 (45). Enfin, dans un troisième cas, on avait assisté à une disparité entre le cours des scripts (46) vendus à la Bourse de Bruxelles et à celle d'Anvers. Cette disparité ne put être expliquée. En l'espèce, pour que les actionnaires soient mis sur le même pied et bénéficient du prix le plus élevé, les preneurs fermes ont, à la demande de la Commission, décidé que, pour tous les droits non exercés, ils se référeraient au cours le plus élevé (47).

Dans son rapport 1984-1985 (48), la Commission eut l'occasion de saluer la consécration par la loi du 5 décembre 1984 du droit de préférence des actionnaires à souscrire des actions nouvelles (49), droit qu'elle avait toujours défendu (50).

---

(44) Rapport 1983-1984, p. 73.

(45) A.R. 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs, Schéma A, points 2.2.1. et 3.2.6.

(46) Pour les sociétés cotées, la Commission prescrit la matérialisation des droits de souscription non exercés dans des scripts qui peuvent ainsi être vendus publiquement en Bourse. Les actionnaires n'ayant pas exercé leur droit de préférence peuvent ainsi être indemnisés. Voy. sur ce point J. Le Brun, *o.c.*, p. 317, n° 757.

(47) Rapport 1984-1985, p. 74.

(48) Rapport 1984-1985, p. 53 à 57.

(49) Rappelons qu'il s'agissait là, notamment, de la transposition en droit belge de l'article 29 de la deuxième directive 77/91 du conseil du 13 décembre 1976 ; sur ce point, voy. références citées par X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, *o.c.*, p. 5, note 12. Sur le régime introduit à l'article 34*bis*, LCSC, par la loi du 5 décembre 1984, voy. not. M. Massagé, *o.c.*, p. 77 à 94, n°s 51 à 61 ; B. Van Bruystegem, *De vennootschappenwet '86*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, 1986, p. 47 à 53 ; Y. Merchiers, « De oprichting en de kapitaalverhoging bij de naamloze vennootschap », in E. Wymeersch en H. Braeckmans, *Het nieuwe vennootschappenrecht*, p. 26 à 30.

(50) Voy. références citées dans Rapport 1984-1985, p. 54, note (1) ; dans son Rapport 1985-1986, p. 60, la Commission souligne les raisons de cette position : « *D'une part,* [le droit de préférence] *constitue pour les actionnaires un moyen indispensable pour conserver leur position et leur pouvoir votal dans la société. D'autre part, il leur évite de subir un préjudice financier. En effet, le prix d'émission des actions nouvelles est généralement inférieur au cours de bourse ou à la valeur intrinsèque des actions anciennes, notamment pour inciter les actionnaires à participer à l'émission. Sans le droit de préférence, les actionnaires subiraient, proportionnellement à cette différence, un préjudice financier au profit des nouveaux actionnaires* ».

Dans son Rapport 1985-1986, la Commission notait le fait que de nombreuses émissions étaient réalisées hors droit de préférence en raison notamment du succès des émissions sur le marché des euro-capitaux (51). Elle y rappelait les trois conditions de fond nécessaires pour déroger au droit de préférence, c'est-à-dire le respect de l'intérêt social (52), de l'égalité de traitement de tous les actionnaires et du juste prix (53).

Dans le même rapport, la Commission relevait également le fait que depuis l'introduction du capital autorisé dans les lois coordonnées, la plupart des émissions nouvelles des sociétés cotées étaient décidées par le conseil d'administration. C'est toutefois dans son rapport 1986-1987 (54) que la Commission eut l'occasion d'exposer sa doctrine en matière de capital autorisé (55). Dans ce cadre, elle souligna les compétences respectives de l'assemblée générale et du conseil d'administration, l'étendue des pouvoirs du conseil dans le cadre de l'utilisation du capital autorisé ainsi que le devoir de prudence et de responsabilité du conseil utilisant ce capital. Elle rappela également les conditions requises par la loi pour justifier une dérogation au droit de préférence des actionnaires, notamment dans le cadre d'une augmentation de capital réalisée au moyen du capital autorisé. À cette occasion, elle donna de nouveaux exemples de motifs tirés de l'intérêt social qui pouvaient justifier une telle dérogation : « *Il peut par exemple s'agir de donner une dimension internationale à l'actionnariat, d'accroître la réputation de la société, de renforcer son capital, de préserver son autonomie en faisant appel à de nouveaux actionnaires institutionnels stables, de créer des possibilités*

(51) Rapport 1985-1986, p. 61, s'agissant des émissions sur le marché des euro-capitaux : « *Le nouveaux titres y sont dans la plupart des cas émis au cours prévalant sur le marché boursier. Ils sont pris ferme par un syndicat international d'établissements financiers et placés dans le marché dit* "institutionnels" *par l'intermédiaire d'un réseau étendu d'établissements financiers de différents pays. Il est évident que cette technique d'émission est peu compatible avec le droit de préférence des actionnaires* ».

(52) A ce sujet, voy. X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, *o.c.*, p. 19-20, n° 8.

(53) Rapport annuel, 1985-1986, p. 62 à 64.

(54) Rapport 1986-1987, p. 59 à 85.

(55) De manière plus générale, sur le capital autorisé, voy. A. Benoît-Moury, « Dix ans de jurisprudence en matière de sociétés », *Actualités du droit*, 1991, p. 134 à 142, n°s 60 à 62 ; H. Laga et K. Geens, « Vennootschapsrecht 1989 », *T.R.V.*, 1990, p. 497-498, n° 24-25 et réf. citées.

de coopération avec des partenaires nouveaux, voire de maintenir la continuité de la structure de l'actionnariat »(56).

Concernant ce dernier point, la Commission indiquait que « *l'intérêt social ne requiert pas toujours le maintien de la structure existante de l'actionnariat de contrôle. Il pourrait y avoir là un facteur de rigidité qui empêche le développement de l'entreprise, voire l'entraîne sur la voie du déclin. Une modification importante de l'actionnariat de contrôle existant est susceptible d'ouvrir de nouvelles perspectives pour l'avenir de la société. Inversement, il peut être de l'intérêt de la société que la structure de son actionnariat de contrôle bénéficie d'une continuité, qu'elle soit renforcée par l'augmentation de la part relative dans le capital du ou des principaux actionnaires ou encore qu'elle soit épaulée par l'entrée d'un nouveau partenaire ayant, avec les principaux associés en place, une communauté de vues sur l'avenir de la société* »(57). L'utilisation du capital autorisé comme moyen de défense anti-OPA était-elle dès lors permise ? On sait les questions que souleva l'utilisation du capital autorisé dans l'affaire dite de la « Générale ». Pour des raisons évidentes, nous nous abstiendrons de tout commentaire sur cette affaire(58). Relevons seulement le fait que la réglementation mise en place après cette affaire a prévu la règle de la paralysie partielle du conseil d'administration de la société cible dès réception de la communication faite par la Commission de ce qu'elle a été sai-

(56) Rapport 1986-1987, p. 63. Concernant le dernier motif, la Commission consacrait les pages 72 à 85 de ce rapport à traiter de l'usage du capital autorisé et de la structure de l'actionnariat de contrôle.

(57) Rapport 1986-1987, p. 79.

(58) Sur cette affaire voy. not. Rapport 1987-1988, p. 57 à 87 ; A. Bruyneel, « Les offres publiques d'acquisition Réforme de 1989 », *J.T.*, p. 146-149, n°s 17 à 24*bis* ; J. Lievens et H. Laga, « Vennootschapsrecht 1988 », *T.R.V.*, 1990, p. 3 à 14 ; K. Geens, « Het toegestaan kapitaal c : lls afweermechanisme tegen overvallen : het wettig belang van de "bieder" (Cerus) en het vennootschapsbelang van de "doelwitvennootschap" (GMB) », *T.R.V.*, 1988, p. 133 e.s. ; J. Tyteca, « Kroniek Financieel Recht », *T.R.V.*, 1988, p. 425 à 429 ; sur le problème particulier du capital autorisé, voy. notamment M. Wyckaert, « De formaliteiten en de voorwaarden van een kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht in het kader van het toegestaan kapitaal », *T.R.V.*, 1988, p. 401 e.s. ; X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, *o.c.*, p. 32 à 38, n°s 13 à 15 ; en ce qui concerne les principales décisions judiciaires intervenues dans cette affaire, voy. A. Benoît-Moury, « Cerus-de Benedetti contre la Société Générale de Belgique. Les grandes étapes d'une saga financière », *J.T.*, 1988, p. 217-238.

sie d'un avis d'OPA(59). L'utilisation du capital autorisé avec suppression ou limitation du droit de préférence n'est donc en principe plus permise dès cette réception, sauf l'exception limitée prévue à l'article 33*bis*, § 4, nouveau, LCSC.

La Commission admettait également la possibilité de réaliser une fusion par le moyen du capital autorisé(60). Cette possibilité disparaîtra toutefois lorsque sera adopté le projet de loi modifiant les lois coordonnées, en ce qui concerne les fusions et les scissions de sociétés. Dans son exposé introductif fait devant la Commission de la Chambre chargée des problèmes de droit commercial et économique, le Vice-Premier Ministre et Ministre de la Justice et des Affaires Économiques a clairement indiqué que « *la décision de fusion relève toujours de la compétence de l'assemblée générale des sociétés qui connaissent une telle assemblée en raison de l'importance de la fusion pour chacune d'elles. En conséquence, la fusion ne pourra plus s'opérer par la technique du capital autorisé* »(61). C'est d'ailleurs ce qui ressort clairement de l'article 174/6 en projet selon lequel « *Dans chaque société, la fusion doit être décidée par l'assemblée générale (...)* ». Il n'a donc pas été fait usage de la possibilité que laissait l'article 8 de la troisième directive aux États membres de ne pas imposer le recours à l'assemblée générale à condition de respecter certaines conditions(62).

Par ailleurs, s'agissant des augmentations de capital réalisées au moyen d'apports en nature, pour lesquelles la loi n'impose pas le respect du droit de préférence, la Commission rappelait que les risques de transfert de patrimoine ou de dilution de la part relative des actionnaires ne participant pas à l'augmentation de capital étaient les mêmes qu'en cas d'augmentation de capital en

(59) Pour un commentaire de cette règle, voy. A. Bruyneel, « Les offres publiques d'acquisition », *o.c.*, p. 167 à 169 ; n°s 70 et 71 ; J.-M. Nelissen Grade, « Het openbaar bod en de beursoverval na de Beneditti K.B. », *o.c.*, p. 43 à 46 ; X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, *o.c.*, p. 35 à 38, n° 15.

(60) Rapport 1986-1987, p. 68.

(61) Rapport fait au nom de la Commission chargée des problèmes de droit commercial et économique par M. Poty, *Doc. Parl.*, *ch.*, 1991-1992 (S.E.), n° 491/5, p. 9 ; le texte adopté par la Commission est publié sous le n° 491/6 ; sur ce projet, voy. P. Van Ommeslaghe, « La réforme des fusions et des scissions de sociétés en droit belge » in *Le droit des affaires en évolution, 1ère journée du juriste d'entreprise — 15.XI.1990*, Bruxelles, Bruylant, 1992, p. 89 à 140 et noter étude, « Évolution récente du droit des sociétés », *o.c.*, p. 76 à 98.

(62) Voy. sur ce oint Rapport 1986-1987, p. 69.

numéraire. Des remèdes à cette situation pourraient, de l'avis de la Commission, être trouvés si « *les statuts prévoyaient* [dans ce cas le respect du droit de préférence] *ou si, nonobstant le silence des statuts, la société permettait à tous les actionnaires de participer à l'augmentation de capital, soit parce que les apports en nature ne sont pas spécifiques, soit parce que l'opération est ouverte à la fois à l'apporteur de biens spécifiques et aux autres actionnaires* »(63). La Commission rappelait également que l'absence de droit de préférence légal dans le cadre de ce type d'opérations ne pouvait toutefois empêcher le conseil d'administration d'en examiner attentivement les conséquences pour les actionnaires, d'autant qu'une application correcte, selon leur lettre et leur esprit, des règles légales prévues pour de telles augmentation de capital y conduisait(64). C'est ainsi notamment que « *le conseil doit justifier l'intérêt que présentent pour la société tant l'augmentation de capital elle-même que les apports. De plus, l'on retrouve ici le principe du juste prix : le conseil d'administration doit adopter une méthode qui permette d'évaluer à leur valeur réelle à la fois les apports qui seront effectués et les actions nouvelles qui seront émises en contrepartie* »(65).

On remarquera que la loi du 18 juillet 1991 a renforcé le régime de la protection des actionnaires en cas d'augmentation de capital par apports en nature puisque désormais le capital autorisé ne peut plus être utilisé pour « *des augmentations de capital à réaliser principalement par des apports ne consistant pas en numéraires à effectuer par un actionnaire de la société détenant des titres de cette société auxquels sont attachés plus de 10 p.c. de droits de vote* »(66). On remarquera également que, s'inspirant sans doute des recommandations que la Commission adressait aux sociétés qui désiraient introduire, par une modification des statuts, le capital autorisé(67), la loi prévoit désormais l'obligation pour le

(63) Rapport 1986-1987, p. 65.

(64) Rapport 1986-1987, p. 65.

(65) Rapport 1986-1987, p. 84.

(66) Art. 33*bis*, § 2, nouveau, LCSC ; voy. notre étude, « Évolution récente du droit des sociétés », *o.c.*, p. 39-40 ; J. Lievens, *o.c.*, p. 12 à 15 ; F. Bouckaert, *o.c.*, p. 15 et 16 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, n° 10 ; H. Braeckmans, *o.c.*, p. 1003-1004 ; P. Marchandise, « Les sociétés cotées et la réforme 1991 du droit des sociétés », in *Le droit des affaires en évolution — 2ème journée du juriste d'entreprise — 24.X.1991*, Bruxelles, Bruylant, 1991, p. 107.

(67) Rapport 1986-1987, p. 85.

conseil d'administration, lorsqu'il propose à l'assemblée d'insérer une clause de capital autorisé dans les statuts ou de renouveler l'autorisation statutaire, d'établir « *un rapport motivé indiquant les circonstances spécifiques dans lesquelles il pourra utiliser le capital autorisé et les objectifs que, ce faisant, il poursuivra* »(68).

Ce ne sont pas là les seules innovations que la loi du 18 juillet 1991 a apporté en matière de droit de préférence et de capital autorisé. Il faut encore relever que pour les sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, le montant du capital autorisé ne peut être supérieur à celui du capital social(69). En outre, le droit de préférence a également fait l'objet de diverses modifications(70).

Un dernier point mérite encore d'être relevé : l'introduction du droit de priorité. C'est dans son rapport 1986-1987 que la Commission évoqua la première fois la question. Partant de la constatation que la valeur théorique du droit de souscription était nulle quand il n'y a pas de prime d'émission, c'est-à-dire lorsque les actions nouvelles sont émises à la valeur réelle des titres anciens, et que, dans ce cas, la reconnaissance du droit de préférence pouvait même avoir pour conséquence d'augmenter le prix à payer par le souscripteur, la plupart des entreprises dérogeaient au droit de préférence lorsqu'elles procédaient à de telles opérations. Toutefois, « [l]*ors même que l'offre s'adresse au grand public, hors droit de préférence, les actionnaires anciens peuvent légitimement désirer se voir reconnaître un droit de. priorité à la souscription de titres nouveaux* »(71). Afin de répondre à cette attente légitime, on suggéra que « *l'assemblée générale — ou le conseil d'administration agissant dans le cadre du capital autorisé — après avoir exclu pour une opération déterminée le droit de souscription préférentiel des action-*

(68) Art. 33*bis*, § 2, al. 7 et 8 nouveaux ; voy. notre étude précitée, p. 40 ; J. Lievens, *o.c.*, p. 15 à 17 ; F. Bouckaert, *o.c.*, p. 17 à 91 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, n° 11 ; H. Braeckmans, *o.c.*, p. 1005.

(69) Art. 33*bis*, § 2, al. 1er, nouveau, LCSC ; La loi ne définit pas ce qu'il faut entendre par « sociétés qui font ou ont fait publiquement appel à l'épargne » ; sur cette question et sur la nouvelle limitation du montant du capital autorisé, voy. notre étude précitée, p. 38, note 16 ; J. Lievens, *o.c.*, p. 11 ; F. Bouckaert, *o.c.*, p. 14 et 15 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, n° 9 et leurs intéressantes remarques sur le caractère évolutif de cette notion ; H. Braeckmans, *o.c.*, p. 1003.

(70) Voy. notre étude précitée, p. 40 à 44 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, nos 12 et 13.

(71) Rapport 1986-1987, p. 110.

naires anciens, institue en faveur de ces mêmes actionnaires, le droit de souscrire prioritairement. L'exercice de ce droit de priorité est très limité dans le temps et situé au début de la période d'émission. Par ailleurs, ce droit étant en principe sans valeur, aucun marché n'est organisé ; il ne bénéficie donc pas du régime mis en place pour la sauvegarde des droits de souscription non exercés. Dès que les actionnaires ont eu la faculté d'exercer leur droit de priorité, celui-ci disparaît et les titres nouveaux peuvent être acquis, au prix fixé, par tout intéressé sans production d'un "droit de priorité" ou d'un "droit de souscription" »(72). La Commission recommanda cette pratique du droit de priorité et eut l'occasion de préciser les modalités d'usage de ce droit et d'admettre contrairement à ce qu'elle venait d'écrire, qu'il puisse, dans certains cas, avoir une certaine valeur. C'est ainsi qu'elle indiqua que « [s]*i le droit de priorité vise à protéger les anciens actionnaires, il ne crée cependant pas un droit exclusif en leur faveur mais ouvre la souscription à toute personne. Le droit de priorité ne joue en effet que lors de l'attribution des parts offertes et n'a dès lors de valeur que lorsque la demande excède l'offre de titres nouveaux au prix fixés, les souscriptions appuyées par un droit de priorité étant servies d'abord* ». En outre, « [d]*ans l'hypothèse (...) où le cours des actions viendrait à dépasser en cas d'émission le prix de souscription des actions nouvelles, le droit de priorité pourrait acquérir une valeur marchande et aucune objection ne paraît pouvoir être soulevée à la cotation et à la négociation du droit de priorité sur un marché organisé* »(73). La loi du 18 juillet 1991 a introduit ce droit de priorité dans les lois coordonnées(74).

Section 2. *Acquisition par une société de ses propres actions*

La doctrine traditionnelle de la Commission est hostile à l'acquisition par une société de ses propres actions(75). La loi du 5 décembre 1984 a toutefois permis, dans une certaine mesure, ce type d'opérations(76).

(72) Rapport 1986-1987, p. 110-111.

(73) Rapport 1989-1990, p. 108-109.

(74) Art. 34*bis*, § 4, alinéa 2, nouveau, LCSC ; voy. M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, n° 13.

(75) Voy. J. Le Brun, *o.c.*, n°s 760 à 763.

(76) Le législateur belge a ainsi fait usage de la faculté laissée aux États membres par les articles 19 e.s. de la deuxième directive du Conseil du 13 décembre

La principale position prise par la Commission bancaire et financière au cours de la période sous revue concernant le régime de l'acquisition par une société de ses propres actions, concernait un cas de garantie de bonne fin d'une filiale concernant une augmentation de capital de sa société-mère. Après avoir rappelé le principe de l'interdiction de la souscription par une société de ses propres titres et la réglementation stricte du rachat par une société de ses propres actions, la Commission énonce qu'« *en vertu d'un principe général, des relations d'affiliation ne peuvent être utilisées pour effectuer indirectement des opérations que la société ne pourrait directement réaliser. Dans cet ordre d'idées, la Commission bancaire a émis par le passé des objections à l'encontre de la souscription par une filiale d'actions de sa société-mère, même en vertu d'une convention de prise ferme ou d'une garantie de bonne fin d'une augmentation de capital (voy. Rapport 1967, p. 164-167). À présent que des dispositions légales impératives régissent cette matière, ces objections de principe restent évidemment d'application.* »(77). Après avoir rappelé ce principe général, la Commission indiquait toutefois qu'elle avait estimé qu'en l'espèce une exception à la règle générale était justifiée « *par analogie avec l'exception au régime relatif à l'octroi de prêt en vue de l'acquisition ou de la mise en gage d'actions propres, exception applicable lorsque ces opérations se déroulent dans le cadre de l'activité normale d'un établissement de crédit* »(78). En l'espèce, la filiale était une banque d'investissement qui se portait régulièrement garante de la bonne fin d'émissions d'actions et d'obligations et, en outre, les promoteurs affirmaient que l'intérêt porté aux actions de la société-mère était croissant, si bien que les actions nouvelles éventuellement non souscrites que la filiale aurait dû acquérir en vertu de l'engagement de garantie, auraient vraisemblablement pu être placées à court terme auprès d'investisseurs.

La loi du 18 juillet 1991 a modifié de façon importante le régime de l'article 52*bis* des lois coordonnées. Relevons, sans

---

1976 en matière de droit des sociétés. Sur le régime de l'article 52*bis* introduit par la loi du 5 décembre 1984, voy. notamment M. Massage, *o.c.*, p. 126 à 146 ; C. Sluyts, « Het Kapitaalbehoud bij de naamloze vennootschap », in Het nieuwe vennootschappenrecht, Antwerpen, Kluwer rechtswetenschappen, 1985, p. 34 à 45 ; B. Van Bruystegem, *o.c.*, p. 83 à 92.

(77) Rapport 1986-1987, p. 111.

(78) Rapport 1986-1987, p. 112.

pour autant être exhaustifs, que le principe est bien toujours qu'une société anonyme ne peut acquérir ses propres actions ou parts bénéficiaires, sauf décision de l'assemblée générale de la société statuant aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 70*bis*. Ce principe de la compétence exclusive de l'assemblée générale connaît désormais une exception : celle de l'article 52*bis*, § 1er, alinéa 3. Les statuts peuvent en effet désormais prévoir que le conseil d'administration peut décider l'acquisition d'actions propres ou de parts bénéficiaires pour éviter à la société un dommage grave et imminent. La loi prévoit toutefois que, dans ce cas, l'assemblée générale qui suit doit être informée des raisons et du but des acquisitions effectuées, du nombre et de la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, du pair comptable des titres acquis, de la fraction du capital souscrit qu'ils représentent, ainsi que de leur contre-valeur. Cette faculté statutaire n'est valable que pour trois ans à dater de la publication de l'acte constitutif ou de la modification des statuts. Elle est en outre prorogeable par l'assemblée générale, pour des termes identiques, statuant aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 70*bis*, LCSC. Enfin, il faut que ces décisions soient publiées conformément à l'article 10, LCSC, pour être opposables aux tiers. Il existe une autre exception à la règle de la plénitude de compétences de l'assemblée générale : l'acquisition d'actions propres en vue de la distribution au personnel (article 52*bis*, alinéa 6, LCSC).

Même lorsque l'acquisition a été décidée par l'assemblée générale, elle ne peut avoir lieu qu'aux conditions prévues par l'article 52*bis*, alinéa 7. Toutefois, pour les sociétés cotées, le rachat d'actions propres ne doit pas nécessairement se faire par le biais d'une offre d'acquisition faite à tous les actionnaires. Ce rachat peut également se faire en bourse. Les sociétés cotées peuvent ainsi, dans les limites de l'article 52*bis*, intervenir pour régulariser le cours de leurs actions(79). En vertu de l'article 52*bis*, § 7, lorsqu'une société cotée envisage une opération de rachat de ses propres actions, elle doit en aviser au préalable la Commission. Celle-ci vérifie la conformité des opérations de rachat avec la décision de l'assemblée générale et rend public son avis si elle estime qu'elles n'y sont pas conformes. La Commission veille

(79) Sur cette question, consultez Rapport 1985-1986, pp. 65 à 68.

ainsi au respect par le conseil d'administration de la décision de l'assemblée générale.

On notera également l'adaptation de l'article 52*ter* aux fins de permettre des opérations de management buy out(80).

Section 3. *Participations réciproques*

La Commission s'est toujours montrée critique à l'égard de la création de participations réciproques entre deux ou plusieurs sociétés(81). Il faut toutefois relever que l'essentiel des objections de la Commission s'était porté sur les participations réciproques entre société-mères et filiales. La Commission résumait de la manière suivante son argumentation en la matière : « *fictivité partielle du capital social ; manque de sincérité des comptes sociaux et défaut d'information des actionnaires et du public ; entrave au fonctionnement normal de l'assemblée générale, une participation réciproque entre société-mère et filiale constituant pour les dirigeants de la première un mécanisme d'auto-contrôle contraire aux principes généraux du droit des sociétés ou, à tout le moins, à la déontologie des affaires ; mêmes dangers que lorsqu'une société rachète ses propres actions (compatibilité douteuse avec l'objet social, difficulté de justifier l'opération au regard de l'intérêt social, risque de traitement de faveur de certains actionnaires ou dirigeants, difficulté de respecter l'égalité de traitement entre associés)* ». La Commission recommandait donc que l'on ne crée pas de participations réciproques entre sociétés-mères et filiales et que, là où elles existaient, elles soient dénouées, ce qui n'excluait pas l'octroi de termes et délais. La Commission se montrait, par contre, plus souple à l'égard des participations réciproques entre deux sociétés entre lesquelles il n'existait pas de lien de filiation(82).

Après avoir ainsi rappelé ses observations traditionnelles à l'égard des participations croisées, la Commission indiquait qu'elle avait été amenée à se pencher à nouveau sur la question en raison de deux éléments nouveaux. Il s'agissait d'une part du fait que l'article 29, § 6 des lois coordonnées sur les sociétés

(80) Voy. notre étude précitée, p. 53 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, p. 200, n°s 31-32 ; J. Lievens, *o.c.*, pp. 66 à 71 ; H. Braeckmans, *o.c.*, p. 1015.

(81) Voy. J. Le Brun, *o.c.*, n° 764 ; Rapport 1986-1987, p. 89, note (2).

(82) Rapport 1986-1987, p. 89-90.

commerciales, introduit par la loi du 5 décembre 1984, interdisait à une société de souscrire à ses propres actions, directement ou par personne agissant en son nom propre mais pour le compte de la société, sans expressément exclure la possibilité de souscription par une filiale. Il s'agissait d'autre part du fait que l'article 52*bis* restait lui aussi muet quant à l'éventuel rachat des actions de la société-mère par une filiale. Dans ces deux cas toutefois, la Commission était d'avis que des relations d'affiliation ne pouvaient être purement et simplement utilisées pour ne pas respecter les dispositions légales impératives précitées(83).

C'est dans ce contexte, que la Commission formalisa ses recommandations en la matière. Selon elle, il y avait lieu de faire une distinction selon qu'il existe ou non, entre les sociétés concernées, un lien de filiation, lequel était à déterminer en se référant à la notion de filiale figurant dans le droit comptable. Lorsqu'il n'y a pas de lien de filiation, la Commission était d'avis qu'une participation réciproque qui ne dépasse pas 10 % de part et d'autre, n'appelait pas, en principe, de critique(84).

Par contre, il ne devrait pas y avoir de participations réciproques entre une société-mère et sa ou ses filiales, les sous-filiales étant, pour les besoins de l'application de cette règle, considérées comme des filiales. La Commission estimait que cette règle était tellement importante qu'il y avait également lieu de prohiber toute participation réciproque entre une société de droit belge et ses filiales, le cas échéant de droit étranger. La Commission

(83) Rapport annuel 1986-1987, p. 91. Depuis, la loi du 18 juillet 1991 a remédié partiellement au fait qu'on ne visait pas les filiales dans les deux dispositions légales précitées. C'est ainsi que l'article 29, § 6, nouveau, LCSC, interdit désormais à la société de souscrire ses propres actions, ni directement, ni par une société-filiale, ni par une personne agissant en son nom propre mais pour le compte de la société ou de la société-filiale. Cette interdiction est valable tant lors de la constitution de la société que lors d'une augmentation de capital ultérieure puisqu'en vertu de l'article 34, § 1er, les formalités et conditions prescrites par l'article 29 sont aussi requises pour toute augmentation du capital. En ce qui concerne l'achat par une société de ses propres actions, le problème des participations réciproques a été réglé par une réglementation toute spécifique inscrite aux articles 52*quinquies* et *sexies*, LCSC, nouveaux.

(84) Rapport 1986-1987, p. 92 ; le seuil de 10 % n'avait cependant pas de valeur absolue dans l'esprit de la Commission, car l'on ne pouvait ignorer la structure de l'actionnariat, ni la plus ou moins grande diffusion de titres dans le public. D'autre part, la construction délibérée et systématique d'un réseau de participations réciproques importantes dont l'objectif principal aurait été d'instaurer un système d'auto-contrôle appellerait des objections.

admettait une seule exception à cette prohibition de participations réciproques entre sociétés-mères et filiales, c'était le cas d'une détention d'actions avec un caractère temporaire ou à la suite de circonstances accidentelles(85). La Commission devait encore rappeler ses positions en la matière dans deux cas(86).

La loi du 18 juillet 1991 précitée a partiellement suivi la doctrine de la Commission en matière de participations croisées. Comme nous l'avons déjà relevé ci-dessus, l'article 29, § 6, LCSC, a été complété afin de spécifier que l'interdiction de souscription d'actions propres portait également sur les cas où la souscription se ferait par le biais d'une société-filiale. Quant à la notion de filiale, elle a été précisée par l'arrêté royal du 14 octobre 1991 relatif à la définition des notions de société-mère et de société-filiale pour l'application des lois coordonnées sur les sociétés commerciales. Cet arrêté royal, pris en exécution de la loi du 18 juillet 1991, notamment de son article 53, alinéa 2, calque la définition de société-mère et de société-filiale sur les définitions existant en droit comptable.

En ce qui concerne le problème de l'acquisition par une société filiale de titres de sa mère, la loi n'a pas instauré une prohibition totale. Elle a en effet permis dans une limite de 10 % l'existence de participations croisées entre sociétés-mères et sociétés-filles. Il convient toutefois de dire que ce montant de 10 % doit être compris pour l'ensemble des sociétés-filiales de la mère auquel il convient, en outre, de rajouter les titres possédés par toutes sociétés et toutes sociétés-filiales de celles-ci détenant au moins 10 % des voix attachés à l'ensemble des titres de la mère ainsi que les titres détenus par la société-mère en vertu de l'article 52*bis*.

Le législateur n'a donc pas suivi la recommandation de la Commission de prohiber purement et simplement l'existence de participations réciproques entre sociétés-mères et filiales. Bien plus, le législateur a autorisé le gel des participations existant avant le dépôt du projet de loi qui allait devenir la loi du 18 juillet 1991(87).

---

(85) Rapport annuel 1986-1987, p. 93.

(86) Voy. Rapport annuel 1988-1989, p. 69 et Rapport 1989-1990, p. 136.

(87) Voy. article 219, § 4, LCSC, nouveau et notre étude précitée, p. 56 ; M. van der Haegen et J.-M. Gollier, p. 206, n° 57 ; D. Van Gerven et P. Hermant, La nouvelle législation sur les sociétés commerciales, Diegem, Ced-Samson, 1992, pp. 80 à 88, sp. pp. 87-88.

Pour ce qui est des sociétés indépendantes dont l'une au moins est une société anonyme dont le siège social est en Belgique, la réglementation est désormais prévue par l'article 52*sexies*, LCSC, nouveau.

Nous voudrions encore, dans le cadre de ce rapport, indiquer qu'une position commune du Conseil des Communautés européennes a récemment été adoptée au sujet d'une proposition de modification de la deuxième directive « droit des sociétés »(88). L'adoption de cette proposition aura inévitablement des conséquences importantes en ce qui concerne le régime des participations réciproques entre sociétés-mères et filiales. Le principe de cette modification de la deuxième directive est en effet qu'il convient de traiter, pour ce qui est des prohibitions faites à la mère dans le cadre de cette directive la société-filiale comme s'il s'agissait de la société-mère. Quoique le Conseil ne soit pas parvenu à donner une définition uniforme de la notion de société-mère et de société-filiale, on conçoit sans peine que le régime actuel devra être revu à la lueur des nouvelles dispositions communautaires qui seront adoptées lors du Conseil Marché intérieur du 10 novembre 1992.

Section 4. *Émissions réservées au personnel*

La Commission a toujours examiné la question des émissions réservées au personnel sous l'angle de la suppression ou de la limitation du droit de préférence(89). La réglementation légale du droit de préférence instaurée par la loi du 5 décembre 1984 et modifiée par la loi du 18 juillet 1991(90) n'a pas modifié ce point de vue.

Pour la Commission, le choix d'une politique d'intéressement du personnel au capital de la société « *est de la compétence exclusive des organes de la société* »(91).

---

(88) Proposition modifiée de directive du Conseil modifiant la directive 77/91/CEE concernant la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital ; cf. *J.O.* n° C.8 du 12 janvier 1991, p. 5 : COM(90) 631 ; *J.O.* n° C 269 du 14 octobre 1991, p. 21 ; *J.O.* n° C 240 du 16 septembre 1991, p. 103 ; *J.O.* n° C 317 du 7 décembre 1991, p. 13 : COM(91) 363 ; la position commune du 18 juin 1992 a été transmise par la Commission au Parlement européen le 10 juillet 1992.

(89) Voy. Rapport 1982-1983, p. 72 et 1984-1985, p. 71.

(90) Voy. *supra* Section I du présent chapitre.

(91) Rapport 1982-1983, pp. 71-73 et 1984-1985, p. 71.

En ce qui concerne plus particulièrement le prix de souscription des actions nouvelles par le personnel, la Commission a, estimé que l'exigence d'un « juste » prix devait être appréciée à la lumière des relations employeur/employé (92). Analysant les opérations d'augmentation du capital réservées au personnel, la Commission estimait « *qu'il n'y a pas, à proprement parler, de transfert de patrimoine au préjudice des actionnaires existants, puisque l'avantage immédiat que représente pour le personnel un prix de souscription peu élevé ou plutôt la perte que les actionnaires subissent sont compensés avec le temps par le profit que procure à l'entreprise et à ses actionnaires l'accroissement de la motivation du personnel, de son dévouement et de sa productivité (...).* [La Commission] *doit veiller à ce que l'information que* [les organes de la société] *doivent donner en vertu de la loi soit adéquate. Lorsque, pour une augmentation de capital hors droit de préférence réservée au personnel, le prix de souscription était sensiblement inférieur à la valeur de marché, elle a demandé que, dans le rapport spécial à l'assemblée et dans le prospectus d'émission, le conseil d'administration expose de manière circonstanciée les aspects suivants : intérêt de l'opération pour la société ; mode de calcul du prix de souscription proposé et conséquences concrètes de l'opération sur la structure du capital et la participation des actionnaires existants ; statut fiscal de la souscription par le personnel.*

Pour la Commission, l'essentiel est, en définitive, que le conseil d'administration expose, en toute indépendance et clarté, sa proposition à l'assemblée générale et que celle-ci, correctement informée, prenne sa décision en connaissance de cause. » (93).

Dans son rapport 1988-1989, la Commission indique qu'elle « *a eu à connaître d'un projet d'émission publique d'actions d'une société belge, hors droit de préférence, à un prix inférieur au cours de bourse au profit du personnel d'une société dans laquelle la société émettrice détenait une participation de 26,6 % et au profit du personnel de filiales de la société dans laquelle la participation était détenue* » (94). Après avoir attiré l'attention de la société émettrice sur certains obstacles que le droit des sociétés

(92) Rapport annuel 1984-1985, p. 72.
(93) Rapport annuel 1984-1985, pp. 72-73.
(94) Rapport annuel 1988-1989, p. 71.

lui paraissait mettre à l'opération(95), la Commission a estimé qu'elle n'avait pas à recommander au conseil d'administration de s'abstenir de présenter, sous sa propre responsabilité, le projet envisagé à l'assemblée générale de ses actionnaires à qui il appartenait de se prononcer à ce sujet.

Dans le rapport 1988-1989, la Commission commenta un projet d'augmentation de capital par incorporation de réserves et d'octroi gratuit au personnel du groupe d'actions nouvelles ainsi créées(96). « *De l'avis de la Commission bancaire, cette augmentation de capital ne soulevait aucun problème au regard du droit des sociétés. La Commission a estimé que, sur la base de la législation actuelle, l'assemblée générale a le pouvoir de renoncer au droit d'attribution en cas d'émission d'actions de bonus en faveur, par exemple, du personnel d'une entreprise.* »(97). L'article 52*septies* des lois coordonnées sur les sociétés commerciales, introduit par la loi du 18 juillet 1991, est venu, partiellement, réglementer l'émission d'actions destinées à être réservées à l'ensemble des membres du personnel ou à l'ensemble du personnel de leurs filiales(98). Les anciennes recommandations de la Commission en matière d'augmentations de capital réservées au personnel continuent à s'appliquer pour les augmentations du capital réservées à une partie de celui-ci. Selon le conseiller du Ministre de la Justice, l'article 52*septies* a pour effet de garantir aux sociétés qui émettent des actions dans le cadre de l'article 52*septies*, que l'avantage dont bénéficie le personnel du fait d'un prix d'émission favorable ne sera pas considéré comme un complément de rémunération dans le chef de leur personnel et, en outre, cette procédure instaure en quelque sorte une présomption de conformité de l'opération avec l'intérêt social(99). Il nous semble dès lors que l'article 52*septies* n'a pas limité, sauf en ce qui concerne les

(95) Voy. rapport 1988-1989, pp. 71-72.

(96) Rapport annuel 1988-1989, p. 72.

(97) Rapport annuel précité, p. 72 ; sur la notion des actions de bonus, cf. note (1) en bas de page 72.

(98) Sur cet article 52*septies* nouveau, consultez M. van der Hagen et J.-M. Gollier, *o.c.*, p. 206-207, n°s 59 à 60 ; K. Geens, « Verwerving van eigen aandelen en personeelsaandelen », in *NV en BVBA na de Wet van 18 juli 1991*, *o.c.*, pp. 45 à 52 ; C. Engels, « Sociaalrechtelijke implicaties van personeelsaandelen — Artikel 52*septies* van de nieuwe vennootschappenwet van 18 juli 1991 », *R.W.*, 1992, pp. 241 à 249.

(99) M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, n° 59, note 205.

augmentations de capital réservées à l'ensemble du personnel et du personnel de leurs filiales, les pratiques existantes en matière d'intéressement du personnel.

Section 5. *Émissions d'actions sans mention de valeur nominale au-dessous du pair comptable des actions anciennes de la même catégorie*

La Commission a, dans le passé, formulé des critiques à l'encontre de l'émission d'actions nouvelles au-dessous du pair des actions anciennes(100). Dans le rapport 1982-1983, la Commission commentait le projet d'adaptation de la législation belge à la seconde directive du Conseil des Communautés européennes en matière de droit des sociétés, lequel deviendra la loi du 5 décembre 1984, et qui prévoyait à l'article 33*bis*, § 3, LCSC, une réglementation stricte de telles émissions(101). La Commission s'est bien entendu alignée sur la nouvelle réglementation légale. « *Bien entendu, dans le cadre de sa mission de contrôle de l'information des actionnaires et du public, elle appréciera si les assemblées qui seraient appelées à décider une émission d'actions nouvelles au-dessous du pair comptable des actions anciennes reçoivent effectivement les justifications objectives et les informations qui leur sont nécessaires pour se prononcer en pleine connaissance de cause.* »(102).

Section 6. *Interdiction de l'alimentation de la réserve légale par prélèvement sur la prime d'émission*

Dans son rapport annuel 1989-1990, la Commission a rappelé qu'en vertu de l'article 77, alinéa 7, LCSC, qui est d'ordre public, la réserve légale est constituée par prélèvement sur les bénéfices nets. Cette réserve ne peut donc être constituée que par un prélèvement soit sur les bénéfices nets de l'exercice, soit sur une réserve disponible qui ne fait pas l'objet d'une affectation particulière en vertu des statuts ou des lois sur les sociétés. Par contre,

(100) J. Le Brun, *o.c.*, n° 856 ; Rapport annuel 1982-1983, p. 70.

(101) Cet article 33*bis*, § 3, LCSC, est devenu l'article 33*bis*, § 6, LCSC, depuis la loi du 18 juillet 1991.

(102) Rapport annuel 1982-1983, p. 71.

« *les primes d'émission doivent être qualifiées d'apport à la société et constituent dès lors un élément des fonds propres de la société. Cela les distingue fondamentalement des réserves qui trouvent en principe leur origine dans les bénéfices nets réservés par l'assemblée générale. Le compte "primes d'émission" ne peut dès lors être affecté à l'alimentation de la réserve légale.* »(103).

Section 7. *Obligations convertibles ou avec droits de souscription (warrants) et droits de souscription (warrants secs)*

Les obligations convertibles ou avec droits de souscription, ainsi que les droits de souscription non attachés à un emprunt obligataire, sont des créations de la pratique.

C'est à la suggestion de la Commission que le législateur intervint pour organiser le régime de création des obligations convertibles ou avec droit de souscription(104). Ce fut la première consécration légale du droit de préférence. L'article 10l*quater* introduit par la loi du 23 juillet 1962 rendait en effet celui-ci obligatoire à de telles opérations, bien avant que le droit de préférence légal ne soit étendu à l'émission d'actions par la loi du 5 décembre 1984. Cette loi du 23 juillet 1962 présentait cette caractéristique que l'intervention de la Commission n'était pas rattachée à l'opération d'émission elle-même, mais à la création des titres(105). Cette compétence de contrôle générale de la Commission, en dehors de toute émission, fut cependant réduite, par la loi du 9 mars 1989(106), aux émissions d'obligations convertibles ou de droits de souscription par des sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne.

Au cours de la période examinée, la Commission s'est tout d'abord préoccupée d'un risque de dénaturation des obligations convertibles. « *L'on a vu des cas où, dès l'émission, l'intention était de ne pas utiliser le droit de conversion et d'autres où, en*

(103) Rapport annuel 1989-1990, p. 138 ; consultez aussi les références p. 138, note (1).

(104) La loi du 23 juillet 1962 compléta les lois coordonnées en vue d'organiser ce régime, par l'insertion des articles 101*bis* et suivants ; voy. J. Le Brun, *o.c.*, n°s 858 à 850.

(105) J. Le Brun, *o.c.*, n° 859.

(106) L. 9 mars 1989, art. 23.

raison des conditions de l'emprunt, le porteur était en fait forcé de convertir ou de ne pas convertir »(107).

Ensuite, après l'introduction par la loi du 5 décembre 1984 du capital autorisé(108), la Commission se demanda si le conseil d'administration peut « *décider de l'émission d'obligations convertibles ou avec droit de souscription sur la base de la délégation de pouvoir statutaire qui l'autorise à augmenter directement le capital ou bien une délégation de pouvoir distincte, quoique similaire, est-elle requise à cet effet ?* »(109). La question ne se posait évidemment pas lorsque des dispositions distinctes régissaient les pouvoirs du conseil d'administration en matière d'augmentation de capital directe, d'une part, et d'augmentation de capital potentielle, d'autre part. Par contre, si les deux compétences étaient réglées en une disposition statutaire unique — ce qui était et reste parfaitement possible —, la Commission recommandait que cette disposition ne prête pas à confusion. « *Deux aspects sont particulièrement importants à cet égard. Tout d'abord, la disposition statutaire doit prévoir expressément que le conseil d'administration est compétent pour augmenter le capital aussi bien directement que par l'émission d'obligations convertibles ou avec droit de souscription. Ensuite, la disposition statutaire doit faire apparaître que les opération seront imputées chronologiquement au montant disponible pour augmenter le capital ; dans le cas d'une émission d'obligations convertibles ou avec droit de souscription, le montant maximal à concurrence duquel le capital peut être augmenté à la suite de ces émissions, sera imputé, alors que dans le cas d'une augmentation de capital directe sera imputé le montant à concurrence duquel le capital est immédiatement augmenté* »(110).

L'article 33*bis*, § 2, nouveau, LCSC, limitant le montant du capital autorisé pour les sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, cette dernière constatation garde toute son importance. En effet, avant la loi du 18 juillet 1991, en raison de l'absence de limitation légale du montant du capital autorisé pour ce type de sociétés, le fait qu'il fallait tenir compte du montant maximal à concurrence duquel le capital pouvait être augmenté à

(107) Rapport 1979-1980, p. 120 ; voy. aussi Rapport 1978-1979, p. 119.
(108) Voy. *supra*, pp. 398 *et sq.*
(109) Rapport 1986-1987, p. 113.
(110) Rapport 1986-1987, p. 113.

la suite de la conversion ou de l'exercice des droits de souscription, importait relativement peu. Désormais, l'utilisation des techniques de capital différé ampute de ce montant maximal la possibilité, désormais limitée au maximum au montant du capital existant, pour le conseil d'administration d'avoir recours au capital autorisé.

Dans le même rapport, la Commission eut l'occasion de confirmer que les droits de conversion ou de souscription attachés aux obligations convertibles pouvaient être exercés après l'expiration de la délégation de pouvoir dans le cadre du capital autorisé, à condition, bien entendu, de respecter l'article 101*bis*, alinéa 3, LCSC(111) qui limite la faculté de convertir les obligations ou de souscrire les actions à dix ans à partir de l'émission des obligations(112).

Pour ce qui est des warrants secs, il en est fait mention pour la première fois dans le rapport 1987-1988, en relation avec leur utilité comme moyen de défense anti-OPA(113). Bien que le statut de ces titres n'était pas réglé par les lois coordonnées sur les sociétés commerciales, la Commission estima que lesdites lois coordonnées « *ne s'opposent pas à l'émission de titres non prévus explicitement dans la loi dans la mesure où cette émission ne va pas à l'encontre d'une disposition d'ordre public ou impérative (par exemple, parce qu'ils seraient incompatibles avec la structure même de la forme sociétaire choisie* »(114). La loi du 18 juillet 1991 reconnaît d'ailleurs cette pratique des warrants secs(115),

(111) Devenu 101*bis*, aliéna 2, LCSC suite à la loi du 18 juillet 1991 (art. 39, 2°).

(112) Rapport 1986-1987, pp. 113-114.

(113) Rapport 1987-1988, pp. 100 à 103 et 106 à 109 ; en fait, le rapport 1986-1987, pp. 115 à 116 avait déjà évoqué le phénomène dont la Commission avait eu à connaître d'un premier cas au moment de l'admission à la cote d'une bourse de valeurs belges de warrants secs émis par une société étrangère.

(114) Rapport 1987-1988, p. 109 ; le même rapport traitait du phénomène des émissions de titres représentatifs d'actions d'une société autre que la société émettrice, phénomène qui semble n'avoir été que partiellement appréhendé par l'article 101*bis*, alinéa 4, LCSC ; cons. à ce sujet M. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, *o.c.*, p. 192, n° 15.

(115) Voy. M. VAN DER HAEGEN et J.-M. GOLLIER, *o.c.*, p. 192, n° 14 ; notre étude précitée, pp. 67 à 70 ; H. BRAECKMANS, *o.c.*, p. 1057 ; J. TYTECA, « Kroniek Financieel Recht », *T.R.V.*, 1991, p. 482 ; J. TYTECA, « Aandelen zonder stem recht en winstbewijzen — converteerbare obligaties en warrants », in *NV en BVBA na de wet van 18 juli 1991, o.c.*, p. 152 à 163 ; J. LIEVENS, *o.c.*, pp. 149 à 153 ; avant la loi du 18 juillet 1991, voy. J.P. BLUMBERG, « De uitgifte van naakte warrants of autonome inschrijvingsrechten op aandelen in naamloze vennootschappen », *T.R.V.*, 1989, p. 122 e.s. ; G.-A. DAL et G. KEUTGEN, « Le droit des sociétés et

mais nous semble en limiter l'efficacité comme moyen de défense anti-OPA puisqu'elle a introduit un article 17*bis*, nouveau, dans la loi du 2 mars 1989, ayant pour effet de réserver à l'assemblée générale d'une société l'émission de « *tout droit conféré à des tiers* (...), *affectant son patrimoine ou donnant naissance à une dette ou à un engagement à sa charge, dont l'exercice dépend du lancement d'une offre publique d'acquisition sur ses actions ou d'un changement de contrôle exercé sur elle* »(116).

Enfin, il convient de rappeler qu'afin d'éviter que certaines émissions d'obligations convertibles ou avec warrants, ou encore de warrants secs, décidées hors droit de préférence en vue d'assurer la continuité de l'actionnariat de contrôle, ne procurent à certains actionnaires un avantage patrimonial dont les autres seraient privés, la Commission avait recommandé à plusieurs reprises que le prix de conversion des obligations ou le prix d'exercice des warrants soit déterminé de façon à se rapprocher le plus possible du cours de bourse de l'action au moment de l'exercice(117). Cette recommandation reste bien entendu valable dans son principe puisque la Commission a toujours estimé qu'une des conditions essentielles permettant de déroger au droit de préférence était le juste prix des titres acquis hors droit de préférence, et ce afin d'éviter une dilution patrimoniale des actionnaires privés de leur droit de préférence(118). Quoique l'article 101*quater*, nouveau, LCSC, dispose que l'article 34*bis* est applicable à l'émission d'obligations convertibles, mais non à la conversion du titre et à l'exercice du droit de souscription, il n'est possible d'éviter un transfert patrimonial au bénéfice des seuls actionnaires pouvant convertir ou exercer un warrant, émis hors droit de préférence, que si le prix de conversion ou d'exercice se rapproche le plus possible du cours de bourse(119)

---

la protection contre les O.P.A. inamicales », *Revue*, 1989, n° 6530, p. 223 e.s. ; J. Tyteca, « Kroniek Financieel Recht », *T.R.V.*, 1988, pp. 416-417, n°s 2 et 3 ; *T.R.V.*, 1989, pp. 489-490, n° 2 ; *T.R.V.*, 1990, p. 413, n° 10.

(116) Voy. J. Tyteca, pp. 160-161 ; cette disposition n'est bien sûr pas la seule introduite par la loi du 18 juillet 1991 et qui limite l'efficacité des dispositions anti-OPA qui avaient été prises par de nombreuses sociétés cotées ; sur cet aspect, nous renvoyons aux nombreux articles cités supra note ...

(117) Rapport 1987-1988, p. 103 ; Rapport 1988-1989, p. 89.

(118) Voy. *supra*, p. 397 e.s.

(119) En ce sens, M. van der Haegen et J.-M. Gollier, *o.c.*, p. 193, n° 16, note 56.

Section 8. *Offres publiques d'acquisition et cessions de participations de contrôle*

L'influence de la Commission sur le droit des offres publiques d'acquisition et des cessions de participations de contrôle est indéniable. Il y a lieu toutefois de distinguer deux périodes. La première est celle de l'absence de réglementation légale des offres publiques d'acquisition et des cessions de participations de contrôle. C'est la période où la Commission va développer sa jurisprudence désormais classique en la matière(120). La deuxième prend cours avec l'entrée en vigueur de la loi du 2 mars 1989 et de son arrêté d'exécution du 8 novembre 1989(121). La charnière entre ces deux périodes est, bien entendu, l'affaire du raid manqué de Carlo de Benedetti sur la Société Générale de Belgique.

Si nous examinons, tout d'abord, la première, période, nous constatons que les offres publiques d'acquisition ne tombaient pas toutes, lorsque le phénomène fut présenté pour la première fois dans un rapport de la Commission(122), dans le champ d'application du Titre II de l'arrêté royal n° 185(123). C'est l'article 22, § 2, alinéa 1er, de la loi du 10 juin 1964 sur les appels publics à l'épargne qui élargit le champ d'application du Titre II précité à « *toutes offres publiques d'échange ou d'achat* ». On ne manqua pas de remarquer que c'était une véritable extension du régime du contrôle des émissions puisque, en ce qui concerne les offres publiques d'achat, elles n'impliquent pas « *d'appel à l'épargne publique en vue du placement de valeurs mobilières mais sollicitation du public en vue de l'acquisition de titres qu'il détient, entraînant la réduction du volume des titres en circulation* »(124).

---

(120) Pour un bref aperçu de cette période, voy. notamment l'exposé des motifs de la loi du 2 mars 1989, *Doc. Parl.*, *ch.*, 1988, n° 522/1,pp. 14-15.

(121) Voy. références citées supra note (25).

(122) Rapport 1958-1959, pp. 94 à 97, cité par A. Bruyneel, « Les offres publiques d'acquisition », *o.c.*, p. 142, n° 6.

(123) Ainsi que le rappelle Bruyneel, note précédente, « La Commission distinguait les opérations publiques d'échange ("titres contre titres") où il y a appel au marché des capitaux au sens de l'article 26 et les opérations publiques d'achat ("argent contre titres"), non visées à l'époque par l'article 26 et pour lesquelles l'autorité de surveillance était dès lors sans compétence ».

(124) J. Le Brun, *o.c.*, p. 263, n° 635 ; voy. aussi A. Bruyneel, *o.c.*, p. 143, n° 7.

Toutes les offres publiques d'acquisition étaient désormais soumises au régime des émissions de titres et valeurs, ce qui avait pour conséquence qu'elles ne pouvaient perturber le marché des capitaux (article 28, A.R. n° 185) et qu'elles devaient se faire de manière telle que le public ne risque pas d'être induit en erreur (article 29, A.R. n° 185). Cela aura pour conséquence, d'une part, de soumettre les offres publiques d'acquisition, *mutatis mutandis* aux mêmes règles que les émissions, et, d'autre part, à l'instigation de la Commission, de voir se développer un certain nombre de règles de fond relatives à leur déroulement(125). De manière générale, ces règles avaient notamment porté sur la nécessité de fournir aux actionnaires toute l'information dont ils avaient besoin pour former leur décision, les obligations de l'offrant, la détermination des modalités de l'offre, les obligations du conseil d'administration de la société visée, les règles à respecter en cas de contre-offre et celles relatives au dénouement de l'offre(126).

---

(125) Voy. J. Le Brun, *o.c.*, n°s 765 à 781 ; A Bruyneel, *o.c.*, p. 143, n° 9, spéc. réf. citées en note 26, et, de manière générale, pp. 142 à 145.

(126) En ce qui concerne l'évolution de la doctrine de la Commission au cours de la période sous revue et avant l'entrée en vigueur de la loi du 2 mars 1989 et de l'A.R. du 8 novembre 1989, on consultera notamment :

— Rapports 1978-1979, p. 112 et 1986-1987, p. 105 à 108, pour des cas d'OPA partielles aujourd'hui impossibles en raison de l'article 3, 1°, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1981-1982, concernant la possibilité de lancer une OPA sur les actions d'une société en liquidation ;
— Rapport 1981-1982, pour un cas où la durée de l'OPA s'étendit sur près de deux ans, ce qui est désormais impossible en raison de l'article 26, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1981-1982, p. 75, pour des achats avant l'OPA ; comp. point 2, c) du schéma de prospectus annexé à l'A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1982-1983, p. 73, pour un cas d'OPA occulte par la Bourse ;
— Rapport 1983-1984, concernant une OPA de retrait ; comparez art. 3, al. 2 et 32, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1984-1985, p. 73, sur le caractère inconditionnel de l'offre ; comp. art. 12 et 13, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapports 1986-1987, p. 108 et 1988-1989, p. 84, au sujet de la position du conseil d'administration de la société visée ; comp. art. 15, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapports 1977-1978, p. 115 et 1983-1984, p. 74, concernant des cas de contre-offres ;
— Rapport 1987-1988, p. 87 à 93, concernant les offres publiques d'achat et de reprise des actions Assubel-Vie ; voy. aussi A. Bruyneel, *o.c.*, p. 146, n° 16 ; J. Lievens et H. Laga, « Vennootschapsrecht 1988 », *T.R.V.*, 1990, pp. 14 à 16, n°s 49 à 50 ;

C'est dans son rapport 1978-1979(127) que la Commission, « *dans le cadre de son action générale de recommandation et de conseil* », formalisa sa doctrine en matière de cessions privées de participations de contrôle, fondée sur une conception extensive — certainement pour l'époque — du principe de l'égalité de traitement des actionnaires(128). Pour rappel, ces recommandations pouvaient être résumées comme suit :

— Celui qui envisage de céder une participation de contrôle et celui qui souhaite l'acquérir sont invités à prendre contact, sans délai et avant de conclure avec la Commission bancaire ;

— En raison des conséquences qu'elle peut avoir pour les autres associés, une cession privée d'une participation de contrôle doit tenir compte du droit de tous les actionnaires d'être traités de la même façon ;

— Le conseil d'administration de la société dont le contrôle va être cédé doit veiller à ce que tous les actionnaires soient traités de la même façon. L'actionnaire majoritaire qui n'est ni présent ni représenté directement ou indirectement au conseil d'administration ne peut, de son côté, se désintéresser des conséquences que peut avoir la cession de sa participation ;

— Si un surprix ou « prime de contrôle » est payé, il ne peut être mis directement ou indirectement à charge de la société. Il doit être réparti entre tous les actionnaires ;

— Lorsqu'une participation de contrôle est cédée, le public doit être rapidement et clairement informé du fait de la cession et des conditions auxquelles elle a été réalisée. Le cas échéant, la société demandera une suspension temporaire de la cotation des titres ;

— Rapport 1988-1989, p. 83-84 pour un cas d'offre publique d'options réciproques.

(127) P. 101 à 112 ; voy. aussi P. 101, les références aux rapports antérieurs où la question des cessions privées de participations de contrôle fut évoquée.

(128) Voy. A. Bruyneel, *o.c.*, p. 144, n° 11 ; X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, *o.c.*, p. 38 à 40 et nombreuses références citées en note 87 ; add. D. Devos, « La vente d'actions au porteur d'une société anonyme », in *Mélanges offertes à Raymond Vander Elst*, t. I, Bruxelles, Nemesis, 1986, pp. 155 à 161, n° 7 et nombreuses références citées.

— En général, l'égalité de traitement entre tous les associés sera le mieux assurée par une offre publique d'achat ou d'échange. Plusieurs formules peuvent être utilisées pour autant que tous les actionnaires soient effectivement traités de la même façon(129).

C'est assurément par l'affaire de la Société Générale de Belgique qu'il convient de clôturer cette brève description. Cette affaire ayant connu le retentissement médiatique que l'on sait, il

(129) Voy. Rapport 1978-1979, p. 101 à 112 ; en ce qui concerne l'évolution de la doctrine de la Commission au cours de la période sous revue et avant l'entrée en vigueur de la loi du 2 mars 1989 et de l'A.R. du 8 novembre 1989, on consultera notamment :

— Rapport 1979-1980, p. 114, pour un cas de cession privée suivie d'une offre publique d'échange contre des obligations émises par la société ayant acquis le contrôle ;
— Rapport 1979-1980, p. 115, pour un cas d'achat de titres par un offrant, peu après la clôture d'une OPA réalisée à la suite d'une acquisition du contrôle avec prime, à un prix supérieur à celui de l'OPA, où la Commission considéra qu'il y avait eu rupture manifeste de l'égalité de traitement des actionnaires ; comp. art. 11, § 5 et art. 30, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1980-1981, p. 42-43, pour un cas manifeste de transfert de substance d'une société à une autre avec la complicité du conseil d'administration ;
— Rapport 1980-1981 p. 43, pour un cas de passage de deux actionnaires de contrôle à un actionnaire majoritaire justifiant une offre de reprise, laquelle put être effectuée par la Bourse ;
— Rapport 1980-1981, p. 56, pour un cas de transfert indirect du contrôle ;
— Rapport 1981-1982, p. 75, pour un cas de réouverture d'OPA à la suite de la découverte d'un surprix payé non à la société venderesse, mais à son principal dirigeant ; comp. art. 41, § 2, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1982-1983, p. 74, pour un cas de substitution d'offrant à la suite d'une cession de participation de contrôle ; comp. art. 43, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1983-1984, p. 75, pour un cas où la Commission admit qu'il n'y avait pas eu cession d'une participation de contrôle, mais où, en raison d'achats faits par le cédant peu avant la cession, la Commission recommanda un maintien de cours, pendant au moins six mois, à un prix proche de celui de la cession ; cette recommandation fut rendue publique ; comp. art. 40, A.R. 8 novembre 1989 ;
— Rapport 1983-1984, pour un cas de recours à un tiers pour garantir l'objectivité de l'évaluation de la participation cédée ;
— Rapports 1982-1983, p. 73 et 1986-1987, p. 85 à 89, concernant les achats systématiques par la bourse ou hors bourse ; voy. aussi A. Bruyneel, *o.c.*, p. 144, n° 10, qui se montre assez critique concernant cette doctrine de la Commission ;
— Rapport 1987-1988, p. 94 à 99, concernant différents cas où se posait la question de l'offre de reprise ;
— Rapport 1988-1989, p. 81, pour un cas de changement de contrôle sans payement d'un surprix mais avec maintien de cours pendant un mois afin de permettre aux minoritaires qui le désiraient de quitter la société ; comp. art. 40, A.R. 8 novembre 1989.

nous a paru inutile, dans le cadre du présent rapport, d'en décrire tous les tenants et aboutissants. D'autres y sont déjà, du reste, remarquablement parvenus(130). Retenons, pour notre propos, que cette affaire a réellement marqué le passage du régime de « soft law » dans lequel se mouvaient les OPA et les cessions privées de participations de contrôle en Belgique, à un régime de « hard law » d'une grande complexité.

C'est, en effet, cette affaire qui va causer un intérêt soudain du législateur pour la matière. Se greffant sur un projet de loi qui devait originairement modifier les lois coordonnées sur les sociétés commerciales en ce qui concerne la déclaration et la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse(131), le Gouvernement déposa le 20 juillet 1988, devant la Chambre des Représentants, un projet de loi qui renonçait à introduire la réglementation « transparence » des sociétés cotées dans les lois coordonnées, mais qui s'attelait à la réglementation des offres publiques d'acquisition(132). Selon l'exposé des motifs, « **les événements** (c'est nous qui soulignons) *qui ont marqué récemment les marchés financiers en Belgique ont mis en évidence :*

1° la nécessité d'assurer un meilleur fonctionnement des marchés financiers et une plus grande transparence des opérations qui s'y déroulent, de même qu'une protection effective des épargnants, leur garantissant une plus grande égalité devant le marché ;

2° la nécessité d'assurer la transparence de l'actionnariat des principales entreprises du pays et pouvoir qui s'exerce sur elles ;

3° la nécessité de permettre, à l'instar de la plupart des pays industrialisés, un certain nombre de mesures aptes à contribuer à la stabilité des entreprises, sans permettre toutefois que ces mesures conduisent à une inamovibilité ou à une irresponsabilité des dirigeants ni à rendre impossible une réallocation des ressources existantes ;

4° la nécessité d'assurer que les modifications fondamentales de la structure du contrôle des principales entreprises du pays ne puissent être réalisées que dans le respect de pro-

(130) Voy. *supra* note 57.
(131) *Doc. Parl.*, *ch.*, 1986-1987, n° 896.
(132) *Doc. Parl.*, *ch.*, 1988, n° 522.

cédures garantissant la sauvegarde de tous les intérêts en présence »(133).

On sait que depuis, le législateur a répondu à la plupart des nécessités précitées par les lois du 2 mars 1989(134), du 4 décembre 1990(135) et du 18 juillet 1991(136).

En ce qui concerne plus particulièrement le Chapitre II de la loi du 2 mars 1989, on notera que son article 15, est destiné, d'après l'exposé des motifs, à « *permettre au Roi (...) de réglementer les offres publiques d'acquisition et les opérations entraînant une modification du contrôle qui s'exerce sur les sociétés ayant fait ou faisant appel à l'épargne publique* »(137).

À cet effet, l'article 15, § 1er dispose expressément que les mesures que le Roi est habilité à prendre en vue de réaliser les trois objectifs qui y sont décrits seront prises « *'par arrêté délibéré en Conseil des Ministres pris sur avis de la Commission bancaire* ». L'article 15, § 2 énonce un certain nombre de mesures que le Roi peut décider pour réaliser ces objectifs. On remarquera qu'il s'agit d'une liste exemplative, ainsi que le montre clairement la présence de l'adverbe « notamment ».

C'est sur la base de cette habilitation légale que fut pris l'arrêté royal du 8 novembre 1989 qui réglemente, dans son chapitre II, les offres publiques d'acquisition et, dans son chapitre III, les modifications du contrôle des sociétés de droit belge ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne(138). Le chapitre Ier définit les champs d'application respectifs des deux chapitres suivants et fournit quelques définitions.

Outre une présentation de la loi du 2 mars 1989 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989(139), et de l'arrêté royal du 8 novembre

(133) *Doc. Parl.*, 1988, n° 522/1, pp. 1 et 2.

(134) Voy. *supra*, notes (24) et (25).

(135) Voy. *supra* note (29).

(136) Voy. *supra* note (37).

(137) Exposé des motifs, *o.c.*, p. 15.

(138) Sur le champ d'application des deux chapitres, cons. Rapport 1989-1990, pp. 77 à 79, étant entendu toutefois que c'est désormais l'arrêté royal du 9 janvier 1991 relatif au caractère public des opérations de sollicitation de l'épargne et à l'assimilation de certaines opérations à une offre publique (*Mon. b.*, 10 janvier 1991), qui permet de déterminer le caractère public de l'offre voy. aussi A. Bruyneel, *o.c.*, p. 157 à 159, nos 48 à 58.

(139) Rapport 1988-1989, p. 60.

1989(140), les derniers de la Commission contiennent quelques commentaires de la réglementation. C'est ainsi qu'on y relate un cas où on a artificiellement rendu une opération publique afin de la faire tomber dans le champ d'application de la réglementation(141). La notion de contrôle conjoint ainsi que le fait que, selon la Commission, le passage d'un contrôle conjoint à un contrôle exclusif doit s'analyser comme une modification du contrôle au sens des articles 38 et 41 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 ont également fait l'objet de diverses considérations(142). Nous y reviendrons dans quelques lignes. La question de la détermination du prix auquel le public doit se voir offrir la possibilité de céder ses titres lorsque le cessionnaire du contrôle a consenti des garanties à l'acquéreur fut également évoquée, ainsi que la solution pratique qui avait consisté en l'espèce à « *permettre aux destinataires de l'offre de choisir entre, d'une part, un prix ferme et définitif se situant entre le minimum et le maximum à percevoir à terme par les cédants du contrôle et, d'autre part, un prix provisoire correspondant au prix déjà perçu par les anciens actionnaires majoritaires. Ce dernier prix ferait, à l'expiration de la garantie, l'objet d'un complément de prix qui serait fonction du montant pour lequel il aurait été fait appel aux garanties et de la proportion du risque couvert par les actionnaires qui auraient choisi cette alternative* »(143). Par ailleurs, on notera un cas d'application du pouvoir de dérogation dont la Commission dispose en vertu de l'article 15, § 3 de la loi du 2 mars 1989, pour permettre la réalisation d'une offre de retrait adressée aux quelques personnes physiques encore détentrices d'actions nominatives qui n'avaient

(140) Rapport 1989-1990, pp. 76 à 101.

(141) Rapport 1989-1990, pp. 111 à 113.

(142) Voy. Rapports 1989-1990, p. 117 à 119 et 1990-1991, p. 76 à 78 ; E. Wymeersch, « Cession de contrôle et offres publiques obligatoires », *o.c.*, p. 176.

(143) Rapport 1989-1990, p. 119 à 121 ; pour un autre cas de détermination du « prix du marché », on se référera au Rapport 1990-1991, pp. 82-83, où la Commission insiste sur la différence qu'il y a entre la notion de prix du marché et celle de valeur intrinsèque d'une action, sur le fait qu'il n'y a pas lieu de tenir compte dans la détermination du prix de vente de la participation de contrôle de garanties usuelles consenties par les cédants. Dans ce cas, la Commission invita l'acquéreur du contrôle à prendre en charge les courtages-vendeurs, condition sine qua non d'équivalence des conditions entre les procédures de maintien de cours et d'offre publique d'acquisition, ainsi qu'un intérêt intercalaire justifié par un délai de près de six semaines entre le payement de la quasi-totalité du prix de vente au cédant et la période retenue pour le maintien de cours.

pas encore vendu leurs titres, par l'envoi d'une lettre circulaire accompagnée d'un bulletin d'acceptation aux actionnaires concernés(144).

Enfin, nous ne saurions clôturer cet examen sans aborder l'affaire Wagons-Lits. On comprendra que nous nous exprimions sur cette affaire avec la plus grande prudence en raison, d'une part du secret professionnel auquel nous sommes tenus en vertu de l'article 40 de l'arrêté royal n° 185 et, d'autre part, du fait que des procédures judiciaires sont encore en cours. Il nous semble toutefois possible, dans ces limites, d'esquisser les grandes questions qui ont été posées par cette affaire et de retracer quelles ont été, à ce jour, les décisions — parfois contradictoires — prises par la Commission et par les Cours et tribunaux.

Dans son rapport 1989-1990(145), la Commission avait indiqué que l'actionnariat de la société Wagons-Lits (CIWLT) avait été modifié. Au départ, trois actionnaires, la Caisse des dépôts et consignations (française) (C.D.C.), le Groupe Bruxelles Lambert (G.B.L.) et SODEXO, détenaient ensemble plus de 60 % du capital. G.B.L. avait cédé sa participation à la société Générale de Belgique, agissant au nom et pour le compte d'une société à constituer. Cette société, la société Cobefin fut constituée début juillet par la Société Générale de Belgique et la société Accor. La majorité des actions représentatives du capital de Cobefin était en possession de la Société Générale de Belgique, le solde étant détenu par Accor. Une convention de put existait entre Accor et S.G.B. permettant à celle-ci d'exiger d'Accor qu'elle lui rachète ses actions Cobefin.

Comme le prix payé était sensiblement supérieur au cours de bourse, se posait la question de savoir, d'abord, si ce prix ne recelait pas une prime de contrôle, ensuite, s'il n'était pas révélateur du fait que l'acquéreur, sur la base d'éventuels accords conclus avec d'autres actionnaires, avait acquis un contrôle conjoint de CIWLT.

Le nouvel actionnaire minoritaire a démenti l'existence d'accords qui lui auraient conféré le contrôle conjoint de fait de la société Wagons-Lits. Selon ses explications, le surprix substan-

(144) Rapport 1989-1990, pp. 129-130.
(145) P. 117 à 119.

tiel par rapport au cours de bourse des actions, devait s'analyser comme une compensation pour la synergie éventuelle que la nouvelle participation permettrait de mettre en œuvre entre les activités de la société à portefeuille et celles d'une société — par ailleurs concurrente — active dans le même secteur, dont lui-même et l'un des autres actionnaires minoritaires étaient des actionnaires principaux.

Les autres actionnaires ont eux aussi confirmé à la Commission qu'ils n'étaient liés par aucune convention syndicataire qui leur conférerait le contrôle conjoint de la société à portefeuille.

Dans ces conditions, la Commission a estimé que le simple payement d'un surprix lors de l'acquisition de la participation minoritaire dans Wagons-Lits ne permettait pas de qualifier cette opération d'acquisition du contrôle. Il n'y avait dès lors, selon la Commission, aucune raison d'imposer au nouvel actionnaire minoritaire l'obligation de lancer une offre publique d'acquisition portant sur la totalité des actions encore en circulation.

Ultérieurement, la Commission fut saisie d'un projet de convention entre la société Wagons-Lits et le groupe SODEXO qui avait pour objet principal le dénouement d'une participation croisée, née d'accords antérieurs, entre la CIWLT et SODEXO. L'acquisition par SGB-Cobefin de la participation de GBL rendait en effet impossible le maintien de ces accords antérieurs. C'est ce qui explique le dénouement de la participation (146).

La Commission fut saisie le 16 octobre 1991 d'un avis donné par la SA Cobefin au terme duquel cette dernière se proposait d'effectuer une offre publique d'achat sur l'ensemble des actions ordinaires et A.F.V. de la SA Wagons-Lits, au prix de 8.650 francs par action. Le prospectus fut approuvé le 31 octobre 1991. L'offre était initialement ouverte, en Belgique et aux Pays-Bas, du 7 novembre au 5 décembre 1991 et, en France, du 7 au 28 novembre 1991.

Cette OPA volontaire allait déclencher une impressionnante bataille judiciaire. C'est ainsi tout d'abord, que par une ordonnance du 25 novembre 1991 (147) le président du tribunal de commerce de Bruxelles siégeant en référé, considéra « *que le législateur*

(146) Voy. le rapport 1990-1991, p. 78 à 80.

(147) En fait, la première décision dans cette affaire est un jugement d'avant dire droit du 22 novembre 1991 prononcé par le tribunal de commerce de

a entendu protéger les intérêts des porteurs de titres faisant l'objet d'une OPA en leur assurant une égalité de traitement, notamment par la mise à leur disposition d'un minimum d'informations destiné à leur permettre de prendre position par rapport à l'OPA »(148).

Le tribunal estima également que la Commission ne garantit ni le caractère complet des informations contenues dans le prospectus, ni l'opportunité des mérites de l'OPA. Le minimum d'informations que la loi du 2 mars 1989 et l'arrêté du 8 novembre 1989 garantiraient au porteur de titres, n'aurait, selon l'ordonnance, « *nullement eu pour objectif de priver les actionnaires de leur droit légitime de demander à titre individuel aux tribunaux de l'ordre judiciaire des renseignements complémentaires, lorsqu'un tel complément d'information s'avère indispensable à leur estime pour prendre leur décision en connaissance de cause* »(149).

En conséquence, le président du tribunal de commerce fit droit à la demande des institutionnels d'ordonner à Accor et Cobefin de répondre à un certain nombre de questions auxquelles, selon les demandeurs, le prospectus ne répondait pas, et ce sous peine d'une astreinte de 100.000.000 de FB par jour de retard.

Cette décision nous paraît refléter une vision fort étroite de la mission de la Commission en matière d'approbation de prospectus. S'il est exact que la Commission ne porte aucune appréciation de l'opportunité et de la qualité de l'opération, ni de la situation de celui qui la réalise(150) et qu'elle n'est pas responsable de l'absence ou de la fausseté des énonciations contenues dans le prospectus(151), il n'en reste pas moins que la Commission apprécie si le prospectus contient bien les renseignements qui selon les caractéristiques de l'opération concernée sont nécessaires pour que le public puisse porter un jugement fondé sur la nature de l'affaire et sur les droits attachés aux titres(152). Il y a là, manifestement, un pouvoir d'appréciation qui appartient en propre à

Bruxelles, abrégeant les délais de conclusion visés à l'article 748, C.J. (Comm. Bruxelles, 22 novembre 1991, *D.A.O.R.*, 1991, n° 21, p. 95 à 103).

(148) Comm. Bruxelles (réf.), 25 novembre 1991, *T.R.V.*, 1992, p. 370.

(149) Comm. Bruxelles (réf.), 25 novembre 1991, *o.c.*, p. 371.

(150) Art. 30, A.R. n° 185.

(151) Art. 32, A.R. n° 185.

(152) Art. 29, § 2, al. 1°, Titre II de l'A.R. n° 185 et art. 18 de l'A.R. du 8 novembre 1989.

la Commission(153) et, qu'à notre avis, le juge méconnaît lorsqu'il ordonne à un offrant de produire des informations concernant une offre publique soumise au contrôle de la Commission.

On notera d'ailleurs que le seul minimum dont fait état la réglementation en matière d'OPA est celui de l'article 20 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, selon lequel « *le prospectus contient au moins les renseignements prévus par le schéma annexé au présent arrêté* ». Pour bien montrer que ce schéma n'est nullement exhaustif, cet article ne porte pas « *préjudice de l'obligation visée à l'article 18* » précité. L'ordonnance méconnaît donc, à notre avis, le rôle central du prospectus en matière d'OPA(154).

Survint ensuite le jugement du 4 décembre 1991 du tribunal de commerce de Bruxelles(155). Les parties demanderesses demandaient au tribunal de se déclarer compétent et de condamner Accor et Cobefin à leur payer le même prix que celui dont avait bénéficié la société GBL lors de la cession de sa participation en juin 1990. Le tribunal fit droit à cette demande. Il se déclara, tout d'abord, compétent pour connaître de la question, malgré le déclinatoire de juridiction soulevé par les sociétés Accor et Cobefin et fondé, notamment, sur le fait que l'article 41 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 ne conférerait aucun droit subjectif direct aux actionnaires minoritaires d'une société faisant l'objet d'une OPA et que ce droit ne naîtrait que de la décision de la Commission bancaire et financière, seule autorité compétente pour connaître de ces questions.

Le tribunal rejeta cette argumentation en considérant que l'article 41 confère bien un droit subjectif direct aux porteurs

(153) Toute autre conception méconnaîtrait ce qui est à la base même du développement de l'action de la Commission en matière d'émission. Voy. *supra*, pp. 386 *et sq.*

(154) Voy. pour un premier commentaire de cette ordonnance, commentaire dont nous ne partageons pas toutes les conclusions, K. Vanhaerents, « Tussenkomst van de Voorzitter in kart geding bij een openbaar overnameaanbod — Afdwingen van het recht op informatie », *T.R.V.*, 1992, p. 378 à 386 ; sur l'existence ou non d'un droit subjectif à l'information dans le chef des destinataires d'une offre publique d'acquisition, comp. K. Vanhaerents, *o.c.*, spéc. n° 13 contra X. Dieux, *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ?*, p. 45 à 49, sp. p. 48.

(155) Comm. Bruxelles, 4 décembre 1991, *Journal des Procès*, 1991, n° 206 207 du 13 décembre 1991, p. 36 et note A. Benoit Moury, p. 42 ; *J.L.M.B.*, 1992, p. 120 à 141 et obs. C. Parmentier ; *D.A.O.R.*, n° 21, décembre 1991, pp. 119-155.

des titres de Wagons-Lits. La demande portant sur l'indemnisation d'un dommage qu'auraient subi les minoritaires du fait de la violation alléguée d'un de leurs droits subjectifs, on se retrouvait dans le cadre d'un débat portant sur les articles 1382 et suivants du code civil. Il ne faisait dès lors plus de doute que les tribunaux de l'ordre judiciaire étaient compétents.

Le tribunal décida ensuite « *qu'un faisceau convergent de présomptions graves et concordantes* [lui apporte] *la preuve que par l'acquisition originaire de titres Wagons-Lits, en juin 1990 raison et par le canal de leurs actionnariats internes respectifs, ayant convenu entre-elles, à cette même époque ou postérieurement, d'exercer ensemble le droit de décider des principales orientations de Wagons-Lits et ce par l'exercice du pouvoir de gestion* »(156). Le tribunal fit donc droit à la demande des actionnaires minoritaires.

Une autre décision judiciaire intervint le 5 décembre 1991(157). Il s'agit d'une ordonnance du président du tribunal de commerce de Bruxelles rendue sur requête unilatérale de divers institutionnels, actionnaires de la société Wagons-Lits, qui considérant que le jugement du 4 décembre 1991 modifiait totalement la situation, s'adressèrent au président du tribunal de commerce pour lui demander de prolonger l'OPA en cours d'une dizaine de jours. Faisant cela, les institutionnels court-circuitèrent l'action que la Commission bancaire et financière menait de son côté afin d'obtenir un prolongement volontaire de la durée de l'offre des sociétés Accor et Cobefin. Le président du tribunal de commerce accorda la mesure demandée aux requérants, ce qui va à l'encontre de l'article 26 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 qui limite la durée de l'offre à un maximum de 20 jours(158). Il nous semble également que cette décision méconnaît l'article 15, § 3 de la loi du 2 mars 1989, puisque c'est la Commission qui est chargée, par la loi, de veiller à l'application de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 et qui, seule, peut y accorder des dérogations motivées.

La quatrième décision judiciaire, extrêmement importante, dans cette saga juridique, est l'arrêt de la cour d'appel de Bruxelles du 6 août 1992(159) (159), qui confirme, dans les grandes lignes,

(156) Com. Bruxelles, 4 décembre 1991, *D.A.O.R.*, p. 153.
(157) Comm. Bruxelles (Pt), 5 décembre 1991, *T.R.V.*, 1992, p. 376 à 378.
(158) Voy. K. Vanhaerents, *o.c.*, p. 386.
(159) Bruxelles, 6 août 1992, *R.D.C.*, 1992, p. 789 à 818.

la décision du président du tribunal de commerce du 4 décembre 1991.

La cour d'appel rejeta également le déclinatoire de juridiction soulevé par les sociétés Accor et Cobefin. Pour l'essentiel, la cour fut également d'avis que l'article 41 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 conférait aux actionnaires minoritaires un droit subjectif. Les appelants estimaient par contre que l'obligation de lancer une OPA obligatoire dépendait d'une appréciation préalable de l'autorité de contrôle des OPA, en l'espèce la Commission bancaire et financière. Or, ainsi que le rappelle l'arrêt, « *lorsque l'obligation juridique dont l'exécution est réclamée à* (un) *tiers ne découle pas directement d'une règle de droit mais dépend de l'appréciation d'une autorité administrative dont la compétence n'est pas complètement liée ; (...) dans ce cas, c'est la décision de cette autorité qui est constitutive d'un droit subjectif et non déclarative d'un droit préexistant* »(160).

La cour, analysant les prérogatives reconnues par la loi à la Commission bancaire et financière(161) considéra que celles-ci ne lui confèrent pas un pouvoir exclusif d'appréciation de l'existence d'un contrôle conjoint. Elle estimera aussi que l'article 41, § 1er, de l'arrêt royal du 8 novembre 1989 offre directement au public le droit d'obtenir la reprise de ces titres lorsque les conditions de son application sont réunies. Dès lors, la cour rejeta le déclinatoire de juridiction soulevé par les sociétés Accor et Cobefin, estimant qu'en l'espèce elle était saisie d'une contestation ayant pour objet des droits subjectifs à caractère civil.

Pour ce qui est de l'application de la loi du 2 mars 1989 et plus particulièrement du chapitre III de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, la cour va rappeler les conditions de l'existence d'un contrôle conjoint(162). Ensuite, elle va examiner la preuve de l'existence de cette convention de contrôle conjoint entre les actionnaires Cobefin (Accor) et CDC — Sofitour. Après avoir rappelé qu'il n'existait, en l'espèce, aucune présomption légale de l'existence d'une convention entre les actionnaires et

(160) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 799, citant les conclusions de M. le Premier Avocat Général Velu précédant Cass., 10 avril 1987, *Adm. Publique*, p. 288 et suiv.

(161) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 800 à 802.

(162) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 805.

que la preuve d'une telle existence incombait dès lors aux intimés (art. 1315 du code civil et 870 du code judiciaire), la cour constata que les intimés ne pouvaient produire, comme preuve décisive, un écrit d'où résulterait l'existence de cette convention de contrôle conjoint et l'organisant. La cour constata également que les appelantes déniaient formellement l'existence d'une telle convention et se targuaient de ce que « *après avoir dû procéder à diverses investigations, la Commission bancaire et financière a conclu — sur la base des informations qui lui furent communiquées et de ses investigations — qu'elle ne disposait d'aucun élément lui permettant de constater qu'un contrôle conjoint, au sens de l'art. 41, § 1er, de l'A.R. du 8 novembre 1989, avait été convenu entre les principaux actionnaires de la S.A. C.I.W.L.T.* ». La cour rappela ensuite qu'un tiers à une convention peut apporter la preuve de son existence par toutes voies de droit, en ce compris la preuve par présomptions(163). La cour va alors analyser un certain nombre de présomptions et va en déduire l'existence d'un faisceau de présomptions graves, précises et concordantes de l'existence d'une convention de contrôle conjoint(164).

S'appuyant sur ces présomptions la cour dit : « *qu'il est ainsi établi que le contrôle conjoint* [était] *convenu par Accor — Cobefin et C.D.C. au moment de l'acquisition par ceux-ci de la participation de G.B.L. dans la S.A. C.I.W.L.T. ; que dès lors les actionnaires de contrôle devaient offrir à cette époque au public la possibilité de vendre aux mêmes conditions tous les titres encore possédés si tel était leur souhait ; qu'en ne respectant pas l'obligation de faire prévue par l'article 41 de l'A.R. du 8 novembre 1989, l'égalité des actionnaires a été rompue et les actionnaires minoritaires n'ont pu se retirer de la société dont la gestion se trouvait entre les mains des actionnaires de contrôle ; que cette faute a entraîné un dommage certain qui doit être réparé, soit par équivalent à l'égard des actionnaires qui ont depuis cédé leurs actions C.I.W.L.T., soit en nature à l'égard des actionnaires qui détiennent toujours des actions* »(165).

On notera par ailleurs que Cobefin opposait à la demande de la compagnie Aurore International une convention par laquelle cette dernière aurait renoncé au droit d'exiger la réparation du

(163) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, pp. 806-807.
(164) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 807 à 812.
(165) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 812.

préjudice qui lui fut causé à la suite de la violation de l'article 41, § 1er. La cour rejeta cette argumentation en excipant de la nullité absolue de toute convention qui serait contraire à l'ordre public. Or, selon la cour, l'article 15 de la loi du 2 mars 1989 et le chapitre III de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 sont bien des dispositions d'ordre public auxquelles les parties ne pouvaient déroger (166).

Enfin, le tribunal de commerce de Bruxelles a également prononcé un jugement du 10 septembre 1992 (167) dans cette affaire où la question principale était celle de la réouverture éventuelle de l'OPA demandée par certains investisseurs institutionnels, actionnaires de Wagons-Lits.

En résumé, on peut dire que la thèse des demandeurs était qu'il y avait matière à réouverture de l'OPA, car :

— l'article 30 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 oblige l'offrant qui s'est engagé à payer à un majoritaire un prix supérieur au cours de l'offre, à l'étendre à tous les actionnaires de la société. Selon les demandeurs, la convention de put qui avait été conclue en juin 1990 entre la société Accor et la Société Générale de Belgique était constitutive d'un tel engagement ;

— l'article 11, § 5 oblige l'offrant qui en cours d'OPA acquiert des titres à un prix supérieur au cours de l'offre, à remonter le prix de l'offre de façon à ce qu'il atteigne le prix effectivement payé. Or, l'augmentation de capital de Cobefin se serait faite au prix de 12 500 francs par action Wagons-Lits, et cette augmentation de capital aurait été réalisée en cours d'OPA ;

— par l'engagement qu'Accor et Cobefin ont pris dans les 2ème et 3ème compléments de prospectus, d'étendre le bénéfice de toute décision judiciaire passée en force de chose jugée et non susceptible de recours, aux actionnaires se trouvant dans des conditions similaires à celles de ceux qui bénéficieraient d'une telle décision, les sociétés Accor et Cobefin auraient pris un engagement tombant dans le champ d'application de l'article 30.

---

(166) Bruxelles, 6 août 1992, *o.c.*, p. 814 à 816.

(167) Comm. Bruxelles, 10 septembre 1992, *inédit*, R.G. n° 16.315/91.

La Commission bancaire et financière est intervenue volontairement dans cette procédure car elle avait décidé le 17 décembre 1991 que l'article 30 avait pour objet de garantir l'égalité de traitement des actionnaires et qu'en l'espèce, cette égalité de traitement avait été parfaitement respectée par l'engagement pris par les sociétés Accor et Cobefin dans les 2ème et 3ème compléments de prospectus.

Nous retiendrons que le tribunal de commerce rejeta, ainsi que l'avait fait le ministère public dans son avis, le déclinatoire de juridiction soulevé tant par la société Accor et Cobefin que par la Commission, selon des considérations fort similaires à celles de la cour d'appel. En outre, s'agissant cette fois-ci du fond de l'affaire, le tribunal estima qu'il n'y avait pas lieu de faire droit à la demande des institutionnels. Spécifiquement, en ce qui concerne les engagements pris par les offrants dans les 2ème et 3ème compléments de prospectus, le tribunal considéra qu'il n'obligeaient pas à rouvrir l'OPA en vertu de l'article 30 de l'arrêté car ces engagements tendent à « *étendre le bénéfice de la décision définitive qui interviendrait dans le litige relatif à l'article 41 de l'A.R. aux actionnaires se trouvant dans la même situation que ceux ayant initié cette procédure. Ils sont le résultat d'une décision de justice. Ils n'ont pas été pris spontanément et librement dans l'intention de favoriser certains actionnaires particuliers mais ils l'ont été à l'instigation de la Commission bancaire et financière précisément pour assurer le bénéfice d'une décision judiciaire à tous les actionnaires se trouvant dans une situation similaire à celle des bénéficiaires de la décision (...). Plutôt que d'être discriminatoires, les engagements litigieux répondent parfaitement à l'objectif d'égalité de traitement des actionnaires* »(168).

Le tribunal a également précisé que l'article 30 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 n'était susceptible de s'appliquer qu'à des engagements pris en cours d'OPA, et pas, comme c'était le cas en l'espèce, à un engagement d'achat (put) pris bien avant l'ouverture d'une OPA volontaire.

Enfin, le tribunal a estimé que l'augmentation de capital de Cobefin ne donnait pas lieu à l'application de l'article 11, § 5 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989. En effet, pour le tribu-

(168) P. 24 du jugement précité.

nal, cette augmentation de capital « *n'était qu'une modalité du dénouement de l'opération d'acquisition de contrôle mise sur pied en juin 1990 par Accor* ». Si le principe de l'égalité de traitement des actionnaires a été méconnu à cette époque, ce qui a entraîné la première réaction des actionnaires minoritaires et le jugement du tribunal (de commerce de Bruxelles) du 4 décembre 1991, l'acte d'exécution que les (actionnaires minoritaires) voient dans l'augmentation de capital incriminée n'a pas constitué une nouvelle violation de ce principe(169).

Après avoir ainsi refusé de faire droit aux demandes des actionnaires minoritaires, le tribunal a fixé au 16 octobre 1992 la réouverture des débats sur la demande subsidiaire d'extension du jugement du tribunal de commerce de Bruxelles du 4 décembre 1991. Cette affaire a été renvoyée au rôle à l'audience du 16 octobre dernier.

En conclusion, il nous paraît fort tôt pour tirer des conséquences définitives de cette saga Wagons-Lits. Il est indéniable que par sa dimension, sa couverture médiatique, les questions importantes qui ont été soulevées, il s'agit d'une affaire d'une ampleur aussi importante que celle de la Générale. Tout comme cette dernière, elle révèle des divergences entre l'appréciation des cours et tribunaux et celle de la Commission. Fondamentalement, elle pose le problème des compétences respectives de l'autorité de contrôle et des tribunaux de l'ordre judiciaire.

Chapitre III. Conclusion

Au terme de ce rapport, nous voudrions tirer quelques brèves conclusions toutes provisoires.

Tout d'abord, c'est une évidence, le droit des sociétés belge se complexifie de plus en plus et il subit l'influence directe du droit financier. Au départ, cette influence s'est faite en douceur, par une pénétration progressive dans le droit positif des constructions doctrinales de la commission. Depuis 1989, par contre, l'assaut est massif. Il faudra du temps pour digérer les nouvelles règles, pour qu'elles subissent l'épreuve de la pratique et des litiges et pour épuiser toutes les controverses nées des textes nouveaux.

(169) P. 26 du jugement précité.

Ensuite, la Commission voit son rapport au droit des sociétés modifié. De nombreux principes qu'elle a défendus font désormais ; partie du droit positif. Elle doit veiller au respect de celui-ci. Est-ce à dire qu'elle perd son rôle créateur en la matière ? Nous ne le pensons pas. Certes, il lui incombe d'appliquer Je droit existant, mais celui-ci mérite certainement un examen attentif de sa part afin qu'elle propose, comme elle l'a toujours fait, des solutions pragmatiques permettant d'affiner des textes parfois trop arides et trop éloignés de la réalité des entreprises. Elle continuera ainsi à assumer son rôle de conseiller des entreprises.

Enfin, quoique nous n'ayons pas développé cet aspect dans notre rapport, nous ne pouvons taire l'importance des compétences nouvelles dont la Commission est désormais dotée en matière de contrôle de l'information des sociétés : statut des sociétés à portefeuille, contrôle de l'information des sociétés cotées, transparence de l'actionnariat et prévention des délits d'initiés. Ce contrôle de l'information, dans un souci d'une qualité toujours plus grande de celle-ci, continuera d'influencer le comportement des sociétés qui y sont soumises et qui comptent parmi les plus importantes du pays.

Jean-Louis Duplat (*)

et

Philippe Lambrecht (**)

(*) *Président de la Commission bancaire et financière, Professeur à l'Université catholique de Louvain.*

(**) *Collaborateur scientifique du Centre Jean Renauld.* Actuellement : *Professeur à l'Université catholique de Louvain, Administrateur-secrétaire général de la Fédération des Entreprises de Belgique.*