

N° 7133

**PLAIDOYER POUR L'AUTONOMIE
DU DROIT FINANCIER ET L'ANALYSE
CRITIQUE DE SES FINALITÉS**

CHAPITRE I. INTRODUCTION

1. — La loi du 18 juillet 1991 modifiant les lois coordonnées sur les sociétés commerciales dans le cadre de l'organisation transparente du marché des entreprises et des offres publiques d'acquisition marque, en Belgique, l'aboutissement provisoire d'un processus législatif marqué par l'envahissement du droit des sociétés par des règles directement inspirées des marchés financiers.

Le premier des trois objectifs de la loi était, selon le Gouvernement, de « *définir les moyens légaux de défense de la direction des entreprises et de l'actionnariat* ». Dans cette perspective, la loi du 18 juillet 1991 « *s'intéresse à l'ensemble des opérations et décisions qui sont prises par une entreprise et qui ont une incidence sur la structure de l'actionnariat de contrôle* »⁽¹⁾. Elle est ainsi présentée comme le troisième volet de la réforme du « marché des entreprises », dont la loi du 2 mars 1989 sur la transparence de l'actionnariat et l'arrêté royal du 8 novembre 1989 sur les offres publiques d'acquisition et les modifications du contrôle des sociétés forment respectivement le premier et le second volets.

Nous voudrions, au cours des développements qui suivent, souligner, à l'aide de divers angles d'approche, les divergences fondamentales du droit financier et du droit des sociétés pour, finalement, proposer que soit reconnue la spécificité et l'autonomie du droit financier. De la reconnaissance de cette autonomie nous paraît pouvoir découler une interprétation plus sereine des normes.

Elle doit également être à l'origine d'une recherche des finalités propres du droit financier et d'un débat sur leur légitimité. Nous nous demanderons s'il ne convient pas d'explorer davan-

(1) *Doc. Parl.*, Exposé introductif du Vice-Premier Ministre et Ministre de la justice, Sénat, 1107/3, 1990-1991, p. 6.

tage une voie réconciliant les fins, distinctes au départ, voire conflictuelles, du droit des sociétés et du droit financier ou si, en d'autres termes, il n'existe pas, entre le marché et les sociétés commerciales, des responsabilités réciproques.

CHAPITRE II. — QUELQUES TRAITS
CLASSIQUES DE LA SOCIÉTÉ ANONYME.

2. — Classiquement, la société anonyme constitue avant tout une réunion impersonnelle de capitaux.

En 1927, le Procureur Général LECLERCQ, dans ses conclusions précédant l'arrêt de la cour de cassation du 1^{er} décembre de la même année, donnait comme trait essentiel de la société anonyme que « *le capital est tout, la personnalité n'est rien* », ou encore, en des termes plus nuancés, que « *la société anonyme est une société de capitaux, dans laquelle le capital, élément fixe, est roi, et en laquelle l'associé, élément temporaire, changeant, sans personnalité constante, est, dans la pensée du législateur, l'accessoire de son argent* »(2). Selon l'expression de M. VAN RYN, « *ce sont des capitaux qui se groupent plutôt que des personnes qui en font l'apport* »(3).

3. — L'une des manifestations principales de l'« *intuitu pecuniae* » de la société anonyme fut le principe de l'exacte proportionnalité du droit de vote des actionnaires à l'importance de leur intérêt pécuniaire dans le capital, encore exprimé aujourd'hui à l'article 74bis, § 2, des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

L'intuitu pecuniae fut fortement mis en avant dans l'arrêté royal n° 26 du 31 octobre 1934, dont l'objectif immédiat était de mettre fin à des abus qui, selon l'expression de l'Avocat Général COLARD-VAN NUFFEL, « *méconnaissaient l'exercice même de la société anonyme, société de capitaux gérée par ceux qui en ont fait l'apport réel et dans la mesure de ces apports* »(4).

En premier lieu, cet arrêté supprima les actions à vote plural qui avaient introduit dans les sociétés de capitaux une dose

(2) *Pas.*, 1928, I, p. 34.

(3) « *La réglementation du droit de vote attaché aux titres émis par les sociétés anonymes et la loi du 10 novembre 1953* », *Revue*, 1958, p. 70.

(4) « *Une application vicieuse de l'arrêté royal n° 26 du 31 octobre 1934 relatif au droit de vote dans les sociétés anonymes* », *Revue*, 1936, p. 1.

malsaine d'intuitu personae(5). Selon le rapport au Roi précédant l'arrêté n° 26, les conséquences du vote plural, à savoir la mainmise d'actionnaires ne représentent aucune majorité, « *vont à l'encontre du caractère même de la société anonyme, laquelle doit rester soumises à la loi de la majorité réelle* »(6).

C'est dans le même souci que l'arrêté royal n° 26 a limité le pouvoir de vote que les statuts peuvent accorder aux parts bénéficiaires (article 75 L.C.S., toujours en vigueur). Le législateur a ici voulu empêcher l'effacement des actions de capital et « *soustraire à un pouvoir usurpateur le gouvernement des avoirs sociaux et le restituer à ceux qui représentent vraiment ces avoirs* ». (7)

4. — En résumé, selon la formule concise de M. VAN RYN, « *il demeure évident que la justification et la mesure du pouvoir de vote, c'est la valeur de l'apport effectué par l'actionnaire et par lequel il a contribué à la formation du capital de la société* »(8).

Le fondement ultime de ce lien étroit entre capital et pouvoir est à rechercher dans le fait que ce sont les valeurs productrices de l'entreprise, réunies par les soins des actionnaires, qui fournissent seules la nécessaire garantie des tiers, à défaut de la personne des associés qui leur échappe. De cette « *caractéristique éminemment frappante de la société anonyme* », il découle que « *le vote sera attaché de façon prépondérante à la qualité de l'actionnaire propriétaire du capital, armature de la société, et de proportionné à la quotité de cette propriété, — une part congrue étant réservée aux actions bénéficiaires* »(9).

C'est sur ce principe et cette finalité que repose classiquement l'organisation du pouvoir dans la société anonyme. L'orientation des affaires sociales est déterminée par la force anonyme de l'argent, le législateur présumant que la gestion sera optimale,

(5) FRÉDÉRICQ, Traité, 1950, t. V, p. 680.

(6) *Revue*, 1934, pp. 343-344. Même sous l'empire de la loi de 1973, la légalité du vote plural était contestée, car on ne voulait pas légitimer un divorce entre l'importance des voix et l'importance des mises (voyez l'exposé de cette ancienne controverse dans FRÉDÉRICQ, Traité, 1950, 1950, t. V, p. 681).

(7) DEMEUR, « *La notion de capital exprimé en relation avec le vote de l'actionnaire* », *Revue*, 1952, p. 233 ; voy. Aussi T'KINT F., « *Les actions et le droit de vote* », *Revue*, 1989, pp. 242 et suiv.

(8) VAN RYN, « *La réglementation du droit de vote* », précité, p. 73.

(9) DEMEUR P., *op. cit.*, p. 227 et 232.

dans l'intérêt des créanciers, si elle est déterminée par ceux qui ont investi le plus dans la société.

Une majorité pécuniaire se forme à l'issue des délibérations de l'assemblée générale et emporte seule la décision, sans qu'il soit tenu compte des voix minoritaires dissidentes, qui ne peuvent exercer aucune influence sur la gestion(10).

5. — L'ancien article 76 L.C.S. n'était pas, semble-t-il, une exception à l'intuitu pecuniae(11). En réduisant la prépondérance du gros actionnaire et en l'empêchant, à lui seul, de former la majorité et d'y faire la loi, l'article 76 entendait éviter qu'une société anonyme ne puisse s'identifier avec une personne s'abritant derrière une structure où sa responsabilité est limitée. Loin de vouloir rétablir une égalité d'influence entre les associés, il mettait l'accent sur une pluralité effective d'actionnaires, restituant au mieux la destination normale de la société anonyme, réunion de capitaux(12).

6. — La nature impersonnelle de la société anonyme, très marquée dans l'organisation du pouvoir votal, connaissait cependant d'importants tempéraments. La doctrine a en particulier toujours admis, jusqu'à l'introduction du nouvel article 41 dans les lois

(10) En ce sens, le droit de vote a, outre un aspect de protection patrimonial de l'actionnaire, un aspect fonctionnel : il est une technique de gestion de la société ; sur la nature du droit de vote, voy. entre autres T'KINT F., *op. cit.*, GEENS K., « *De bescherming tegen de bescherming* », *T.R.V.*, 1988, n° 10. NELISSEN-GRADE J.M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1991, pp. 238-240 et les nombreuses références citées.

(11) L'ancien article 76 L.C.S., disposition statutaire facultative depuis la loi du 18 juillet 1991, disposait que « *nul ne peut prendre part au vote pour un nombre de voix dépassant la cinquième partie des voix attachées à l'ensemble des titres ou les deux cinquièmes du nombre de voix attachées aux titres représentés* ».

(12) M. VAN RYN y voyait, quant à lui, l'expression du jus fraternitatis (« *La limitation légale de l'exercice du droit de vote dans l'assemblée générale peut-elle être aggravée par une clause des statuts ?* », *Revue*, 1957, p. 144 ; *Principes*, t. Ier, 1954, p. 352). Les travaux préparatoires de la loi du 18 mai 1873 ne nous semblent pas aller en ce sens. M. BARA, Ministre de la Justice, justifiait l'article 61, l'équivalent à l'époque du futur article 76, par la considération que « *la société (anonyme) est faite pour faire appel à un grand nombre de petits capitaux et non pour utiliser la fortune d'un particulier. Il faut que beaucoup de petites sommes viennent à se mettre dans l'affaire* » (cité par GUILLERY J., *Commentaires législatifs de la loi du 18 mai 1873 sur les sociétés commerciales en Belgique*, Bruylant, 1878, p. 349). Voy. également, sur l'ancien article 76, RESTEAU, *Traité S.A.*, 3^{ème} éd., 1982, t. II, 373 ; FRÉDÉRICQ, *Traité*, 1950, t. V, p. 689.

coordonnées sur les sociétés par la loi du 18 juillet 1991 (13), que se crée un lien d'« *intuitu personnae* » étroit entre la société et ses actionnaires, sous la forme de clauses d'agrément et autres clauses restrictives de la libre négociabilité de l'action (14). Il restait ainsi possible aux fondateurs d'une société anonyme de faire de celle-ci une société « *fermée* », restreinte aux associés originaires et à ceux dont les qualités personnelles leur agréeraient (15).

CHAPITRE III. — LA PERSONNALISATION DU POUVOIR

Section 1. *Transparence de l'actionnariat*

7. — 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 oblige en son chapitre Ier toute personne qui acquiert 5 % ou plus du total des droits de vote d'une société belge cotée en bourse à le déclarer (article 1^{er}) (16).

Elle impose également que soit révélé le contrôle exercé par toute personne physique ou morale sur une société qui possède au moins 5 % du pouvoir votal d'une société belge cotée en bourse (article 3) (17).

8. — Il s'agit de la première réforme inspirée des marchés financiers ayant un impact direct sur le droit des sociétés. Cette

(13) Sur le nouveau régime des clauses d'agrément et de préemption depuis la loi du 18 juillet 1991, voy. I. CORBISIER, « *Les conventions d'actionnaires* », in *Le nouveau droit des sociétés*, Bruylant/Academia, à paraître.

(14) Voy. notamment sur le régime antérieur à la loi du 18 juillet 1991, VAN OMMESELAGHE P., « *Les conventions d'actionnaires en droit belge* », *Revue*, 1989, n° 6532 ; GEENS K., « *Quelques aspects de la clause d'agrément dans la société anonyme* », *Revue*, 1989, n° 6533 ; voy. également réf. citées par I. CORBISIER, *op. cit.*, notes 29 à 32.

(15) DEMEUR P., « *Sociétés de personnes et sociétés de capitaux* », *Revue*, 1955, n° 4500, pp. 209-210 et références citées.

(16) Pour un commentaire de la loi, voy. notamment KEUTGEN G. et G.A. DAL, « *La transparence de l'actionnariat* », *J.T.*, 1989, p. 449 et suiv. ; VAN ACKER C., « *De transparantiewet* », in *Financiële herregulering 1990*, Kluwer, 1991, p. 301 et suiv.

(17) Le rapport du Roi précédant l'arrêt royal du 20 mai 1989 relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse insiste particulièrement sur l'identification précise des personnes exerçant ce contrôle, indiquant que lorsque le contrôle est étagé, les divers maillons de la chaîne de contrôle doivent être mentionnés.

loi marque, selon l'expression d'un auteur, « *la fin de la société anonyme* » (18).

Selon le gouvernement, l'objectif du projet est d'« *assurer, dans l'intérêt de la transparence des marchés et de l'information du public, que les modifications significatives de l'actionnariat des sociétés dont les actions sont cotées en bourse soient portées à la connaissance de la société en cause et, par elle, à la connaissance du public. Il entend éviter que des mutations importantes dans l'actionnariat et dès lors dans le contrôle des entreprises du pays, généralement les plus grandes..., s'opèrent en dehors de toute clarté, quant à l'ampleur des opérations et quant aux objectifs poursuivis* » (19). S'il est vrai que la loi vise à éviter l'effet de surprise des prises de contrôle, c'est bien l'investisseur qu'elle entend protéger avant tout. Le préambule de la directive du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse est encore plus clair à cet égard, l'un de ses attendus précisant qu'une information adéquate accroîtra la confiance de l'investisseur, qui fonde le bon fonctionnement du marché (20).

Section 2. *Tendance à la personnalisation du fonctionnement interne de la société.*

9. — La nouvelle loi sur les sociétés envisage différents cas où les règles du fonctionnement des organes de la société sont affectées par l'identité de la ou des personnes que cache l'anonymat des structures.

Ainsi, l'article 33*bis*, § 2 nouveau L.C.S, introduit par la loi du 18 juillet 1991, ne permet plus que ce soit accordée au conseil d'administration l'autorisation d'augmenter le capital par des augmentations à réaliser principalement par des apports en nature à effectuer principalement par un actionnaire de la société détenant plus de 10 % des droits de vote de la société (21).

(18) DELAHAUT P. « *Instruments et marchés financiers : nouveaux domaines d'intervention de la puissance publique* », Ann. Dr. Louvain, 1991, p. 129.

(19) *Doc. Parl.*, Exposé des motifs, Chambre, n° 522/1, pp. 3-4.

(20) *J.O.C.E.*, n° L. 348, 17 décembre 1988, pp. 62 et suiv.

(21) Sur l'article 33*bis* nouveau, voy. notamment G. HORSMANS, « *Le conseil d'administration, pouvoir et responsabilités* » in *Le nouveau droit des sociétés*, Aca-

L'élément personnel de cette règle est encore accentué par les circonstances qui donnent lieu, pour le calcul de la quotité de 10 %, à l'addition des titres détenus par d'autres actionnaires(22). En particulier, l'addition des titres détenus par des personnes agissant de concert est, elle, détachée de tout lien structurel avec la société concernée. L'alinéa 3 de l'article 33bis, § 2, définit les personnes agissant de concert comme « *les personnes entre lesquelles existe un accord ayant pour objet ou pour effet l'adoption par les parties d'un comportement parallèle en ce qui concerne la possession, l'acquisition ou la cession des titres* »(23).

À nouveau les exigences du marché prévalent sur toute autre perspective économique. Le droit de préférence des actionnaires anciens n'existant que pour les augmentations de capital à réaliser par apports en espèces, la loi du 18 juillet 1991 a vu dans le recours à la technique du capital autorisé pour des augmentations de capital à réaliser par apports en nature un moyen pour le conseil « *de maintenir ou de modifier les rapports de force* » au sein de la société. Dans le cadre des critères généraux de la réforme du droit des sociétés, le législateur a entendu soustraire au conseil d'administration, au profit de l'assemblée générale, toute mesure susceptible de contrarier les tentatives de prise de contrôle(24).

10. — La loi du 18 juillet 1991 a introduit une autre série de dispositions « *personnalisantes* ». Il s'agit du régime compliqué des émissions avec limitation ou suppression du droit de préférence

demia/Bruylant, à paraître ; VAN DER HAEGEN M. et GOLLIER J.M., « Les sociétés commerciales — loi du 18 juillet 1991 », *J.T.*, 1992, pp. 188-191.

(22) Pour le calcul de la quotité de 10 %, sont ajoutés aux titres détenus par un actionnaire donné les titres détenus :

« a) par un tiers agissant en son nom propre mais pour le compte des actionnaires visés à l'alinéa précédent ;

b) par une personne physique ou morale liée aux actionnaires visés à l'alinéa précédent ;

c) par un tiers agissant en son nom propre mais pour le compte d'une personne physique ou morale liée aux actionnaires visés à l'alinéa précédent ;

d) par des personnes agissant de concert. »

(23) Pour une analyse approfondie de la notion d'action de concert, importée de la loi du 2 mars 1989 sur la transparence, voy. GOLLIER J.M. et VANDER PITTE P., « 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'actionariat », *Revue*, 1990, pp. 81 et suiv.

(24) *Doc. Parl.*, Sénat, 1107/3, 1990-1991, pp. 86-87.

en faveur de personnes déterminées⁽²⁵⁾. Plusieurs contraintes sont imposées à de telles émissions par l'article 34*bis*, § 3, alinéa 3 et § 4*bis* et par l'article 101*quater*, alinéas 2 à 4.

Il est notamment exigé que l'identité du ou des bénéficiaires de la limitation du droit de préférence soit expressément mentionnée dans le rapport à établir par le conseil d'administration ainsi que, lorsque la décision doit être prise par l'assemblée générale, dans la convocation (article 34*bis*, § 4*bis*, 1°).

Les alinéas 2 à 4 de l'article 101*quater* L.C.S. prévoient, outre les exigences de l'article 34*bis*, des règles spécifiques lorsqu'il s'agit d'une émission de droits de souscription réservée à des personnes déterminées. En ce cas, seule l'assemblée générale est compétente. On relèvera également que les actions souscrites durant le déroulement d'une offre publique, à la suite de l'exercice de droits de souscription émis dans ces conditions, doivent être nominatives pendant douze mois.

Ces dispositions s'inscrivent également dans la problématique des tentatives de prises de contrôle agressives des sociétés et dans la volonté du législateur de maintenir un juste équilibre entre, d'une part, l'intérêt du marché, qui requiert comme stimulant pour les investisseurs que restent possibles les offres publiques d'acquisition, et, d'autre part, le souci de permettre une certaine stabilité de l'actionnariat.

11. — Si la loi sur la transparence de l'actionnariat a imposé que soit révélée dès sa naissance toute influence potentiellement significative, indépendamment de tout exercice effectif de cette influence par celui qui en dispose, la réforme récente du droit des sociétés marque une tendance à accentuer la personnalisation du pouvoir, lors de son exercice effectif cette fois. Le fonctionnement interne de la société est directement affecté par les personnes qui déterminent ou que l'on présume déterminer les décisions des organes sociaux.

(25) Sur ce régime, voy. TOSSENS J.F., « *Droit de préférence et droit de priorité, obligations convertibles et droits de souscription, émissions défensives de titres* », in *Le nouveau droit des sociétés*, Academia/Bruylant, à paraître, spéc. n^{os} 34 et suivants.

CHAPITRE IV. — AFFAIBLISSEMENT DE LA STRUCTURE
ORGANIQUE DE LA SOCIÉTÉ ANONYME

Section 1. *Atteinte à la compétence
et au fonctionnement des organes légaux.*

12. — Les exigences du marché font que la vie sociale est de moins en moins maîtrisée par les organes légaux.

Sous sa forme extrême, cette constatation désigne la paralysie des compétences légales.

L'exemple le plus net en est l'article 33*bis*, § 3, L.C.S., introduit par la loi du 18 juillet 1991, reprenant l'article 8 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, qui tétanise littéralement le conseil d'administration dès l'annonce d'une offre publique d'acquisition sur la société. Cet article limite les compétences du conseil tant pour les opérations sur le capital ou avec effet sur le capital que pour les opérations sur le patrimoine de la société(26). Nonobstant les exceptions, de portée limitée, qu'autorise le § 4, les possibilités de défense à l'initiative du conseil sont ainsi très réduites après le lancement d'une OPA.

13. — Bien plus, la loi du 18 juillet 1991 restreint désormais les compétences du conseil en dehors de la période d'OPA elle-même.

Ainsi, pour les sociétés publiques, l'article 33*bis*, § 2 L.C.S., limite-t-il au montant du capital social le montant du capital autorisé, outre la restriction commentée ci-dessus pour les augmentations de capital à réaliser par apports en nature(27).

L'article 101*quater*, alinéa 2, L.C.S., précité réserve à l'assemblée générale l'émission de droits de souscription si le droit de préférence est limité ou supprimé en faveur de personnes déterminées autres que les membres du personnel de la société ou de ses filiales(28).

Enfin, l'article 56 de la loi du 18 juillet 1991 a ajouté un article 17*bis* à la loi du 2 mars 1989 qui dispose, en son alinéa 1^{er}, qu'« *est nul tout droit conféré à des tiers par une société, affec-*

(26) Sur cette disposition, voy. les références citées *supra* notre n° 21 ; sur l'article 8 de l'A.R. du 8 novembre 1989, voy. notamment BRUYNEEL A., « Les offres publiques d'acquisition », *J.T.*, 1990, pp. 167-169.

(27) *Supra*, n° 9.

(28) *Supra* n° 10.

tant 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, si son octroi n'a pas été décidé par une assemblée générale et si cette décision n'a pas été déposée au greffe du tribunal de commerce, conformément à l'article 10 des lois coordonnées sur les sociétés commerciales, coordonnées le 30 novembre 1935 ». L'article 17bis vise la pratique défensive des options sur actifs, qui consiste à donner à des tiers une option d'achat sur certains des actifs les plus intéressants de la société, conditionnée par le lancement d'une OPA sur celle-ci(29).

14. — À première vue, il ne s'agit que d'un transfert de certaines compétences d'un organe de la société au profit d'un autre, à savoir du conseil d'administration au profit de l'assemblée générale, conformément à l'un des critères de la réforme du droit des sociétés, dont les auteurs ont déclaré vouloir préférer l'assemblée générale au conseil d'administration pour les mesures exerçant une influence sur la structure de l'actionnariat(30).

L'évolution nous paraît plus fondamentale et traduire un véritable affaiblissement des pouvoirs des organes sociaux en général en raison des exigences du marché. L'assemblée générale elle-même ne semble plus incarner le « *pouvoir souverain* » de la société anonyme(31).

Nous appuierons cette affirmation par deux exemples de droit positif belge. Premièrement, s'il ne s'agissait que de réserver certaines compétences à l'assemblée générale, comment comprendre que le législateur ait cru nécessaire d'imposer les restrictions des alinéas 3 et 4 de l'article 101^{quater} aux émissions défensives de droits de souscription, alors que l'alinéa 2 du même article en réserve déjà la compétence exclusive à l'assemblée générale(32) ? Ces exigences spécifiques montrent que l'assemblée générale elle-même est soumise à la loi du marché.

Prenons par ailleurs l'article 6 de la loi précitée du 2 mars 1989 sur la transparence de l'actionnariat, qui dispose que nul

(29) TOSSENS J.F., *op. cit.*, n^{os} 44-45.

(30) *Supra*, n^o 9 et note n^o 24.

(31) Selon l'expression du Procureur Général LECLERCQ, conclusions précitées, p. 36.

(32) *Supra*, n^o 10, n^o 13 et *infra*, n^o 22.

ne peut prendre part au vote à l'assemblée générale d'une société cotée en bourse pour un nombre de voix supérieur à celui afférent aux actions dont il a déclaré la possession quarante-cinq jours au moins avant la date de l'assemblée générale. Cette disposition entraîne la paralysie pendant 45 jours du droit de vote d'actions acquises et déclarées régulièrement et, partant, modifie les rapports de force qui devraient s'établir au sein de l'assemblée générale, conformément aux règles des lois coordonnées sur les sociétés.

*Section 2. Le marché comme cadre prioritaire
d'expression de la vie sociale.*

15. — Sous un aspect plus subtil, les règles inspirées des marchés financiers manifestent une diminution relative du rôle des organes sociaux comme vecteurs exclusifs ou privilégiés de la vie sociale.

Dans la société publique, le cadre prioritaire d'expression de la vie sociale n'est plus l'assemblée générale, c'est le marché. L'actionnaire est corrélativement remplacé par l'investisseur.

Ainsi, exige-t-on que l'actionnaire qui atteint un seuil de 20 % des droits de vote fasse connaître la politique qu'il poursuit par cette acquisition (article 8, § 3, A.R. 10 mai 1989 relatif à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse). L'influence de l'actionnaire sur la vie sociale est appréhendée directement, sans le détour par l'assemblée générale.

L'information des actionnaires.

16. — L'arrêté royal du 18 septembre 1990 relatif aux obligations découlant de l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de fonds publics et de change offre de cette idée la manifestation de droit positif la plus flagrante.

Cet arrêté dispose en son article 2, § 1, que les sociétés cotées doivent assurer un traitement égal aux actionnaires qui se trouvent dans des conditions identiques.

Le § 3 de l'article 2 précise ensuite que :

« Les sociétés procurent en Belgique aux actionnaires toutes les facilités et informations nécessaires à l'exercice de leurs droits.

En particulier, elles doivent :

- 1° — *informer les actionnaires de la tenue des assemblées générales et leur permettre d'exercer leur droit de vote ;*
- 2° — *publier des notices ou diffuser des circulaires concernant l'attribution et le paiement des dividendes, les opérations d'émissions d'actions nouvelles, d'attribution, de souscription, de renonciation aux droits de conversion.* »

L'insertion de cette disposition dans cet arrêté royal, qui a pour objectif essentiel d'organiser les obligations d'information qu'assument les sociétés cotées envers le marché, révèle clairement que la protection de l'actionnaire se confond ici avec la protection des investisseurs et partant, avec le bon fonctionnement du marché. L'actionnaire n'est pas protégé pour des motifs liés au pacte social mais en tant que participant au marché (33).

Devenu une exigence du marché, le droit à l'information des actionnaires quitte les canaux institutionnels et, en particulier, le cadre de l'assemblée générale (34) (35). C'est que le marché ne saurait s'accommoder de la périodicité annuelle de la tenue

(33) Les mêmes considérations valent, *mutatis mutandis*, pour l'article 11, § 1, du même arrêté, qui impose une règle identique d'égalité de traitement des obligataires des sociétés cotées.

(34) Le droit à l'information des actionnaires réside, en vertu du droit des sociétés, essentiellement dans l'article 70ter L.S.C. Celui-ci oblige les administrateurs à répondre aux questions qui leur sont posées par les actionnaires au sujet de leur rapport ou des points portés à l'ordre du jour. Voy. sur cette disposition MASSAGÉ, *L'adaptation du droit des S.A.*, Swinnen, 1985 ; WYMEERSCH, « *De nieuwe voorschriften inzake vennootschapsinformatie evenals inzake commissaristoezicht* », in *Het nieuwe vennootschappenrecht*, Kluwer, 1985, p. 90. Pour la doctrine antérieure à l'article 70ter, voy. SIMON, « *Le devoir d'information — Sanction et responsabilité* », in *L'entreprise et ses devoirs d'information en matière économique et sociale*, CDVA, 1979, pp. 373-374.

(35) En dehors de son droit à l'information à l'assemblée générale, l'actionnaire ne dispose que de prérogatives limitées : faculté de contrôle et de surveillance individuelle en l'absence de commissaire, conformément à l'article 64, § 2, L.C.S et ce dans des limites en toute hypothèse fort strictes (voy. GEENS, note sous Com. Bruxelles, 13 octobre 1988 et Com. Dendermonde, 1^{er} mars 1989, *T.R.V.*, 1989, p. 220 et suiv. ; VANDEPITTE P. et GOLLIER J.M., « *De individuele controlebevoegdheid van de vennoot in kleine en middelgrote vennootschappen : enkele beschouwingen* », *T.R.V.*, 1990, p. 574, n° 4) ; droit de demander la désignation d'un commissaire investigateur en cas d'atteinte grave ou de risque d'atteinte grave aux intérêts de la société (ce droit n'était reconnu par la jurisprudence que de manière exceptionnelle, avant la modification de l'article 191, par la loi du 18 juillet, voy. DUPLAT J.L., « *L'accès à l'information des actionnaires minoritaires dans les sociétés cotées et non cotées* », in *Actionnaires minoritaires*, Colloque du 6 octobre 1992 sous la direction de Mme A. BENOÎT-MOURY, pp. 14-15).

des assemblées générales ordinaires, quelque excellente qu'y soit l'information fournie. Le marché exige une information continue, ainsi que le traduisent les exigences d'information semestrielle et surtout occasionnelle, établies par les articles 3 et suivants de cet arrêté du 18 septembre 1990(36). Les bénéficiaires de l'information sont au demeurant autant les actionnaires effectifs que les actionnaires potentiels que représente le public en général.

La notion de contrôle et son incidence.

17. — Classiquement, le contrôle de la société anonyme était non seulement anonyme, s'identifiant à la majorité du capital, mais il ne s'exprimait avant tout que par le vote des actionnaires à l'assemblée générale et à la lumière des délibérations qui y avaient lieu(37)(38).

L'évolution récente du droit financier n'a pas seulement supprimé l'anonymat du contrôle. Elle a également donné à cette notion une incidence permanente sur la vie sociale, en même temps que détachée du fonctionnement de l'assemblée générale(39). Tel est notamment le cas à l'article 3 de la loi précitée du 2 mars 1989 sur la transparence de l'actionnariat qui impose

(36) Pour un commentaire détaillé de l'ensemble de cet arrêté royal du 18 septembre 1990, voy. DUPLAT J.L., *op. cit.* ; voy. aussi DEL MARMOL C., « L'information financière et la commission bancaire, évolution récente », *R.D.A.I.*, 1991, pp. 573 et suiv.

(37) Cette considération était notamment l'un des arguments, bien que critiqué par la doctrine, qui justifiait la nullité des conventions de vote avant l'arrêt de la cour de cassation du 13 avril 1989. On n'admettait pas que l'issue du vote puisse être prédéterminée, en dehors des débats de l'assemblée générale, par des conventions ayant force obligatoire (voy. le commentaire de VAN OMMEFLAGHE P., « *Les conventions d'actionnaires en droit belge* », *Revue*, 1989, p. 310) ; NELISSEN-GRADE J.M., « De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1991, p. 218 et références citées.

(38) Le souci de ne pas perturber le fonctionnement normal des organes de la société et le jeu des majorités s'est aussi imposé comme limite de l'intervention du juge des référés dans la vie des sociétés (VAN RYN et VAN OMMEFLAGHE, « Examen de jurisprudence — Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1981, n° 68, p. 393 ; HORSMANS G., « Le juge des référés et le droit des sociétés », *Revue*, 1969, p. 47).

(39) Une certaine tension entre le fonctionnement normal des organes sociaux et les droits et devoirs des actionnaires se manifeste également dans la problématique des groupes de société, en particulier par une tendance à reconnaître des devoirs d'information à charge des sociétés mères envers les actionnaires étrangers au groupe. Ces devoirs sont cependant étroitement liés aux exigences de l'appel public à l'épargne (voy. VAN OMMEFLAGHE P., Rapport général, in *Droits et devoirs des sociétés mères et de leurs filiales*, Kluwer, 1985, pp. 97 et suiv.).

la révélation du contrôle exercé sur les sociétés détenant plus de 5 % d'une société cotée en bourse(40).

18. — Plus éclairante pour la réflexion est la réglementation de la modification de contrôle des sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, prévue aux articles 38 et suivants de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, en particulier l'article 41 qui oblige celui qui a acquis, autrement que par une offre publique d'acquisition, le contrôle exclusif ou conjoint d'une société visée, moyennant un prix ou une contrepartie supérieure au prix du marché, à offrir au public la possibilité de céder tous les titres qu'il possède.

Le contrôle est non seulement détaché du fonctionnement des organes sociaux mais la conséquence qui est attachée n'a pas de lien direct avec le fonctionnement de la société elle-même ni avec l'orientation des affaires sociales. Il est uniquement envisagé comme critère d'une obligation personnelle à charge de l'acquéreur du contrôle, non pas envers la société, mais envers tous les investisseurs qui possèdent les mêmes titres que ceux qu'il vient d'acquérir du cessionnaire du contrôle.

Ces nouvelles prérogatives individuelles des actionnaires, recommandées de longue date par la Commission bancaire et financière, échappent complètement au cadre institutionnel de la société.

19. — Tout autant que par sa portée, la règle de l'article 41 de l'A.R. du 8 novembre 1989 s'écarte du droit de la société anonyme par l'objectif poursuivi.

Dans la ligne des justifications données par la Commission bancaire et financière de ses recommandations antérieures, la règle de l'offre publique obligatoire, que l'on retrouve sous des formes plus ou moins équivalentes dans la plupart des ordres juridiques étrangers, est traditionnellement présentée comme un mode de

(40) Voy. *supra*, n° 7. La notion de contrôle est définie, bien que de manière très semblable, par plusieurs réglementations : arrêté royal du 6 mars 1990 modifiant l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises, auquel renvoient tant l'arrêté royal du 10 mai 1989 sur la publicité des participations importantes que l'arrêté royal du 8 novembre 1989, chapitre III, relatif à la modification du contrôle des sociétés ; arrêté royal du 14 octobre 1991 définissant les notions de société mère et société filiale pour l'application des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

protection des minoritaires, par application d'une interprétation large de l'égalité des actionnaires(41).

Cette protection comporte un double aspect. D'une part, elle consacre le droit pour tous les actionnaires de participer, de manière égale, aux flux financiers engendrés par certaines opérations d'acquisition du contrôle(42). D'autre part, elle offre un droit de retrait lorsque la maîtrise des affaires sociales passe en d'autres mains que celles à qui l'actionnaire avait fait confiance en investissant dans la société(43). Sous ce second aspect, il s'agirait d'une véritable présomption de spoliation des intérêts des minoritaires(44). Il ne semble toutefois pas qu'il faille aller jusqu'à une telle présomption de mauvaise foi pour justifier le droit de retrait des minoritaires en cours de modification du contrôle. Une autre explication, plus conforme à l'esprit du droit financier, fonde le droit de retrait des minoritaires sur le droit de tous les actionnaires à se prononcer sur les modifications importantes de l'avenir de la société(45). On relèvera que cette idée, qui participe d'une certaine tendance à la démocratisation des sociétés(46), c'est-à-dire finalement à la reconnaissance d'une influence égalitaire des actionnaires, s'écarte du concept d'intuitu pecuniae rappelé au début de cet exposé, en vertu duquel la majorité du capital, qui doit être le cas échéant une majorité qualifiée, impose sa loi à tous les actionnaires, les voix des minoritaires dissidents n'ayant aucune influence sur la gestion.

(41) Dans l'un des articles qu'il a consacrés à cette matière, E. WYMEERSCH soutient que l'offre publique obligatoire aurait avant tout pour objectif d'inciter « les parties à aborder des changements de contrôle autour de la table de négociation plutôt que de les régler au moyen de batailles boursières », l'objectif primordial de la règle n'étant pas la protection des minorités (« l'offre publique d'achat obligatoire », *R.D.A.I.*, 1991, p. 637). Voy. également les développements du même auteur in « Cession de contrôle et offres publiques obligatoires », *Revue*, 1991, p. 224 et suiv.

(42) Rapport Commission bancaire, 1978-1979, pp. 110 et suiv. ; NELISSEN-GRADE J.M., « Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B. », in *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, Biblo, 1990, p. 70.

(43) Voy. WYMEERSCH, « Cession de contrôle et offres publiques obligatoire », *Revue*, 1991, pp. 226-228 et références citées.

(44) *Ibid.*

(45) PETITPIERRE-SAUVAIN FL., « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat », *R.D.A.I.*, 1991, p. 649.

(46) Voy. les réflexions de P. LE CANNU sur cette tendance au niveau communautaire, « Limitations du droit de vote et contrôle des sociétés anonymes — Réflexions sur la proposition modifiée de cinquième directive en droit des sociétés », *Bull. Joly*, 1991, pp. 263 et suiv.

20. — Quelles que soient les nuances à apporter à l'analyse des fondements de l'offre publique obligatoire, dont les contours ne peuvent en définitive pas être tracés avec une extrême netteté, nous croyons à nouveau pouvoir constater l'effacement de l'actionnaire derrière l'investisseur et les exigences du marché.

La seule véritable raison d'être de l'obligation de rachat des titres de tous les actionnaires n'est-elle pas en effet le bon fonctionnement du marché, rendu plus attractif pour les participants dès lors qu'ils savent que la détention d'un actif financier donné leur confère les mêmes chances et les mêmes droits que tous les détenteurs du même actif financier.

En quelque sorte, le bon fonctionnement du marché repose sur l'équivalence du contenu des produits qui s'y échangent, dès lors qu'il s'agit de produits identiques. Dans la perspective consumériste de l'investisseur, deux titres négociables identiques doivent incorporer des droits identiques. Totalelement indifférents aux droits et devoirs qu'implique le pacte social, il trouverait simplement injuste qu'un autre investisseur reçoive davantage avec le même produit.

Cette perspective exclusive nous semble confirmée par l'article 15, § 1, de la loi du 2 mars 1989 sur la transparence, qui constitue en définitive la base légale de l'arrêté royal du 8 novembre 1989. Il dispose que le Roi peut prendre toute mesure de nature à :

« — assurer l'information et l'égalité des porteurs de titres et sauvegarder leurs intérêts ;
— favoriser la transparence et le bon fonctionnement du marché... » (47).

Dans cette optique, toute entière orientée sur les exigences du marché, le concept d'actionnaire n'a plus de lien avec le fondement de l'obligation d'étendre l'offre. Il ne fait qu'en désigner les bénéficiaires immédiats, étant entendu qu'au niveau de l'objectif poursuivi, actionnaires actuels et potentiels, déterminés et indéterminés, se rejoignent et se confondent sous une seule qualité,

(47) Le § 2 de l'article 15 rappelle clairement que c'est « *aux fins du paragraphe 1^{er}* » que le Roi prend les mesures d'exécution spécifiée ; A. PETITPIERRE-SAUVAIN donne comme première justification de l'exigence d'égalité des actionnaires dans l'OPA la garantie d'un bon fonctionnement du marché financier (*op. cit.*, p. 645).

celle d'investisseur. Partant, le principe de l'égalité des actionnaires, lié aux effets d'un pacte social dont les bénéficiaires de la règle n'ont cure, est inutile pour fonder l'obligation de reprise à charge de l'acquéreur du contrôle, au-delà des vives critiques auxquelles se heurte l'application de ce principe en la matière(48).

CHAPITRE V. — ÉPARGNE COLLECTIVE VERSUS
INTÉRÊT SOCIAL

21. — L'émergence d'un droit financier dominant centré sur les besoins des marchés, dont l'intérêt propre est distinct des intérêts particuliers de chaque émetteur, ne pouvait aboutir, au-delà des divergences avec les principes structurels d'organisation de la société anonyme, qu'à un conflit avec l'essence même du droit des sociétés, qui régit chaque société en tant que périmètre d'intérêts autonome et distinct.

Ainsi que l'exprime A. TUNC, « *l'épargne collective n'a pas, dans les sociétés où elle a investi, l'intérêt qu'avait "le bon père de famille". Que lui importe que telle société soit en voie d'accroître sa part du marché dès lors qu'elle le fera nécessairement aux dépens de sociétés concurrentes, figurant dans son portefeuille ? Pourrait-elle, au surplus, passer d'une société à l'autre sans déséquilibrer le marché ? Sa situation est comparable à celle de l'État, souhaitant, pour voir s'accroître le rendement des impôts, la prospérité de l'économie dans son ensemble et non celle de telle ou telle entreprise* »(49).

Cette divergence radicale de perspective implique que la prééminence nouvelle du droit financier entraîne parallèlement un affaiblissement de la notion d'intérêt social qui s'était progressivement affirmée comme un critère de légitimité fondamental dans les divers aspects de la vie sociale(50).

Quel que soit le contenu nuancé qu'est susceptible de recevoir cette notion, de l'intérêt de l'entreprise à celui de la généralité des actionnaires, elle reste toujours attachée à une société particulière,

(48) Voy. *infra*, n° 27.

(49) TUNC A., « *Supprimer ou renforcer le conseil d'administration des sociétés anonymes ?* », *R.D.A.I.*, 1991, p. 680.

(50) Voy. l'analyse approfondie et très nuancée de cette notion par X. DIEUX in « *La société anonyme : Armature juridique de l'entreprise ou produit financier ?* », in Actes du recyclage organisées par la Faculté de droit de Louvain, 1992, pp. 3 à 26.

alors que dans ses objectifs, le droit financier ne prend pas en compte les besoins ni la nature spécifiques d'un émetteur donné.

22. — Ceci ne signifie nullement que le droit financier refuse toute prise en considération de l'intérêt social(51) mais il le réduit et le fait passer au second plan, voire l'efface en cas de conflit direct avec ses propres objectifs.

S'inscrivent notamment dans la perspective de l'affaiblissement de l'intérêt social le gel des compétences du conseil d'administration en période d'OPA (article 33*bis*, § 3 L.C.S.)(52), de même que le nouveau régime complexe de la limitation ou de la suppression du droit de préférence des anciens actionnaires lors d'émissions de titres réservées à des personnes déterminées autres que des membres du personnel(53).

Avant la loi du 18 juillet 1991, la seule contrainte de fond imposée par les lois coordonnées pour la limitation ou la suppression de l'intérêt social était, aux termes du régime mis en place par la loi du 5 décembre 1984, le respect de l'intérêt social. Les nouvelles exigences introduites par la réforme du droit des sociétés aux articles 34*bis*, § 3, alinéa 3, et § 4*bis* et à l'article 101*quater*, alinéas 2 à 4, font que l'intérêt social n'est plus le critère souverain de légitimité, lorsque la dérogation au droit de préférence peut avoir pour but de renforcer la structure de l'actionnariat de contrôle(54). Des opérations autrefois permises sont aujourd'hui interdites quand bien même elles serviraient tout autant l'intérêt social.

Plusieurs années avant la loi du 18 juillet 1991, la Commission bancaire avait déjà exprimé un avis négatif quant à l'usage par

(51) Voy. à titre d'exemples, cités par X. DIEUX, *op. cit.*, p. 7, l'article 4 de l'arrêté royal du 18 septembre 1990 relatif aux obligations découlant de l'admission de valeurs mobilières à la cote d'une bourse belge, qui autorise la Commission bancaire et financière à accorder des dérogations aux obligations d'information occasionnelle qui pèsent sur les sociétés cotées, si « *la publication de certaines informations est de nature à porter atteinte aux intérêts légitimes de la société* » ; l'article 15, § 2 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux OPA et aux modifications du contrôle des sociétés, qui impose au conseil d'administration, lorsqu'il donne son avis sur l'offre, d'agir dans l'intérêt de l'ensemble des titulaires de titres, des créanciers et des travailleurs de la société visée.

(52) Voy. *supra*, n° 12.

(53) *Supra*, n° 10, 13 et 14.

(54) La Commission bancaire et financière a néanmoins toujours demandé le respect de l'égalité de traitement de l'ensemble des actionnaires et notamment la fixation d'un prix de souscription hors droit de préférence le plus proche de la valeur réelle des titres (Rapport 1982-1983, p. 72 ; 1985-1986, pp. 61 et suiv.).

le conseil du capital autorisé après qu'une offre publique d'acquisition a été lancée ou annoncée de manière ferme, indépendamment de toute considération liée à l'intérêt social. Dans cette hypothèse, il appartenait, selon la Commission, aux actionnaires de décider s'ils vendaient ou non leurs titres et il eût été « *difficilement admissible que, en faisant usage du capital autorisé pour essayer d'empêcher l'offre, le conseil d'administration substitue sa décision à celle des actionnaires ou prive, en fait, celle-ci de sa portée effective* »(55).

Elle avait alors limité la portée de cette recommandation à la période prenant cours à partir du moment où une offre publique d'achat est annoncée de manière ferme, position confirmée l'année suivante dans l'affaire de la Société Générale de Belgique(56) et reprise en droit positif à l'article 8 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 puis à l'article 33*bis*, § 3 L.C.S. introduit par la loi du 18 juillet 1991. Les exigences nouvelles en matière d'émissions réservées à des personnes déterminées, s'appliquant même en dehors des périodes d'OPA, marquent une étape supplémentaire dans l'affaiblissement de la légitimité que confère le respect de l'intérêt social.

23. — L'affaiblissement de l'intérêt social face aux exigences du marché résulte encore de la tendance jurisprudentielle récente qui fait prévaloir le droit à l'information des actionnaires sur les considérations liées à l'intérêt social, contrairement à la doctrine classique qui admet que le droit à l'information ne peut nuire à l'intérêt de la société(57).

L'exemple le plus net est l'ordonnance du président du tribunal de commerce de Bruxelles du 25 novembre 1991 rendue dans l'af-

(55) Rapport 1986-1987, pp. 81-82, la Commission se référant expressément à la règle de passivité de l'article 21 du City Code britannique.

(56) Rapport 1987-1988, pp. 58-59.

(57) Voy. notamment, sur cette doctrine classique, VAN RYN et HEENEN, *Principes*, t. Ier, 1^{ère} éd., n° 769 ; LIEVENS, « *De wettelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouders* », in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouders*, T.R.V., 1988, p. I-19, n° 25 ; TILLEMANS, « *De plicht tot geheimhouding en discretie van bestuurders* », T.R.V., 1992, p. 286, n° 20 ; DUPLAT, *op. cit.*, p. 10 et suiv. ; DIEUX X., *op. cit.*, p. 47. Cette position trouve de plus appui dans les travaux préparatoires de la loi du 5 décembre 1984 qui précisent, au sujet de l'article 70*ter* L.C.S., que les administrateurs répondent aux actionnaires en appréciant l'équilibre à conserver entre le droit à l'information des actionnaires et la discrétion qu'impose le cas échéant l'intérêt social (*Doc. Parl.*, Chambre, 1981-1982, n° 210/9, p. 46 et 51).

faire Wagons-Lits(58). Saisi d'une demande de communication de renseignements complémentaires à propos de l'opération d'offre publique d'acquisition en cours sur les titres de la Compagnie Internationale des Wagons-Lits et du Tourisme, le président du tribunal de commerce a rejeté, en des termes très secs, l'objection de la défense tirée du secret des affaires :

« *Que nous ne pouvons, sous prétexte du secret des affaires, sacrifier le droit à l'information des titulaires de titres CIWLT, droit légitime et reconnu au niveau national et communautaire, à l'obstination de sociétés offrants de vouloir se limiter à divulguer les seules informations reprises dans leur prospectus ;* »(59).

CHAPITRE VI. — LA CRISE DE LA NORME

24. — L'expansion des marchés financiers constatée, en Europe tout au moins, au cours des dix dernières années, est à la source d'un véritable bouleversement de la règle de droit.

Bouleversement d'abord induit du fait financier lui-même, multiple, complexe, changeant et surtout formidablement innovateur et créatif. L'innovation financière ne détruit pas les règles de droit mais ne cesse d'en révéler les imperfections.

Les concepts que l'on croyait stables et rigoureux se révèlent impuissants à qualifier de manière cohérente les nouvelles formes de titres issues de la pratique. Ainsi la notion de valeurs mobilières garde-t-elle des contours imprécis malgré son rôle central dans l'architecture des marchés financiers(60) ; les notions de capital et d'associé se diluent au gré de la variété croissante du lien unissant l'investisseur à la société(61).

(58) *Revue*, 1991, n° 6584, pp. 279 et suiv.

(59) *Ibid.*, p. 288. Dans le même sens, Com. Bruxelles (réf.), 6 novembre 1987, *T.R.V.*, 1988, p. 314 ; voy. aussi l'affirmation d'un véritable principe général de transparence en matière d'opérations financières et boursières (Com. Nivelles, 9 septembre et 2 octobre 1991, *inédit*, réf. 56/61 et 59/91 (affaire MONT-ST-GUIBERT) ; Com. Bruxelles 4 décembre 1991, *Revue*, 1991, n° 6585, p. 302 (affaire Wagons-Lits) ; *infra*, n° 27.

(60) HORMANS G. et TOSSENS J.F., « *Réflexions sur la nature et le régime juridiques des valeurs mobilières et des autres instruments financiers* », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Larcier, 1992, pp. 151 et suiv.

(61) BONNEAU T., « *La diversification des valeurs mobilières, ses implications en droit des sociétés* », *Rev. trim. dr. com.*, 1988, pp. 535 et suiv. ; VIANDIER A., *La notion d'associé*, Paris, 1978.

Le manteau de règles duquel on croyait la réalité couverte de manière homogène et univoque se révèle troué en de multiples endroits. Les opérations innovantes que furent, parmi d'autres, les offres publiques d'acquisition, les conventions de portage ou le management buy-out, provoquent la même incertitude que l'apparition de produits financiers nouveaux (62).

25. — La perturbation de la règle de droit est ensuite accentuée, en matière financière, par la réaction du législateur. Il ne s'agit pas ici de contester l'utilité voire la nécessité d'initiatives réglementaires mais de constater les effets pervers de celles-ci.

En particulier, se multiplient les autorités à la source des réglementations, une part relativement faible des normes étant édictées par la loi elle-même (63).

En Belgique, on a pu souligner l'ampleur de compétences déléguées aux autorités administratives par la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers (64). La prolifération des normes hiérarchiquement inférieures n'est certes pas un facteur de cohérence et d'orthodoxie juridique. Cette tendance se fait jour jusque dans les lois coordonnées sur les sociétés commerciales, la loi du 18 juillet 1991 ayant réservé au Roi le soin de définir les notions de personnes déterminées (régime de la limitation ou de la suppression du droit de préférence, articles 34*bis* et 101*quater* L.C.S.) et les notions de société-mère et de société filiale (65).

(62) COURET A., « *Innovation financière et règle de droit* », Recueil Dalloz-Sirey, 1990, 21^e cahier, Chronique XXV.

(63) SCHRANS G., « *Rechtsproblemen van regulering in de financiële sector* », Financieel herreguleren 1990, *Kluwer*, 1991, pp. 3 et suiv.

(64) HORSMANS G. et TOSSENS J.F., *op. cit.*, pp. 166-167 et pp. 174-175. Voy. en particulier la note 56 à propos du marché hors bourse des obligations linéaires et du marché secondaire des certificats de trésorerie dont l'organisation est confiée au Fonds des Rentes, au terme de délégations successives de la loi au Roi, du Roi au Ministre des finances et du Ministre des finances au Fonds des Rentes ; Monsieur PETERBROECK, lors de l'élaboration de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, faisait observer : « *Comme le signale d'ailleurs l'avis du Conseil d'État (Doc. Chambre n° 1156/1 — 89/90, p. 173-174, 201), l'anomalie est de permettre au Roi de réglementer ces nouveaux marchés alors que pour le marché traditionnel des valeurs mobilières, c'est-à-dire la Bourse, c'est la loi qui règle tout dans le moindre détail. Or, ces nouveaux marchés, s'ils sont nécessaires, sont aussi les plus dangereux* » (Doc. Parl., Chambre, 1156/5, 89/90, p. 25).

(65) A.R. 14 octobre 1991, *Mon.b.* 24 octobre 1991.

26. — De manière quelque peu paradoxale, l'inflation de la réglementation financière ne freine pas, au contraire, la fonction régulatrice de la *soft law*, c'est-à-dire des recommandations, codes de conduite, et autres normes de déontologie financière au statut flou, issues des milieux professionnels eux-mêmes ou de l'autorité de contrôle (66).

Les recommandations de la Commission bancaire et financière ont souvent été par la suite consacrées par une loi ou un arrêté royal (le droit de préférence des actionnaires anciens fut consacré par la loi du 5 décembre 1984 ; la paralysie des compétences du conseil d'administration après le lancement d'une O.P.A. par l'article 8 de l'A.R. du 8 novembre 1989 puis par l'article 33*bis* § 3 L.C.S.C. ; l'offre publique obligatoire par l'article 41 de l'A.R. du 8 novembre 1989, etc.).

La consécration légale de normes de déontologie financière ne fait que déplacer l'action de recommandation de la Commission bancaire et financière, comme en témoignent notamment trois ans d'application de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 sur les O.P.A. (67).

Quelque bénéfique que soit cette action, la norme de déontologie financière laisse non résolue la question de sa force contraignante et de sa sanction (68). Il semble, tout au plus, que sa méconnaissance puisse, dans certaines circonstances, constituer un quasi-délit (69).

On notera par ailleurs, en France, l'intéressante procédure du *rescrit*, qui constitue une auto-interprétation officielle des règles de la COB, sur demande écrite de personnes déterminées (70). Cette procédure nouvelle est liée à l'extension des pouvoirs de la COB opérée par la loi du 2 août 1989 concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier.

(66) Voy. PARDON J., « *La déontologie* », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Larcier, pp. 233 et suiv.

(67) La Commission précisait elle-même, dans la préface de son rapport 1989-1990, que l'évolution législative et réglementaire ne porterait pas atteinte à la politique de recommandation qui caractérise son action (p. 15).

(68) Voy. notamment WYMEERSCH, « The effects of the regulation of securities markets on company law in the EEC », in *European Company Laws : a comparative approach*, Dartmouth, Publishing, 1990, pp. 76-79.

(69) LEMPEREUR C., « Cession de majorité et protection des actionnaires minorités en droit comparé », *Revue*, 1978, n° 5975, p. 91 et suiv., spéc. pp. 141-146.

(70) P. LE CANNU, « Le *rescrit* de la COB, un nouvel instrument d'interprétation du droit boursier », *Bull. Joly*, 1990, pp. 927 et suiv.

Elle vise, compte tenu des pouvoirs propres de sanctions de la C.O.B., à garantir un maximum de sécurité juridique(71). Un exemple à suivre ?

27. — Sans entrer davantage dans l'analyse des questions très vastes que soulèvent la nature, l'interprétation et la sanction de la norme en droit financier, nous voudrions simplement souligner ce qui nous paraît, à ce niveau, le défi majeur de la rencontre du droit des sociétés et du droit financier. Il s'agit du type d'interprétation adopté par les tribunaux saisis d'un litige qui se situe au carrefour de l'un et de l'autre.

Un premier type d'interprétation est l'interprétation littérale, qui s'attache avant tout à la lettre du texte. Compte tenu du caractère très technique de la réglementation financière, ce type d'interprétation se révèle aride et, finalement, risque d'appauvrir et d'assécher le droit. C'est pourtant la voie choisie par la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 20 novembre 1991 rejetant la recevabilité d'une action tendant en cours d'O.P.A. à imposer une offre concurrente et une offre de retrait(72).

Un second type d'interprétation, plus créatrice, s'attachera aux finalités poursuivies plutôt qu'à la lettre du texte. Une telle interprétation vivifie l'esprit des textes. Elle permet « *d'insuffler à la réglementation boursière l'esprit qui, à raison de son mode d'élaboration, peut parfois lui faire défaut* »(73).

Malheureusement, ce type d'interprétation est menacé par la dérive où risquent de l'entraîner les excès de la promotion inconsidérée de règles du droit financier au rang de principes généraux, aggravée par une confusion complète entre la sphère sociétaire et la sphère des marchés financiers.

Certaines décisions belges récentes n'y ont pas résisté, en particulier le jugement du tribunal de Commerce de Bruxelles du

(71) Voy. GAVALDA Ch., « Commentaire de la loi du 2 août 1989 concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *Rev.soc.*, 1990, pp. 1 et suiv.

(72) Son consommateur a regretté qu'une interprétation plus finaliste n'ait pas été adoptée (Paris, 1^{ère} chambre, 20 novembre 1991, Bull. Joly, 1992, pp. 76 et suiv., note M. JEANTIN).

(73) JEANTIN M., note précitée, p. 84 ; Voy. aussi REVUZ J. et DE FONT-BRESSIN P., « Réflexions sur l'affaire des Galeries Lafayette : principes de droit boursier et principes fondamentaux du procès et du droit des obligations », *Gaz. Parl.*, 15-16-17 déc. 1991, pp. 25 et suiv.

22 novembre 1991 (affaire Wagons Lits), dont nous reproduisons ci-après l'un des attendus les plus significatifs :

« Les dispositions du Code judiciaire, appliquées conformément aux exigences actuelles de l'ordre public économique, ne peuvent constituer un frein. Il y a lieu de les interpréter conformément à ses exigences. Les dispositions légales nouvelles depuis 1988, et surtout les dernières dispositions auxquelles le Juge doit être attentif et les respecter dans leur esprit, visent à la transparence généralisée des opérations de bourse et financières. Le principe de l'égalité des actionnaires en particulier ajouté à l'obligation générale de transparence, fait que certains litiges, au fond, peuvent nécessiter des décisions définitives, urgentes, voire d'extrême urgence » (74).

Comme le souligne X. DIEUX, commentant d'autres manifestations similaires d'une conception exagérément large de la transparence ou de l'égalité des actionnaires : *« Autant de mots, autant d'erreurs ! En réalité, la loi du 2 mars 1989 n'a pas autrement consacré le droit à l'information des actionnaires dans les sociétés, que le principe de l'égalité entre ces mêmes actionnaires. Dans les deux cas, l'article 15 de la loi énonce des objectifs à concrétiser par le Roi » (75).*

Il y a là un phénomène qui s'apparente à la simplification progressive d'une idéologie se réduisant finalement à quelques « images et emblèmes suggestifs » (76).

Entre les excès d'une interprétation par trop littérale et ceux d'une consécration « tous azimuts » de principes généraux imaginaires, une voie étroite doit être trouvée (77).

(74) *Revue*, 1991, n° 6583, p. 274.

(75) « La société anonyme, armature juridique de l'entreprise ou produit financier » précité, p. 48.

(76) Nous ne résistons pas à la tentation de reproduire ici un passage du dernier roman de Milan KUNDERA : *« Voilà cent ans à peu près, en Russie, les marxistes persécutés formaient de petits cercles clandestins où l'on étudiait en commun le Manifeste de Marx ; ils ont simplifié le contenu de cette idéologie pour la répandre dans d'autres cercles dont les membres, simplifiant à leur tour cette simplification du simple, l'ont transmise et propagée jusqu'au moment où le marxisme, connu et puissant sur toute la planète, s'est trouvé réduit à une collection de six ou sept slogans si chétivement liés ensemble qu'on peut difficilement la tenir pour une idéologie. Et comme tout ce qui est resté de Marx ne forme plus aucun système d'idées logique, mais seulement une suite d'images et d'emblèmes suggestifs (l'ouvrier qui sourit en tenant son marteau, le Blanc tendant la main au Jaune et au Noir, la colombe de la paix prenant son vol, etc.), on peut à juste titre parler d'une transformation progressive, générale et planétaire de l'idéologie en imagologie »* (L'immortalité, Gallimard, 1990, pp. 139-140).

(77) *Voy. infra*, n° 33.

CHAPITRE VII. — SYNTHÈSE.

Section 1. *La spécificité du droit financier*

28. — Deux caractéristiques nous paraissent distinguer fondamentalement le droit des marchés financiers du droit des sociétés.

1°. — Le bon fonctionnement des marchés financiers repose sur des exigences **permanentes**. La transparence, la déontologie, la sécurité des transactions, la solvabilité des intermédiaires boursiers comptent à chaque instant. L'ébranlement même momentané de l'un de ces équilibres instables peut faire s'écrouler le système.

En droit des sociétés, la vie sociale obéit au rythme institutionnel de ses organes. Les propriétaires de la société n'ont pas de prise directe sur elle. Les pouvoirs individuels reconnus aux actionnaires, en dehors du fonctionnement de l'assemblée générale, sont limités et canalisés de manière étroite par des dispositions spécifiques : droit de contrôle en l'absence de commissaire, droit de demander la désignation d'un commissaire investigateur(78).

À l'inverse, on peut dire que le marché a une prise directe et permanente sur les sociétés publiques. Les exigences du marché ayant tendance à s'imposer sur le droit des sociétés, la structure sociétaire passe au second plan.

2°. — Le moteur des marchés financiers, en particulier du marché boursier, est le **public**, c'est-à-dire une masse d'acteurs nécessairement indéterminés, les investisseurs, protégés en raison du potentiel qu'ils représentent pour l'économie dans son ensemble, indépendamment de tout lien avec une société donnée(79).

À l'inverse, le droit des sociétés régit les rapports entre des personnes déterminées ou à tout le moins déterminables, dont les droits et obligations réciproques trouvent leur cause dans le lien qui les unit à la même société.

(78) *Supra* note n° 35.

(79) Ainsi que le relèvent J.M. GOLLIER et D. VALSCHAERTS, à propos des transactions sur valeurs mobilières : « *A proprement parler, une transaction n'aura jamais lieu "avec le public". Le public est constitué, par définition, d'une généralité indéterminée de personnes et ne peut être engagé en tant que tel, dans une transaction. Ce ne sont éventuellement que certains membres du public qui individuellement, s'engagent dans des transactions* » (« *Les transactions sur valeurs mobilières cotées ou non cotées* », *Revue*, 1992, n° 6588, p. 26).

Le droit des sociétés ne s'intéresse pas à l'investisseur mais à l'actionnaire, qui ne reçoit d'autres prérogatives que celles qu'il puise dans les effets du pacte social auquel il a adhéré. Pour le droit financier, ce n'est pas tant l'intérêt actuel des actionnaires d'une société qui mérite considération que l'intérêt éventuel de ceux qui pourraient acheter des titres sur le marché.

L'actionnaire n'entre pas dans les préoccupations du droit financier en tant que tel mais parce qu'en lui conférant des droits, il rend l'investisseur confiant dans le marché en général.

29. — Sous l'impulsion des exigences du marché, l'évolution récente du droit tend à défaire la structure institutionnelle de la société anonyme pour faire émerger deux pôles nouveaux, qui sont le ou les actionnaires de contrôle d'une part et le public d'autre part.

La personnalisation du pouvoir que nous avons soulignée au début de cet exposé n'est certes pas un retour à l'intuitu personae dans la société anonyme publique. Bien au contraire, la soumission de la société au marché implique un affaiblissement de la liberté contractuelle et un renforcement des règles impératives. Ainsi, la loi du 18 juillet 1991 a-t-elle fortement restreint la possibilité de garder un caractère plus ou moins fermé à la société anonyme par l'introduction du nouvel article 41 L.C.S. (80) (81).

On relèvera dans la foulée que le régime de la négociation et de la cession des titres d'une société publique est encadré de toutes parts par des règles impératives, voire d'ordre public (82).

La personnalisation du pouvoir apparaît au contraire comme corollaire de l'affaiblissement de la structure institutionnelle et de

(80) Alors qu'une telle possibilité était admise auparavant : *supra*, n° 6.

(81) Le marché a besoin des sociétés ouvertes. Ne tend-il pas aussi à l'uniformité des règles sociétaires ? L'idéal de l'investisseur n'est-il pas de limiter son choix à des catégories de produits aux caractéristiques identiques, par catégorie ? En ce sens, la nature supplétive d'une règle, qui engendre la diversité des règles de fonctionnement, n'est-elle pas en soi contraire à l'intérêt du marché, en rendant plus difficile l'information de l'investisseur sur le contenu du produit qu'il achète ?

(82) Citons en vrac : la règle de l'opa obligatoire prévue à l'article 41 de l'A.R. du 8 novembre 1989 ; l'article 10 du même arrêté qui impose que pendant toute la durée de l'offre, la négociation des titres émis par la société visée et par l'offrant ne peut être effectuée qu'en bourse ; les règles sur le délit d'initié prévues aux articles 181 et suivants de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers ; tout le régime de l'intermédiation financière et des transactions sur valeurs mobilières, parmi lequel le monopole d'intermédiation de l'article 3 de la loi du 4 décembre 1990, le principe de la centralisation

la prise directe du marché sur la société. Dès que du public émerge une influence déterminée, apparaît *ipso facto* une dualité d'intérêt entre l'épargne collective et l'une de ses composantes, investie d'un pouvoir qui échappe à la masse. Tout se passe alors comme si le détenteur du contrôle était investi d'un devoir fiduciaire, non pas envers la société et ses actionnaires, à proprement parler, mais envers le public. L'équilibre systémique est ainsi préservé par des obligations et des contraintes spécifiques du détenteur du contrôle et naissent, corrélativement, des droits individuels des actionnaires, en qui se cristallise l'intérêt public. Comme nous l'avons déjà souligné, l'organisation de ces nouveaux rapports entre actionnaires du contrôle et actionnaires minoritaires sert en réalité l'épargne collective et la masse indéterminée des investisseurs(83).

En conclusion, les exigences du marché ont absorbé la logique sociétaire des rapports entre associés pour la reproduire, transformée, à l'échelle plus vaste de l'épargne collective(84). Elles ont brisé et pénétré le cadre sociétaire et son autonomie, qu'incarne notamment la notion d'intérêt social. Sous l'emprise directe du marché, la société anonyme est, dans une certaine mesure, devenue elle-même un « *produit financier* » plutôt que « *l'armature juridique de l'entreprise* »(85).

Ce faisant, le droit financier n'a-t-il pas fait éclater le moule de la société anonyme, dont les parties rigides marquent traditionnellement la limite de la liberté des fondateurs(86) ?

Section 2. *L'ébauche de quelques solutions*

30. — L'inflation des réglementations financières est à l'origine d'une profonde mise à l'épreuve de la structure sociétaire et de tensions diverses dont nous avons esquissé quelques traits.

en bourse, la fixation du taux des courtages, les normes de comportement des intermédiaires boursiers, etc ... (voy. VALSCHAERTS D. et GOLLIER J.M., op. cit., p. 5 et suiv. ; DELAHAUT P., op. cit., p. 113 et suiv.).

(83) Supra, à propos de l'offre publique obligatoire, n^{os} 19-20.

(84) Suivant la formule de P. BEZARD, « *Il y a eu un transfert des réglementations applicables ces dernières années du droit des sociétés au droit boursier* » (cité in « *La COB et le droit des minoritaires* » Bull. Joly, 1991, p. 694).

(85) Selon le titre particulièrement approprié de l'article précité de X. DIEUX, supra, note n^o 50.

(86) DEMEUR P., « *Sociétés de personnes et sociétés de capitaux* », Revue, 1955, n^o 4500, p. 218.

En réaction à ces problèmes, des évolutions se font sentir, des idées sont avancées.

On constate, à la suite du mouvement apparu aux États-Unis, un intérêt croissant pour les placements privés de valeurs mobilières, moins coûteux et plus flexibles que l'offre publique. Il est vrai que les réglementations protectrices de l'appel public à l'épargne représentent une charge très lourde pour les sociétés concernées. Le coût de ces réglementations peut devenir si important que celles-ci deviennent finalement inutiles voire nuisibles(87). Le développement des formules de placements privés permet également de favoriser la formation du capital des petites et moyennes entreprises(88).

31. — En ce qui concerne plus particulièrement les interférences entre droit des sociétés et droit financier, il est désormais classique de constater la pénétration massive des lois coordonnées sur les sociétés par des dispositions spécifiquement applicables aux sociétés faisant publiquement appel à l'épargne(89). D'autres dispositions, bien qu'applicables à toutes les sociétés anonymes, sont adoptées essentiellement en fonction de considérations propres aux sociétés cotées et aux marchés financiers(90). Une telle situation entraîne une inadéquation croissante entre le droit de la société anonyme et les besoins des petites et moyennes entreprises, voire simplement des sociétés qui n'entendent pas entrer dans le régime de plus en plus rigide et contraignant auquel conduisent les impératifs de protection de l'appel public à l'épargne.

Des voix se font entendre pour réclamer plus de souplesse et de liberté statutaire. Selon P. BISSARA, « *une évolution s'impose qui rendrait aux actionnaires des sociétés anonymes ne faisant*

(87) Voy. l'intéressant article « *America's parasite economy* », the Economist, October 10th 1992, au sujet des effets pervers de l'inflation réglementaire dans l'organisation économique et sociale américaine et son commentaire dans la Libre Entreprise du samedi 24 octobre 1992, p. 10.

(88) FAUGÉROLAS L. et D'ORMESSON O., « *Vers le placement privé des valeurs mobilières en France* », Bull. Joly, 1992, pp. 711 et suiv. ; BARRÉ X., « *Le placement privé de valeurs mobilières aux États-Unis* », Rev. trim. dr. com., 1990, pp. 167 et suiv.

(89) Voyez le relevé de ces dispositions par DIEUX X., *op. cit.*, p. 2, note 2.

(90) Voy. en particulier le régime de la limitation ou de la suppression du droit de préférence, évoqué *supra* n° 10.

pas publiquement appel à l'épargne la liberté d'adopter des règles statutaires adaptées à leur projet. La seule limite légitime de cette liberté est la protection des tiers »(91).

Certains suggèrent une différenciation plus poussée du régime des sociétés cotées en bourse de celui des autres sociétés, voire la création de deux types de sociétés anonymes(92).

Cette voie mérite d'être étudiée mais elle n'est pas sans difficulté. En particulier apparaît-il très délicat de tracer le périmètre exact du type de société qui devrait être soumis au régime spécifique de la société publique. Faudrait-il le limiter aux sociétés cotées ou l'étendre à d'autres sociétés dont les titres sont répandus dans le public et, dans ce cas, selon quels critères ? Le groupe des sociétés cotées lui-même ne constitue pas un groupe homogène, comme l'a remarqué M. DUPLAT, soulignant que cette disparité pouvait être à la source de certaines difficultés dans l'application de l'arrêté royal du 18 septembre 1990 sur l'information des sociétés cotées(93).

Les réglementations financières existant à ce jour ne présentent déjà guère d'harmonie sous cet aspect(94). Par ailleurs, aux termes des dispositions des lois coordonnées sur les sociétés qui leur sont spécifiquement applicables, les sociétés publiques sont définies comme les sociétés ayant fait ou faisant publiquement appel à l'épargne, ce qui englobe toutes les sociétés qui ont un

(91) « *L'inadaptation du droit français des sociétés anonymes aux besoins des entreprises et les aléas des solutions* », *Revue des sociétés*, 1990, p. 566. Il est vrai que le droit français des sociétés anonymes est au départ plus rigide que le nôtre. Voy. aussi en France le projet de société anonyme simplifiée, qui cherche essentiellement à doter les entreprises d'une structure adaptée aux impératifs de la coopération et à la constitution de filiales communes (FIELD B., « *Le projet de société anonyme simplifiée* », *Bull. Joly*, 1990, p. 939 et suiv.).

(92) WYMEERSCH E., « *Au carrefour du droit des sociétés et financier* », in *Évolution récente du droit des affaires*, C.D.V.A., Kluwer, 1992, n^{os} 21-22.

(93) *Op. cit.*, p. 18.

(94) La loi du 2 mars 1989, chapitre Ier, relatif à la publicité des participations importantes, s'applique aux sociétés cotées exclusivement, sauf extension statutaire (art. 14) ; le chapitre II de l'A.R. du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition s'applique des qu'il y a offre « *publique* » d'acquisition, le caractère public de l'opération étant déterminé par référence aux critères de l'appel public à l'épargne et concerne dès lors, en théorie, toutes les sociétés ; le chapitre III du même arrêté, relatif aux modifications du contrôle des sociétés, s'applique aux sociétés cotées ainsi qu'aux sociétés dont les titres sont répandus dans le public (Voy. BRUYNEEL A., *op. cit.*, pp. 157-160).

jour procédé à une « opération » d'appel public à l'épargne. Un tel critère apparaît fort insatisfaisant (95).

Section 3. *Vers l'autonomie du droit financier.*

32. — Ne faut-il pas résoudre avant tout la question fondamentale du rapport entre droit financier et droit des sociétés ?

Dans son article précité, X. DIEUX conclut :

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

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

Toutefois, la force des marchés financiers et la place qu'ils prennent dans l'économie, à l'échelle mondiale, sont une donnée de fait que le juriste ne peut modifier (96). Quelles que soient ses critiques, il assistera impuissant à la consécration légale systématique, selon les exigences du marché, de nouvelles règles particulières dérogeant aux principes du droit des sociétés, de la même manière que l'article 41 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 imposant l'offre publique obligatoire.

Si la prépondérance du droit financier ne résulte d'aucun principe de droit positif, elle semble imposée par la hiérarchie spontanée du tissu économique et financier. Au demeurant, les fins dernières des marchés financiers dépassent l'intérêt pécuniaire individuel des investisseurs (97).

(95) VAN DER HAEGEN M. et GOLLIER J.M., *op. cit.*, p. 189.

(96) La Commission bancaire et financière soulignait, dans la préface de son rapport 1989-1990 que la bourse des valeurs mobilières s'était, au cours des années 1980, « érigée en un véritable carrefour de la vie économique et financière » (p. 13).

(97) *Infra*, point d).

33. — Les principes et objectifs du droit financier ne forment-ils pas déjà, malgré leur traduction récente et encore incomplète en droit positif, un corps suffisamment cohérent et autonome pour acquérir le statut d'un secteur nouveau du droit à part entière ?

La reconnaissance de l'autonomie du droit financier présenterait au moins l'avantage d'éliminer les fausses justifications des normes de droit financier par le recours à des principes de droit de sociétés inexistantes.

Il conviendrait de déterminer pour chaque règle si elle ressort des préoccupations du marché ou si elle est au contraire liée au pacte social, les deux domaines devant être clairement distingués. Est dès lors, à notre avis, inexacte, l'affirmation selon laquelle « *le pacte social qui lie les associés devient d'autant plus contraignant dans une telle situation (d'appel public à l'épargne), que les actionnaires sont plus nombreux, plus faibles et plus dispersés* » (98). S'il est vrai que l'appel public à l'épargne « *est un statut qui comporte des responsabilités particulières à l'égard des investisseurs* », ces responsabilités particulières ne trouvent pas leur justification dans le pacte social, mais dans les exigences du marché elles-mêmes.

La référence à la qualité d'actionnaire devrait être éliminée de l'explication des normes de marché au profit de celle d'investisseur.

Une fois distinguée l'égalité des actionnaires de la protection des investisseurs, le droit à l'information des actionnaires de la transparence du marché, ces notions pourront à nouveau concourir à l'harmonie de leur système propre.

Il ne s'agit en rien de souscrire sans aucune rigueur à la transformation de tout objectif en principe général de droit. Simple-ment, « *l'interprète se prend à rêver de la richesse que constituerait, sans pour autant attenter à son efficacité, un véritable droit boursier, animé par la force d'une interprétation créatrice qui jusqu'ici semble parfois lui faire défaut* » (99).

34. — La séparation nette des objectifs du droit financier de ceux du droit des sociétés mène enfin à un examen critique de la multiplication des mesures de nature à accroître l'influence

(98) « La COB et le droit des minoritaires », Bull. Joly, 1991, p. 694.

(99) M. JEANTIN, note précitée sous Paris, 20 NOVEMBRE 1991, p. 84.

des actionnaires sur la gestion (action minoritaire, sollicitation publique de procurations, assouplissement des conditions de désignation d'un commissaire investigateur, etc.).

Dès lors que ces prérogatives des actionnaires sont en réalité l'expression des responsabilités qu'assume la société publique envers le marché et les investisseurs en général, leur utilité doit être analysée à la lumière d'une réflexion globale sur l'influence et le contrôle de la gestion des sociétés par le marché(100).

Cette réflexion touche aux finalités plus profondes des marchés financiers, brièvement évoquées ci-après.

Section 4. *Finalités et légitimité démocratique des marchés financiers.*

35. — Seule l'exacte appréhension des véritables finalités pourra permettre au juriste de comprendre et de maîtriser la dérive constatée. Une voie encore insuffisamment explorée pourrait par ailleurs réconcilier les finalités des marchés financiers et celles du droit des sociétés.

Il a pu être constaté que le droit financier obéit à la loi de l'investisseur-roi et à la promotion capitaliste de son intérêt patrimonial(101).

Cela ne veut pas dire que les marchés financiers poursuivent des fins irréconciliables avec l'intérêt de la collectivité. Ils servent celui-ci par la fonction de financement de l'économie qu'ils remplissent(102)(103), ce qui oblige notamment la réglementation financière, compte tenu de l'internationalisation des marchés, à s'adapter aux règles prévalant sur les marchés étrangers. À

(100) Voy. POUND J., « Proxy voting and the SEC — Investor protection versus market efficiency », *Journal of Financial Economics*, 29 (1991), pp. 241-285.

(101) Voy. X. DIEUX, *op. cit.*, p. 50 ; P. LE CANNU, *op. cit.*, p. 266 et p. 271. *Supra*, n° 16, n°s 19-20, n° 29.

(102) « La Bourse est le maillon indispensable de notre système économique. C'est à travers elle que l'épargne fournit les capitaux à risque indispensables aux entreprises » (audition de Monsieur PETERBROECK lors de l'élaboration de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, *Doc. Parl.*, Chambre, 1156/5, 1989-1990, p. 26).

(103) Selon le rapport de la Commission bancaire et financière 1989-1990, « *La croissance économique, l'expansion des marchés financiers, le découplage progressif et une concurrence appelée à promouvoir l'efficacité des services, sont les principales composantes du défi important lancé au monde financier* » (p. 172).

défaut d'assurer une certaine compétitivité de la place financière, l'argent des épargnants est investi ailleurs(104).

En sens, les sociétés ayant recours à ce système de financement, assument des responsabilités proches de celles d'un service public(105). L'intérêt de l'investisseur rejoint par-là l'intérêt général.

36. — Peut-on se satisfaire de cette lointaine finalité d'intérêt général ? L'intérêt de l'investisseur ne peut-il et ne doit-il pas rejoindre aussi l'intérêt de chaque société, après l'avoir écarté dans un premier temps(106) ? C'est tout le débat de l'influence du marché sur la gestion des sociétés commerciales. Cette influence peut s'exercer de diverses manières.

Tout d'abord, la seule évolution du cours de bourse est une approbation ou une désapprobation de la gestion de la société cotée. « *La direction d'une société cotée, même si elle est assise sur un contrôle minoritaire, est davantage approuvée ou désapprouvée par les mouvements du titre que par les votes en assemblée. À la bourse, la notion d'absentéisme n'existe pas* »(107).

En second lieu, dans un marché ouvert, c'est-à-dire où les mesures de défense anti-O.P.A. et celles tendant à conserver un caractère fermé à la société sont strictement limitées, l'ouverture du capital doit rendre les entreprises plus compétitives, sous la pression des menaces d'O.P.A. Le caractère bénéfique ou nuisible de O.P.A. inamicales donne lieu à un débat acharné, les partisans de l'O.P.A. comme technique de contrôle de la performance des gestionnaires d'entreprise étant aussi nombreux que leurs contradicteurs(108). La Commission Européenne s'est quant à elle prononcée en faveur des O.P.A.(109).

(104) Voy. les commentaires sur cet aspect de J. PETERBROECK, *ibid.*, pp. 24-25 et l'exposé de M. CARDON DE LICHTBUER, *ibid.*, pp. 49-50.

(105) Sur cette idée, appliquée aux grandes sociétés en général, voy. G. HORMANS, « Transparence et légitimité », *R.D.A.I.*, 1991, pp. 662-663.

(106) *Supra*, n^{os} 21-23.

(107) P. LE CANNU, *op. cit.*, p. 267.

(108) Voy. notamment COFFEE John, C., « Shareholders versus Managers : the strain in the corporate web » in *Knights Raiders and Targets, the impact of hostile takeover*, edited by John C. COFFEE, Oxford University Press, New York, 1988, pp. 77 et suiv. ; TUNC, *op. cit.*, p. 680 et suiv. ; JARELL, BRICKLEY, NETTER, « The market for corporate control. The empirical evidence since 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, volume 2, Winter 1988, pp. 49-68.

(109) Selon la Commission, « *en général, les O.P.A. peuvent être considérées comme un phénomène positif dans la mesure où elles contribuent à une sélection par le marché des entreprises plus compétitives et à une restauration des entreprises* ».

Enfin, le marché peut exercer une véritable guidance sur la gestion des sociétés cotées, au-delà de la seule influence du cours de bourse sur celle-ci(110).

Cette guidance peut être le fait de l'épargne collective en général qui recommande des normes de bon comportement pour les dirigeants, voire sera directement représentée dans les conseils d'administration par des dirigeants professionnels et indépendants qu'elle choisit(111). D'après l'expérience anglo-saxonne, cette dernière intervention semble néanmoins décevante, d'une part à cause de la difficulté de trouver des personnes compétentes qui acceptent la tâche, d'autre part, parce qu'« *il a fallu constater que les meilleurs gérants ne faisaient que rarement mieux que le marché en général* »(112).

Une autre voie est la guidance des actionnaires institutionnels qu'incarne le modèle allemand et l'influence que l'on voudrait leur faire exercer sur la prise de décision au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent. Il n'est cependant pas toujours aisé de transformer l'investisseur en entrepreneur(113).

Quelles que soient les difficultés, la véritable réconciliation de l'intérêt de marché et de l'intérêt social ne passe-t-elle pas par la récupération de l'immense pouvoir de l'épargne collective et son utilisation comme technique de gestion des sociétés ? Ne faut-il pas souligner davantage la dimension fonctionnelle du marché, comme le droit des sociétés a souligné l'aspect fonctionnel du vote de l'actionnaire ?(114)

Le transfert des règles du droit des sociétés au droit financier s'est jusqu'à présent fait à sens unique, soulignant toujours

européennes qui est indispensable pour faire face à la concurrence internationale » (communication au Conseil du Marché intérieur du 14 mai 1990, présentée par M. BANGEMEN, Europe Documents, n° 1619, 17 mai 1990).

(110) WYMEERSCH E., « Au carrefour du droit des sociétés et financier », *op. cit.*, n° 18-19.

(111) Voy. le très intéressant article à ce sujet de A. TUNC, « Supprimer ou renforcer le conseil d'administration des sociétés anonymes », *R.D.A.I.*, 1991, pp. 669 et suiv.

(112) *Ibid.*, pp. 678-681.

(113) TUNC, *op. cit.*, p. 682 ; WYMEERSCH, *ibid.* ; CABLE John, « Capital market information and industrial performance : the role of german banks », *The Economic Journal*, 95 (March 1985), pp. 118-132 ; BUXBAUM T. ; « Should banks own industrial firms », *Rev. Banque*, 1992, pp. 249 et suiv.

(114) *Supra*, n° 4 et note n° 10.

les responsabilités de la société envers l'épargne collective(115). N'est-il pas temps de mettre davantage en lumière, inversement, la responsabilité de l'épargne collective envers les sociétés commerciales, qui doit être à la mesure de son immense pouvoir et de l'ampleur des sacrifices consentis pour elle ?

Il s'agit, en quelque sorte, de passer de la protection systémique à la défense des valeurs, de rechercher la vertu au-delà de l'éthique(116).

Jean-François TOSSENS (*)

(115) *Supra*, n° 29 et note n° 84.

(116) « *A l'argent triomphant répond la réhabilitation de l'éthique : ce sont l'envers et le revers d'une même réalité. Une société complexe ne peut se passer de cette double polarisation, de cette anode et de cette cathode... A la société française de redécouvrir la morale sans verser dans le moralisme, de réhabiliter l'éthique sans prendre la pose...*

Il n'existe donc qu'une réponse : la vertu, encore la vertu, toujours la vertu... Réinventer la vertu : aspiration inattendue, ambition dérisoire ? ». En existe-t-il d'autres, lorsque l'argent est devenu fou ? » (Alain MINC, L'argent fou, Grasset, 1990, p. 6.).

(*) *Assistant à l'Université catholique de Louvain. Actuellement : Avocat au barreau de Bruxelles, Maître de conférences invité à la Faculté de Droit de l'Université catholique de Louvain.*

