

**LES OPÉRATIONS SUR CAPITAL DANS UNE SOCIÉTÉ ANONYME À
LA SUITE DE LA LOI DU 10 JUIN 2009 : REGARDS CROISÉS DE
L'ADMINISTRATEUR
ET DU RÉVISEUR D'ENTREPRISES AGRÉÉ**

Luxembourg, 15 juin 2010

Plan

Introduction

1. – La directive européenne 2006/68/CE et sa transposition en droit luxembourgeois.
2. – Comparaison entre les droits luxembourgeois et belge.

I.- L'apport en nature à l'occasion de la constitution de la société ou d'une augmentation de capital (art. 10 à 10ter de la Deuxième Directive et art. 26-1 Loi 10 août 1915) et le quasi-apport (art. 11 de la deuxième directive et art. 26-2 Loi 10 août 1915)

3. – L'apport en nature – Nécessité d'éviter une surévaluation.

A. – La procédure normalement applicable : un réviseur d'entreprises agréé dresse un rapport (art. 10 de la deuxième directive et art. 26-1, paragraphes (2) et (3) Loi 10 août 1915)

4. – L'apport en nature doit être "susceptible d'évaluation économique".
5. – Intervention d'un "expert indépendant" en la personne d'un réviseur d'entreprises agréé
 - 5.1. – L'apport peut-il être sous-évalué?
6. – Contrairement au droit belge, pas d'exigence d'un rapport spécifique des fondateurs (constitution) ou du conseil d'administration (augmentation de capital)
7. – Option ouverte par l'art. 10, paragraphe (4), de la deuxième directive

B. – Les exceptions introduites par la Loi du 10 juin 2009 (art. 26-1, paragraphes (3bis) à (3sexies) Loi 10 août 1915) en transposition de la directive 2006/68/CE (art. 10bis et 10ter)

8. – Première observation préalable: les exceptions introduites concernent tant la constitution que l'augmentation du capital
9. – Seconde observation préalable: à propos de la modification de l'art. 26, paragraphe (2) Loi 10 août 1915 résultant de la loi du 10 juin 2009
10. – *Ratio legis*
11. – L'exception ayant trait aux valeurs mobilières cotées
 - 11.1. – Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances exceptionnelles"
12. – L'exception concernant les biens ayant déjà fait l'objet d'une évaluation à leur juste valeur par un réviseur d'entreprises agréé
 - 12.1. – Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances nouvelles"
 - 12.2. – A défaut d'une telle réévaluation, droit pour les actionnaires minoritaires (5%) de faire procéder à une évaluation selon la procédure normale
- 13.- L'exception ayant trait aux biens dont la valeur est tirée des comptes légaux de l'exercice financier précédent
 - 13.1. - Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances nouvelles"
 - 13.2. - A défaut d'une telle réévaluation, droit pour les actionnaires minoritaires (5%) de faire procéder à une évaluation selon la procédure normale
14. – Procédure à suivre en cas d'application de l'une des trois exceptions prédécrites (*supra* n°s 11 à 13)
15. – Utilisation du capital autorisé
16. – Les responsabilités des divers intervenants
 - 16.1. - S'agissant du notaire
 - 16.2. - S'agissant du réviseur d'entreprises agréé

- 16.3. - S'agissant des fondateurs et du conseil d'administration ou directoire
- 17. - A propos des quasi-apports
- 18. - Appréciation.

II. - L'acquisition d'actions propres (art. 19-22 de la deuxième Directive et art. 49-2 à 49-5 de la Loi 10 août 1915)

- 19. - La problématique du rachat d'actions propres
- 20. - Les simplifications introduites dans la deuxième directive concernant le rachat d'actions propres
- 21. - Transposition en droit luxembourgeois

III. - L'aide financière procurée par la SA en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers (art. 23 et 23bis de la deuxième directive et art. 49-6 à 49-6bis de la Loi du 10 août 1915)

- 22. - La problématique de l'aide financière et la critique de la réglementation introduite à la suite de la deuxième directive
- 23. - La réforme apportée sur ce thème par la deuxième directive simplifiée: d'une interdiction de principe à une autorisation sous conditions
- 24. - Les conditions de réalisation de l'aide financière
 - 24.1. - "avancer des fonds, accorder des prêts"
 - 24.2. - "donner des sûretés"
 - 24.3. - C'est la société dont les actions sont acquises qui octroie l'aide financière
 - 24.4. - "en vue de"
 - 24.5. - "l'acquisition de ses actions"
- 25. - Les opérations non concernées par la réglementation en matière d'aide financière
- 26. - La procédure à suivre en cas de recours à l'aide financière visée à l'art. 49-6, paragraphe (1) Loi 10 août 1915
 - 26.1. - L'opération a lieu "sous la responsabilité du conseil d'administration ou le directoire"
 - 26.2. - L'opération a lieu "à de justes conditions de marché, notamment au regard des intérêts perçus par la société et des sûretés qui lui sont données en contrepartie des prêts et avances"
 - 26.3. - "La situation financière du tiers ou, dans le cas d'opérations faisant intervenir plusieurs parties, de chaque partie concernée doit avoir été dûment examinée"
 - 26.4. - Le rapport écrit du conseil d'administration ou du directoire
 - 26.5. - Prévention des conflits d'intérêts
 - 26.6. - L'accord préalable de l'assemblée générale, statuant aux conditions requises pour la modification des statuts
 - 26.7. - Limitation de l'aide financière aux sommes distribuables et constitution d'une réserve indisponible
 - 26.8. - Aide financière et rachat d'actions ou augmentation de capital
 - 26.9. - Perspectives
- 27. - Sanctions
- 28. - Appréciation
- 29. - Une réforme sans audace?

Conclusion

Introduction

1. – La directive européenne 2006/68/CE et sa transposition en droit luxembourgeois. La loi du 10 juin 2009¹ transpose en droit luxembourgeois (notamment) la directive 2006/68/CE modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital. Cette directive est communément appelée "deuxième directive simplifiée"². L'exposé des motifs de la loi du 10 juin 2009 rappelle l'évolution des idées qui, sur le plan européen, a permis d'aboutir à la "simplification" de la deuxième directive et expose l'optique (traditionnellement) libérale retenue par le législateur luxembourgeois en vue de sa transposition:

"La directive 2006/68/CE a pour objet de faciliter et de simplifier le rassemblement de capitaux et la restructuration de l'actionnariat dans les sociétés anonymes.

Certains aspects du système établi par la deuxième directive en matière de 'droit des sociétés' quant aux garanties minimales accordées aux actionnaires et aux créanciers lors de la constitution de sociétés anonymes ou de modification par ces sociétés de leur capital social ayant été jugés trop rigides et coûteux, des modifications ont été proposées, notamment en 1999 par le groupe SLIM (Simpler Legislation for the Internal Market - simplification de la législation du marché intérieur) et en 2002 par le Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés établi par la Commission européenne.

La directive met en œuvre certaines de ces recommandations portant, notamment, sur l'émission d'actions en contrepartie d'apports en nature et l'acquisition par une société de ses propres actions. En outre, les règles actuelles relatives à l'aide financière qu'une société peut fournir à un tiers en vue de l'acquisition de ses actions sont assouplies.

La directive permet aux Etats membres, à certaines conditions, de dispenser les sociétés de certaines obligations spécifiques en matière de communication d'informations et de faciliter la restructuration de l'actionnariat. A cet égard, dans l'esprit de la tradition de libéralisme économique qui caractérise le droit luxembourgeois des sociétés, le présent projet de loi a adopté une approche très libérale quant aux options offertes aux Etats membres"^{3 4}.

¹ Loi du 10 juin 2009 relative aux fusions transfrontalières de sociétés de capitaux, à la simplification des modalités de constitution des sociétés anonymes et de maintien et de modification de leur capital, portant transposition:

– de la directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux;

– de la directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital;

– de la directive 2007/63/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 modifiant les directives 78/855/CEE et 82/891/CEE du Conseil pour ce qui est de l'exigence d'un rapport d'expert indépendant à réaliser à l'occasion des fusions ou des scissions des sociétés anonymes, ainsi que modification

– de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, et
– du Code du travail,

Mém. A -151 du 29 juin 2009, p. 2267; doc. parl. n° 5829.

² *J.O.C.E.*, n° L 264 du 25 septembre 2006, p. 32. Une version consolidée de la deuxième directive est disponible sous ce lien: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/consleg/1977/L/01977L0091-20070101-fr.pdf>

³ *Projet 5829, Exposé des motifs, p. 13. Voy. également Rapport de la Commission juridique, doc. n° 5829-6, pp. 3-4.*

⁴ Pour de plus amples commentaires à propos de la directive 2006/68/CE modifiant la deuxième directive, cons. notamment: B. LECOURT, "Directive n° 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive n° 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la

2. - Comparaison entre les droits luxembourgeois et belge. Dans le rapport qui suit une comparaison systématique est faite avec le droit belge⁵ dans la mesure où celui-ci a toujours constitué une source d'inspiration primordiale tant pour le législateur que pour le praticien luxembourgeois⁶. Quant au champ d'application des règles de protection du capital analysées dans le cadre du présent rapport, l'on relèvera que:

- les règles édictées pour les sociétés anonymes par la deuxième directive, ont été étendues en Belgique aux sociétés privées à responsabilité limitée et, dans une certaine mesure, aux sociétés coopératives à responsabilité limitée⁷ (et cette approche a été conservée pour la transposition de la deuxième directive simplifiée⁸) tandis que ces règles ne visent que les sociétés anonymes au Luxembourg^{9 10};

société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital", *Rev. soc.*, 2006, pp. 673 et suiv.; H. CULOT & M. VAN BUGGENHOUT, "Droit européen des sociétés: vers une réforme du 'capital'?", *J.T.D.E.*, 2007, pp. 193 et suiv.; H. DE WILDE, "De gewijzigde tweede richtlijn – nieuwe opportuniteiten voor het Belgische vennootschapsrecht", *Nieuwsbrief Notariaat*, 2008, n° 6, pp. 1 et suiv.

⁵ Où la transposition de la directive 2006/68/CE précitée a été réalisée par l'A.R. du 8 octobre 2008 modifiant le Code des sociétés conformément à la Directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la Directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution d'une société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, *Mon. b.*, 30 octobre 2008, pp. 57480 et suiv., confirmé par la loi du 6 mai 2009 portant des dispositions diverses (art. 175), *Mon. b.*, 19 mai 2009, pp. 37860 et suiv.

⁶ Voy. I. CORBISIER, *Le droit des sociétés commerciales au Grand-Duché de Luxembourg, comparé aux droits belge et français*, Bruxelles, Bruylant, 2000 (Introduction).

⁷ Cons.

- pour la SA: les art. 443-444, 447 & 601-602 Code des sociétés (contrôle des apports en nature à l'occasion de la constitution et de l'augmentation de capital et quasi-apports); 620-628 Code des sociétés (acquisition de titres propres); 629 (aide financière pour l'acquisition de titres propres) Code des sociétés
- pour la SPRL (équivalant à la SARL de droit luxembourgeois): les art. 218-219, 222 & 312-313 (contrôle des apports en nature à l'occasion de la constitution et de l'augmentation de capital et quasi-apports); 321-327 (acquisition de titres propres); 329 (aide financière pour l'acquisition de titres propres) Code des sociétés
- pour la SCRL (équivalant à la société coopérative où la responsabilité des associés a été limitée à concurrence d'une somme déterminée – art. 116, 6°, Loi 10 août 1915 – au Luxembourg): art. 394-396 & 423 (contrôle des apports en nature à l'occasion de la constitution et de l'augmentation de capital et quasi-apports); 430 (aide financière pour l'acquisition de titres propres) Code des sociétés. Aucune réglementation n'est par ailleurs prévue pour l'acquisition de parts propres dans une SCRL, d'où l'existence d'une controverse entre ceux qui estiment qu'une telle opération ne serait pas permise et ceux qui estiment qu'elle le serait sans réglementation particulière (C. FISCHER, *Le rachat d'actions et les participations réciproques*, Bruxelles, De Boeck et Larcier, collection Entreprise, 1996, pp. 117-118. Cette controverse serait toutefois implicitement tranchée par l'A.R. du 8 octobre 2008 (précité, Rapport au Roi, p. 57483): "Il convient d'observer que l'acquisition de parts propres dans une SCRL n'est pas possible (comp. le nouveau article 430, § 1er, 5°, avec le nouveau article 629, § 1er, 5°, concernant la SA)".

⁸ A.R. du 8 octobre 2008 (précité), Rapport au Roi, p. 57480: "Compte tenu de la structure de notre Code des sociétés et conformément à l'approche suivie dans le passé par le législateur, il a été jugé opportun d'étendre l'application des dispositions modifiées de la deuxième directive non seulement à la société anonyme mais également à d'autres formes de société (*sic, ndlr*)".

⁹ On relèvera toutefois que le projet 5730 (disponible sur le site www.chd.lu) prévoit (notamment) l'instauration de règles visant le contrôle des apports en nature (Art. II, 85), modifiant l'art. 184 Loi 10 août 1915, l'acquisition de parts propres (Art. II, 90), introduisant des art. 190bis à 190quinquies) et l'aide financière en vue de l'acquisition de parts propres (art. II, 90, introduisant un art. 190septies) dans le cadre

- les titres visés par la réglementation sont définis plus largement en droit belge qu'en droit luxembourgeois pour certaines opérations. Ainsi en droit belge la réglementation visant l'acquisition de titres propres vise les actions, parts bénéficiaires et les certificats s'y rapportant¹¹ dans les sociétés anonymes alors que le droit luxembourgeois ne vise que les actions. De même les règles belges formulées en matière d'aide financière (art. 629 Code des sociétés) visent les actions et les parts bénéficiaires alors que seules les actions sont visées au Luxembourg;
- s'agissant de l'évaluation des apports "autres qu'en numéraire", le Luxembourg applique les règles issues de la deuxième directive à l'évaluation des apports donnant lieu à l'attribution de parts bénéficiaires¹² (art. 37, al. 3, Loi 10 août 1915) alors que ce n'est pas le cas en Belgique¹³. Plus précisément l'apport en industrie réalisé en contrepartie de l'attribution de parts bénéficiaires donnera lieu au contrôle essentiellement conçu pour le contrôle des apports en nature, ce qui suscite des difficultés particulières¹⁴.

de la SARL. Il conviendra toutefois, ainsi que le soulignent les travaux préparatoires de la loi du 10 juin 2009 (voy. Avis de la Chambre de commerce, 24 juillet 2008, doc. 5829-1, p. 6), d'étendre à la SARL les exceptions/simplifications introduites pour la SA par la loi du 10 juin 2009.

On notera en pratique que même si la loi n'impose pas, *de lege lata*, l'établissement d'un rapport d'un réviseur pour le contrôle des apports en nature, "certains notaires exigent un tel rapport et il est recommandé pour réduire la responsabilité des gérants" (J.-P. WINANDY, *Manuel de droit des sociétés*, Bertrange, Legitech, 2008, p. 665).

¹⁰ On notera pour le surplus que les règles commentées s'appliquent en outre aux sociétés en commandite par actions tant en Belgique (via l'art. 657 Code des sociétés) qu'au Luxembourg (via l'art. 103, al. 1^{er}, Loi 10 août 1915).

¹¹ Sur la certification de titres (équivalant à la technique néerlandaise de la "certificering van aandelen bij een administratie kantoor", permettant de scinder la propriété économique et la propriété juridique des titres), voy. l'art. 503 Code des sociétés.

¹² Celles-ci rétribuent "les apports en industrie ou des contributions techniques, commerciales ou intellectuelles qui, difficilement évaluables, ne participent pas à la constitution du capital (J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis – Droit communautaire & droit belge*, 3^{ème} éd., Bruxelles, Bruylant, 2009, n° 826).

¹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 830. Le projet 5730 (Art. II, 22)) prévoit de s'aligner sur le droit belge en supprimant le contrôle révisoral à l'occasion de l'émission des parts bénéficiaires.

¹⁴ Voy. notamment J.-P. WINANDY, *op. cit.*, p. 502: "Les titres ou parts bénéficiaires, quelle que soit leur dénomination, sont soumis aux dispositions de l'article 26-1'. La signification de cette phrase, qui se réfère aux dispositions concernant les apports en nature, est plutôt mystérieuse. En effet le rapport du réviseur visé à l'article 26-1 concerne les **apports en nature** qui doivent être évalués par une personne spécialisée afin d'éviter que les actifs ne soient surévalués en entraînant ainsi que le capital ne devienne (au moins partiellement) fictif. Par contre, les parts bénéficiaires ne sont pas émises en contrepartie d'apports de biens susceptibles d'évaluation économique. La nécessité d'un **rapport de révision** paraît donc tout sauf évidente et en tout cas l'objet de ce rapport est tout à fait différent de celui des apports en nature" (souligné par l'auteur). Voy. en outre A. STEICHEN, *Précis de droit des sociétés*, Luxembourg, éditions Saint-Paul, 2006, n° 785: "Le travail pour le réviseur d'entreprises n'est pas aisé lorsque l'émission des parts bénéficiaires a trait à des parts de fondateur puisqu'il lui faut dans ce cas apprécier la valeur pour la société des services rendus par les fondateurs, ce qui paraît à peu près impossible". Enfin, cons. J. DELVAUX (*Droit des sociétés*, cours photocopié, Luxembourg, 2007, p. 302): "A ce sujet il faut remarquer que le renvoi par le législateur à l'article 26-1 doit être compris par analogie. Dans le cas contraire l'obligation de recourir à un réviseur perdrait tout son sens. L'art 26-1 impose en effet au réviseur d'entreprises de vérifier si la valeur des apports fait à la société correspond au moins à la valeur nominale ou au pair comptable des titres émis en contrepartie. Or, l'effet les apports faits à la société en contrepartie de la création des parts bénéficiaires ou

I.- L'apport en nature à l'occasion de la constitution de la société ou d'une augmentation de capital (art. 10 à 10ter de la Deuxième Directive et art. 26-1 Loi 10 août 1915) et le quasi-apport (art. 11 de la deuxième directive et art. 26-2 Loi 10 août 1915)

3. - L'apport en nature – Nécessité d'éviter une surévaluation. L'apport en nature est défini négativement "comme étant celui qui porte sur tout bien autre que du numéraire"¹⁵. Il se distingue en outre de l'apport en industrie, lequel recouvre l'accomplissement de prestations intellectuelles ou manuelles", qui ne peut concourir à la formation du capital de la société anonyme¹⁶ en raison de "la difficulté d'en fixer la valeur et surtout de l'impossibilité de contraindre son souscripteur à le libérer"¹⁷. Contrairement à l'apport en numéraire, ce type d'apport présente un double danger de surévaluation:

- pour les tiers : "la surface financière réelle de la société est moindre que son capital. Dans la mesure où l'apport est surévalué, le capital n'est ni souscrit ni libéré à juste mesure car l'apport est partiellement fictif"¹⁸;
- pour les actionnaires: "il faut protéger les apporteurs d'espèces vis-à-vis de ceux qui apportent des biens. Il est nécessaire, en effet, d'éviter un 'glissement des droits sociaux'"¹⁹.

A. – La procédure normalement applicable : un réviseur d'entreprises agréé dresse un rapport (art. 10 de la deuxième directive et art. 26-1, paragraphes (2) et (3) Loi 10 août 1915)

4. – L'apport en nature doit être "susceptible d'évaluation économique". En vue de faire face au double danger de surévaluation signalé ci-avant, l'art. 7 de la deuxième directive (transposé à l'art. 26-3 Loi 10 août 1915²⁰) dispose que: "Le capital souscrit ne peut être constitué que par des éléments d'actif susceptibles d'évaluation économique. Toutefois, ces éléments d'actif ne peuvent être constitués par des engagements concernant l'exécution de travaux ou la prestation de services".

de fondateurs ne font jamais, comme indiqué ci-dessus partie du capital social et n'ont en conséquence jamais de valeur nominale ou de pair comptable. A notre avis la vérification doit porter sur l'équivalence **entre la valeur des apports à faire à la société et les droits attachés aux parts créées en contrepartie** (souligné par l'auteur)".

¹⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 458.

¹⁶ A noter toutefois que le projet 5730 prévoit la possibilité de créer, sous certaines conditions et uniquement dans le cadre d'une SARL, des parts en contrepartie d'un apport en industrie (Art. II, 84), modifiant l'art. 183 Loi 10 août 1915).

¹⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *ibid.*

¹⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 744.

¹⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *ibid.*

²⁰ Art. 26-3 Loi 10 août 1915. – "Le capital souscrit ne peut être constitué que par des éléments d'actif susceptibles d'évaluation économique.

Toutefois, ces éléments d'actif ne peuvent être constitués par des engagements concernant l'exécution de travaux ou la prestation de services".

"En principe, il faut apprécier la valeur en fonction de ce qu'elle donnerait en cas de réalisation forcée. Cette règle est cohérente puisque les apports forment le gage des créanciers de la société, qui doivent pouvoir compter sur leur prix de vente forcée pour être payés. Ils doivent donc être susceptibles de garantir les dettes de la société. Toute difficulté n'est pas pour autant dissipée car il est bien connu qu'un élément d'une entreprise qui fonctionne vaut davantage que le même bien envisagé dans une hypothèse de liquidation.

Le caractère 'saisissable' s'est toutefois estompé (...) par l'adoption du critère nouveau 'd'apport susceptible d'évaluation économique'" ²¹.

5. – Intervention d'un "expert indépendant" en la personne d'un réviseur d'entreprises agréé (art. 10 de la deuxième directive transposé à l'art. 26-1, paragraphes (2) et (3) Loi 10 août 1915). Celui-ci doit établir un rapport ²², lequel "doit porter sur la description de chacun des apports projetés ainsi que sur les modes d'évaluation adoptés et indiquer si les valeurs auxquelles conduisent ces modes correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale, ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie" (art. 26-1, paragraphe (3) Loi 10 août 1915).

Dans l'accomplissement de sa mission, le réviseur aura égard à la recommandation de l'I.R.E. du 12 juin 1996 relative à la "Mission du réviseur d'entreprises dans le cadre d'apports autres qu'en numéraires" ²³.

5.1. – L'apport peut-il être sous-évalué? Selon certains auteurs ²⁴ les associés sont libres de sous-évaluer l'apport en nature dans la mesure où le texte légal n'impose pas une évaluation à la valeur marchande des biens apportés mais stipule simplement que les modes d'évaluation adoptés doivent conduire à une valeur *au moins* égale à la valeur nominale ou au pair comptable des actions attribuées.

Cette opinion nous semble pouvoir être approuvée: les associés peuvent renoncer à la protection contre la dilution de leurs droits qui sous-tend la règle communautaire ²⁵, dans la mesure où cette sous-évaluation ne porte pas atteinte par ailleurs aux intérêts des créanciers.

²¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 742.

²² Préalable à la constitution lorsque l'apport en nature est réalisé à l'occasion de la constitution de la société (art. 26-1, paragraphe (2), Loi 10 août 1915) ou à l'occasion d'une augmentation de capital (art. 32-1, paragraphe (5) Loi 10 août 1915) lorsque l'apport en nature est réalisé en cours de vie sociale.

²³ Que l'on peut consulter (avec exemple de rapport) sous le lien suivant:

http://www.ire.lu/fileadmin/media/Env_normatif_Normes_LU/20060620apports.pdf

²⁴ A. STEICHEN, *op. cit.*, n° 43; J.-P. WINANDY, *op. cit.*, pp. 142-143.

²⁵ Il est d'ailleurs admis que les associés puissent renoncer à la protection résultant d'autres règles de la deuxième directive, telles que celles posant le droit de souscription préférentielle (art. 29 de la deuxième directive; admettent la faculté d'une renonciation individuelle notamment: F. BOUCKAERT, "Individuële afstand van het voorkeurrecht : een valkuil ?", *T.R.V.*, 1992, pp. 426 et suiv.; V. SIMONART, "L'ordre public et le droit des sociétés", *R.D.C.*, 1994, pp. 96 et suiv., spéc. n° 41, pp. 125-126; P. HAINAUT-HAMENDE, "Les sociétés anonymes – Seconde partie : opérations sur le capital, émissions publiques, transformation, fusion-scission", *Rép. notarial*, T. XII – Droit commercial, Livre III, Bruxelles, Larcier, 1995, n° 602) ou celle du traitement égal des associés en cas de réduction du capital (afin de permettre à un associé de se retirer de la société; en ce sens: J.-M. NELISSEN-GRADE, "Het gelijkheidsbeginsel in het bijzonder bij aankoop van eigen aandelen en kapitaalvermindering", *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblo, 1999, p. 652; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 1269).

J.-P. Winandy ²⁶ fait toutefois observer que "La sous-évaluation des apports (même si elle semble être dans l'intérêt des créanciers dans la mesure où elle procure à cette société des réserves qui ne peuvent être distribués ²⁷) conduit à des réserves comptables latentes qui risquent fort de contribuer à la non-transparence des résultats et nuire à la comparabilité des résultats d'un exercice à l'autre. Ces inconvénients sont de plus en plus nettement combattus au moyen de nouvelles normes comptables internationales (normes IFRS)".

Toutefois une telle sous-évaluation pourra être remise en cause en cas de fraude ²⁸ (aux droits du fisc par exemple dans la mesure où elle générerait une perception incorrecte du droit d'apport) ²⁹.

6. – Contrairement au droit belge, pas d'exigence d'un rapport spécifique des fondateurs (constitution) ou du conseil d'administration (augmentation de capital). Alors que le Code des sociétés (art. 444, § 1^{er}, al. 4 ³⁰, applicable à la constitution, et 602, § 1^{er}, al. 3 ³¹, relatif à l'augmentation du capital) impose aux fondateurs ou au conseil d'administration, selon le cas, de rédiger un rapport spécial exposant, d'une part, l'intérêt que présente l'apport pour la société et, d'autre part, les raisons pour lesquelles ils s'écartent éventuellement des conclusions du réviseur ³², le texte luxembourgeois, pas plus d'ailleurs que le texte communautaire ³³, n'énonce pas une telle obligation à charge des fondateurs ou du conseil d'administration.

La pratique peut néanmoins se rapprocher de ce "double rapport" sous réserve bien sûr que le droit luxembourgeois n'impose nullement celui-ci et, par conséquent, n'impose pas la publication du "rapport" des fondateurs/du conseil d'administration. Selon J.-P. Winandy ³⁴ en effet: "Deux situations différentes peuvent se présenter. Soit les fondateurs, soit en cas d'augmentation de capital, le conseil d'administration procède à la description des apports. Dans ce cas le réviseur doit contrôler l'exactitude de la description faite et est tenu de l'approuver expressément. Le réviseur doit exprimer son avis sur cette évaluation et affirmer s'il l'accepte ou non. Alternativement, c'est le réviseur qui procède à cette évaluation et dans ce cas elle doit figurer dans le corps de son rapport". En outre, la recommandation (précitée, n° 3.3.6) de l'I.R.E. invite le

²⁶ *Ibid.*

²⁷ *Sic., ndlr.*

²⁸ En ce sens: A. STEICHEN, *ibid.*

²⁹ Voy. également J. DELVAUX, *op. cit.*, p. 195. L'auteur estime pour sa part que la sous-évaluation ne serait pas admissible mais son argumentation semble procéder davantage de la crainte d'une fraude éventuelle que de la protection de l'associé concerné. Cons. en outre la recommandation (précitée) de l'I.R.E (n° 3.1, *in fine*): "Le réviseur d'entreprises qui peut être mis à contribution dans la réalisation de certaines opérations doit être vigilant et doit refuser ses services au cas où ces opérations enfreindraient manifestement des dispositions légales ou réglementaires".

³⁰ Lequel dispose que: "Les fondateurs rédigent un rapport spécial dans lequel ils exposent l'intérêt que présentent pour la société les apports en nature et, le cas échéant, les raisons pour lesquelles ils s'écartent des conclusions du réviseur".

³¹ Énonçant que: "Ce rapport est joint à un rapport spécial dans lequel le conseil d'administration expose, d'une part, l'intérêt que présentent pour la société tant les apports que l'augmentation de capital proposée et d'autre part, les raisons pour lesquelles éventuellement, il s'écarte des conclusions du rapport annexé".

³² Ce rapport spécial est soumis aux mêmes exigences de publicité que celles portant sur le rapport élaboré par le réviseur.

³³ Or il est bien connu que la politique législative généralement suivie par le législateur luxembourgeois en matière de transposition des directives communautaires relatives au droit des sociétés se résume par l'adage: "Toute la directive mais rien que la directive". Par conséquent il répugne à créer des obligations non expressément imposées par les dites directives.

³⁴ *Op. cit.*, p. 444.

réviseur à solliciter, de la part des fondateurs ou du conseil d'administration une lettre de déclaration:

"- pour s'assurer que les fondateurs ou le conseil d'administration confirment qu'ils assument pleinement leur responsabilité quant à la description et à l'évaluation des apports ou des éléments acquis;

- lorsqu'il ne peut raisonnablement exister d'autres éléments probants suffisants et adéquats sur des aspects significatifs de la mission". Par ailleurs la même recommandation (n° 3.3.2, *in fine*) énonce expressément que: "Le réviseur d'entreprises n'a pas à apprécier l'intérêt que peut présenter un apport donné pour une société donnée. Cette appréciation est de la compétence des fondateurs ou du conseil d'administration".

7. – Option ouverte par l'art. 10, paragraphe (4), de la deuxième directive.

Contrairement au droit belge, le Luxembourg a exercé l'option (ouverte par l'art. 10, paragraphe (4), de la deuxième directive) permettant de se soustraire à la procédure de vérification des apports en nature lorsque 90% de la valeur nominale ou du pair comptable de toutes les actions sont émis en contrepartie d'apports autres qu'en numéraire faits par une ou plusieurs sociétés et ce aux conditions, strictes, énoncées à l'art. 26-1, paragraphe (4) Loi 10 août 1915.

B. – Les exceptions introduites par la Loi du 10 juin 2009 (art. 26-1, paragraphes (3bis) à (3sexies) Loi 10 août 1915) en transposition de la directive 2006/68/CE (art. 10bis et 10ter)

8. – Première observation préalable: les exceptions introduites concernent tant la constitution que l'augmentation du capital. Contrairement à ce que suggère une lecture superficielle des dispositions nouvelles, les exceptions énoncées sont appelées à jouer tant à l'occasion de la constitution de la SA qu'à l'occasion d'une augmentation de capital (dans ce dernier cas, voy. en outre l'art. 32-1, paragraphe (5), qui opère renvoi global à l'art. 26-1 en cas d'augmentation de capital par apports en nature). La formulation des paragraphes (3bis) à (3sexies) est à cet égard quelque peu malheureuse car seuls le conseil d'administration ou, le cas échéant, le directoire (intervenant à l'occasion d'une augmentation de capital) y sont évoqués (et *pas* les fondateurs intervenant lors de la constitution)³⁵. Il ne fait toutefois aucun doute que tant la directive³⁶ que le législateur luxembourgeois ont entendu viser ces deux modalités de réalisation d'un apport en nature. Ainsi il importe de relever à cet égard que les dispositions nouvellement introduites sont insérées dans le cadre d'un article (art. 26-1 Loi 10 août 1915) ayant trait à la constitution de la société mais qui, tant en raison de leur formulation (référence au conseil d'administration ou au directoire) que par la présence d'une règle spécifique (art. 26-1, paragraphe (3sexies) visant l'utilisation du capital autorisé) ont également vocation à s'appliquer dans le cadre d'une augmentation de capital .

³⁵ Il est vrai que cette maladresse de rédaction trouve probablement son origine dans le texte même de la directive 2006/68/CE qui, pour l'énoncé des trois exceptions évoquées au texte, n'évoque que la "décision de l'organe d'administration ou de direction".

³⁶ Les art. 10bis et 10ter de la directive sont clairement formulés comme des exceptions possibles à l'art. 10 lequel vise au premier chef "la *constitution* de la société". Par ailleurs, l'art. 10ter, paragraphe (2), formule une règle spécifique pour le cas d'une *augmentation* de capital réalisée par la technique du capital autorisé.

9. – Seconde observation préalable: à propos de la modification de l'art. 26, paragraphe (2) Loi 10 août 1915 résultant de la loi du 10 juin 2009. Dans sa version antérieure, l'art. 26, paragraphe (2) Loi 10 août 1915 énonçait que le notaire, rédacteur de l'acte constitutif vérifie l'existence des conditions de fond (énoncées à l'art. 26, paragraphe (1)) présidant à la constitution d'une SA et en constate expressément l'accomplissement. A la suite de la loi du 10 juin 2009, il est précisé au texte que le notaire vérifie en outre l'existence et constate l'accomplissement des conditions posées aux articles 26-1, paragraphe (2), 26-3 et 26-5. Cette disposition, présentée comme une transposition de l'art. 10ter, paragraphe (3), de la deuxième directive a toutefois connu, au cours des travaux préparatoires, une évolution dont la résultante est que, en réalité, cette transposition ne se trouve qu'imparfaitement réalisée. En effet, s'agissant de l'art. 26-1, le texte aurait dû se référer à lui dans sa globalité (ainsi qu'il en était du projet initial déposé par le gouvernement) et non pas à son seul paragraphe (2) (visant la procédure "normale" de vérification des apports en nature décrite ci-avant) ou, à tout le moins, à l'art. 26-1, paragraphes (3bis) à (3sexies) Loi 10 août 1915.

D'après le **Commentaire des articles** (projet 5829, p. 13): "L'article 10ter, paragraphe 3 de la directive 77/91/CEE impose de prévoir dans la législation nationale des garanties adéquates quant au respect des procédures adoptées à l'article 10bis et 10ter (transposés dans le présent projet de loi à l'article 26-1 (3bis) à (3sexies)³⁷ - voir article 2 du présent projet de loi -). Un contrôle par le notaire du respect des conditions de constitution d'une société existe déjà à l'article 26 (2) de la loi de 1915, sans viser pour autant expressément certains articles tel l'article 26-1 se rapportant à l'émission d'actions en contrepartie des apports autres qu'en numéraire. Pour y palier (*sic, ndlr*), il est proposé de reprendre ici une modification prévue au projet de loi No 5730³⁸ portant modernisation de la loi modifiée du 10 août 1915 (article I. 10)). Selon les commentaires du projet de loi No 5730: *'Le paragraphe (2) tel que modifié ici avait déjà été inséré dans le cadre du projet de loi 5157 portant des mesures ponctuelles en matière de prévention des faillites et de lutte contre les faillites organisées et n'avait pas donné lieu à des observations du Conseil d'Etat ou des chambres professionnelles.*

Par ce paragraphe, le contrôle du notaire est formellement étendu au respect des dispositions des articles 26-1 (contrôle du réviseur des apports en nature), 26-3 (constitution du capital par des éléments susceptibles d'évaluation) et 26-5 (pas d'émission d'action sous le pair comptable)'. Les nouveaux paragraphes (3bis) à (3sexies) faisant partie de l'article 26-1 déjà visé globalement dans le texte proposé initialement, il suffit d'en reprendre le libellé tel quel dans le présent projet de loi sans y apporter de nouvelles modifications".

Or les projets 5829 (texte initialement proposé par le gouvernement) et 5730 se référaient à l'art. 26-1 dans sa *globalité*, sans se limiter à son § 2 qui vise la procédure normale de contrôle par le réviseur. Pour transposer tout à fait correctement l'art. 10ter, paragraphe (3), de la deuxième directive il aurait dû se référer à l'art. 26-1, paragraphes (3bis) à (3sexies) (évoquant la procédure à respecter lorsque l'opération est réalisée *sans* l'intervention du réviseur). Par conséquent la version définitivement adoptée, si elle reprend de fait pour partie une proposition déjà inscrite dans le projet 5730, ne constitue pas, alors qu'il s'agissait de sa raison d'être initiale, une transposition de l'art. 10ter, paragraphe (3), de la directive.

L'origine de la modification critiquée trouve son origine dans l'avis de la Ch. de commerce (doc. 5829-1, p. 9): "(La Chambre de commerce) suggère la précision que le notaire contrôle uniquement le respect de l'article 26-1 (2) de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée, afin de ne pas créer de doute que le notaire contrôlerait sous quelque forme que ce soit la libération des apports en nature dans un délai de cinq ans, dont il est

³⁷ C'est-à-dire les articles de la deuxième directive relatifs aux *exceptions* introduites par rapport à la procédure normale de vérification des apports en nature.

³⁸ Voy. l'art. II, 10) du projet 5730.

question à l'article 26-1 (1) de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée".
Cette suggestion de la Chambre de commerce fut retenue.

10. – Ratio legis. La *ratio legis* des exceptions introduites réside dans la constatation qu'un rapport du réviseur est inutile dans la mesure où il existe déjà un point de référence suffisant pour l'évaluation des biens apportés en nature³⁹.

11. – L'exception ayant trait aux valeurs mobilières cotées (art. 26-1, paragraphe (3bis) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 10bis, paragraphe (1) de la deuxième directive). Les fondateurs (hypothèse de la constitution, *supra* n° 8) ou le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas (hypothèse de l'augmentation de capital), peuvent décider de ne pas recourir à la procédure normale de vérification des apports en nature (*supra* n° 5) lorsque l'apport est constitué de valeurs mobilières cotées. Dans ce cas ces valeurs sont évaluées au prix moyen pondéré auquel ils ont été négociés sur un ou plusieurs marchés réglementés au cours d'une période dont la durée est déterminée par les Etats membres – au Luxembourg une période de six mois a été retenue; comp. en droit belge: trois mois – précédant la date effective de l'apport.

Sur la notion de "prix moyen pondéré", voy. Commentaire des articles (projet 5829, p. 14): "Il est à noter que le terme de 'prix moyen pondéré' doit se comprendre comme une pondération en fonction du volume des valeurs mobilières qui ont été négociées à un prix donné, le prix moyen n'étant donc pas une simple moyenne arithmétique des différents prix constatés sur une période donnée". La doctrine belge s'exprime dans le même sens⁴⁰.

Quant à la "date effective de l'apport", voy. Commentaire des articles (projet 5829, p. 15): "Il est à noter que la date effective de l'apport est la date à laquelle l'apport est constaté par l'acte notarié".

11.1. – Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances exceptionnelles". Le texte de l'art. 26-1, paragraphe (3bis), al. 2, vise des "circonstances exceptionnelles pouvant modifier sensiblement la valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport, notamment dans les cas où le marché de ces valeurs mobilières ou de ces instruments du marché monétaire est devenu illiquide". Dans ce cas une réévaluation est effectuée selon la procédure normale (*supra* n° 5) "à l'initiative et sous la responsabilité" soit des fondateurs (constitution, *supra* n° 8 et comp. art. 443, § 2, al. 2, 1° Code des sociétés) soit du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas (augmentation de capital, comp. art. 602, § 2, al. 2, 1° Code des sociétés).

³⁹ En ce sens: H. BRAECKMANS, "Versoepelingen in het Wetboek Vennootschappen: inbreng in natura, inkoop van eigen aandelen en financiële bijstand (K.B. van 8 oktober 2008)", *R.W.*, 2009, pp. 1626 et suiv. et spéc. n° 5; F. PARREIN, De «financiarisation» van het Belgische vennootschapsrecht : een analyse aan de hand van recente wetgevende evoluties, *DAOR*, 2009, pp. 359 et suiv. et spéc. n° 5.

⁴⁰ Voy. H. BRAECKMANS, *op. cit.*, n° 7: "De berekening is omslachtig: bij de bepaling van de gewogen gemiddelde koers moet aandacht worden verleend aan de hoeveelheid verhandelde effecten van een bepaalde vennootschap per dag, vermenigvuldigd met de gemiddelde dagkoers van de betreffende dag, waarbij deze berekening per dag moet worden verricht. Vervolgens wordt een gemiddelde gemaakt van de laatste drie maanden om de betreffende gewogen gemiddelde waarde te bepalen van de effecten of geldmarktinstrumenten die worden ingebracht. De term «gewogen» is daarbij van belang, omdat zulks duidt op een weging, gelet op het aantal verhandelde effecten").

En cas de recours à cette exception, il y a lieu en outre de respecter la procédure décrite *infra* n° 14.

12. – L'exception concernant les biens ayant déjà fait l'objet d'une évaluation à leur juste valeur par un réviseur d'entreprises agréé (art. 26-1, paragraphe (3ter) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 10bis, paragraphe (2) de la deuxième directive). Les fondateurs (hypothèse de la constitution, *supra* n° 8) ou le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas (hypothèse de l'augmentation de capital), peuvent décider de ne pas recourir à la procédure normale de vérification des apports en nature (*supra* n° 5) lorsque l'apport est constitué d'éléments d'actif autres que des valeurs mobilières cotées (*supra* n° 11) qui ont déjà fait l'objet d'une évaluation à leur juste valeur par un réviseur d'entreprises agréé et que les conditions suivantes sont remplies:

a) la juste valeur est déterminée à une date qui ne peut précéder de plus de six mois la réalisation effective de l'apport;

b) l'évaluation a été réalisée conformément aux principes et aux normes d'évaluation généralement reconnus au Luxembourg pour le type d'élément d'actif constituant l'apport.

Quant aux "**principes et normes d'évaluation généralement reconnus**". En Belgique, les « international valuation standards » et « international private equity and venture capital guidelines » ont été cités comme exemples ⁴¹. Au Luxembourg l'I.R.E. a fait observer que: "que la référence aux principes et normes d'évaluation généralement au Luxembourg n'est définie ni par la Directive, ni par le Projet. A ce jour, il n'existe pas de tels principes et normes d'évaluation généralement reconnus au Luxembourg. Il est dès lors à craindre que cette référence soit de nature à poser des problèmes d'interprétation et de mise en œuvre de cet article" ⁴².

Sur la notion de "**juste valeur**", voy. *infra* n° 13

12.1. – Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances nouvelles". Le texte de l'art. 26-1, paragraphe (3ter), al. 2, vise des "circonstances nouvelles pouvant modifier sensiblement la juste valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport". Dans ce cas une réévaluation est effectuée selon la procédure normale (*supra* n° 5) "à l'initiative et sous la responsabilité" soit des fondateurs (constitution, *supra* n° 8 et comp. art. 443, § 2, al. 2, 2° Code des sociétés) soit du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas (augmentation de capital, comp. art. 602, § 2, al. 2, 2° Code des sociétés).

12.2. – A défaut d'une telle réévaluation, droit pour les actionnaires minoritaires (5%) de faire procéder à une évaluation selon la procédure normale (art. 26-1, paragraphe (3ter), al. 3 Loi 10 août 1915).

On remarquera tout d'abord que, alors que le droit belge limite l'exercice de ce droit aux apports réalisés à l'occasion d'une *augmentation* de capital (ce droit étant donc indisponible à l'occasion de la constitution de la société) ⁴³, le texte luxembourgeois ne formule pas une telle restriction, ce qui apparaît conforme à la deuxième directive laquelle opère, pour l'augmentation de capital par apports en nature, un renvoi global aux

⁴¹ Rapport au Roi, *op. cit.*, p. 57480.

⁴² Avis de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises, 17 novembre 2008, doc. n° 5829-2, p. 2.

⁴³ Effectivement, seul l'art. 602, § 2, al. 2, 2°, al. 2, Code des sociétés – applicable à l'augmentation de capital – évoque ce droit.

dispositions de son art. 10bis (voy. art. 27, paragraphe (2), al. 2, de la deuxième directive).

La différence de traitement ainsi faite en droit belge est expliquée comme suit par la doctrine. Selon H. Culot et P.-Y. Thoumsin ⁴⁴: "La possibilité accordée aux actionnaires de demander une réévaluation n'est pas reprise en ce qui concerne les apports au moment de la constitution de la société. La question de la protection des actionnaires minoritaires se pose en effet différemment au moment de la constitution: si les conditions de l'apport ne leur agréent pas, ils peuvent simplement refuser de souscrire. Ils ne risquent pas de subir une dilution non consentie". Selon H. Braeckmans ⁴⁵, la protection est exclue au moment de la constitution puisqu'il n'y a alors pas *encore* d'actionnaire détenant 5% du capital.

Quant au calcul des 5% du capital souscrit ouvrant la protection envisagée aux minoritaires, H. Culot et P.-Y. Thoumsin ⁴⁶ précisent que: "Les actionnaires peuvent former leur demande jusqu'à la date effective de la réalisation de l'apport, pour autant qu'au jour de la demande, ils « détiennent toujours un pourcentage total d'au moins 5% du capital souscrit, comme c'était le cas au jour où la décision d'augmenter le capital a été prise". La version néerlandaise de l'arrêté royal exprime mieux l'idée qu'en réalité, on calcule les 5% par rapport au capital tel qu'il existait au moment de la décision d'augmentation. En clair, il suffit que les demandeurs en réévaluation possèdent, le jour de la décision d'augmentation, un nombre d'actions représentant au moins 5% du capital, et qu'ils conservent ce nombre d'actions au moins jusqu'au jour de la demande, même si, par l'effet de l'augmentation ou autrement, une dilution de leur participation les empêche entretemps d'atteindre le seuil".

Les minoritaires ainsi protégés peuvent-ils réclamer une réévaluation en toute hypothèse ou doivent-ils pouvoir arguer de "circonstances nouvelles" en vue de fonder leur droit à réévaluation? Toujours selon H. Culot et P.-Y. Thoumsin ⁴⁷, "Les textes français, néerlandais, et italien de la directive et les deux versions linguistiques de l'arrêté royal utilisent un vocabulaire qui se réfère à un manquement, ce qui semble renvoyer à la seconde interprétation. Par contre, les versions allemande et anglaise de la directive utilisent des termes plus neutres, dont on pourrait déduire qu'une réévaluation peut être exigée même en l'absence de circonstances nouvelles. Il s'agit essentiellement d'une question de preuve, car on ne voit pas l'intérêt d'une réévaluation pour un actionnaire qui reconnaît que la valeur des biens n'a pas changé".

La disposition belge (art. 602, § 2, al. 2, 2°, al. 4 Code des sociétés) mentionne en outre que les frais d'une telle réévaluation sont à charge de la société, ce qu'omet de faire la disposition luxembourgeoise. Selon la Chambre de commerce ces frais seraient toutefois bien portés à la charge de la société ⁴⁸.

⁴⁴ H. CULOT & P.-Y. THOUMSIN, "Contrôle et maintien du capital : une réforme sans audace", *J.T.*, 2009, pp. 93 et suiv. et spéc. n° 19.

⁴⁵ H. BRAECKMANS, *op. cit.*, p. 1629, note 28.

⁴⁶ *Op. cit.*, n° 18.

⁴⁷ *Op. cit.*, n° 17.

⁴⁸ Avis de la Chambre de commerce, *op. cit.*, doc. 5829-1, p. 6: ""Bien que le texte du projet de loi ne le précise pas, il est évident que les actionnaires minoritaires adressent une telle demande à l'organe de gestion défaillant qui chargera ensuite le réviseur d'entreprises. Les honoraires du réviseur incomberont à la société (et non aux actionnaires minoritaires ayant formulé une telle demande, étant donné que l'établissement d'un tel rapport d'évaluation profite à tous les actionnaires et *stakeholders* dans la société, à l'exception le cas échéant des apporteurs qui ont tenté de procéder à une surévaluation de leur apport)".

En cas de recours à cette exception, il y a lieu de respecter la procédure décrite *infra* n° 14.

13.- L'exception ayant trait aux biens dont la valeur est tirée des comptes légaux⁴⁹ de l'exercice financier précédent (art. 26-1, paragraphe (3quater) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 10bis, paragraphe (3) de la deuxième directive). Les fondateurs (hypothèse de la constitution, *supra* n° 8) ou le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas (hypothèse de l'augmentation de capital), peuvent décider de ne pas recourir à la procédure normale de vérification des apports en nature (*supra* n° 5) lorsque l'apport est constitué d'éléments d'actif autres que des valeurs mobilières cotées (*supra* n° 11) dont la juste valeur est tirée, pour chaque élément d'actif, des comptes légaux de l'exercice financier précédent, à condition que les comptes légaux aient été contrôlés.

On relèvera de suite le champ d'application relativement limité de cette exception. En effet, pour qu'elle se trouve à s'appliquer il faut que la valeur des biens concernés ressorte de comptes annuels contrôlés par un réviseur d'entreprises agréé⁵⁰. Or seules les sociétés d'une certaine taille voient le contrôle de leurs comptes être confié à un réviseur d'entreprises agréé^{51 52}.

⁴⁹ La disposition légale concernée a recours à cette expression de "comptes légaux" alors que partout ailleurs dans la Loi 10 août 1915 l'expression utilisée est celle de "comptes annuels" (les textes belges se réfèrent également aux "comptes annuels: voy. les art. 443, § 2, al. 1^{er}, 3^o et 602, § 2, al. 1^{er}, 3^o Code des sociétés). En réalité cette formulation particulière vient du texte même de la directive (art. 10bis, paragraphe (3) de la deuxième directive). Il ne fait aucun doute que par cette expression le législateur a entendu se référer en réalité aux "comptes annuels" (voy. le Commentaire des articles - projet 5829, p. 15 – qui, à propos de cette exception, évoque les "comptes *annuels* de l'exercice précédent de la société à condition qu'ils aient été révisés", souligné par nous).

⁵⁰ En ce sens: Commentaire des articles, *supra* note précédente; en ce sens également en droit belge: H. BRAECKMANS, *op. cit.*, n° 11: "Uit het vereiste van controle door een commissaris (voor Belgische vennootschappen) of door een persoon belast met de controle van de jaarrekening (voor een buitenlandse vennootschap) volgt dat dit geval niet van toepassing is op Belgische vennootschappen die geen commissaris hebben aangesteld of, voor wat betreft de buitenlandse vennootschappen, geen belaste persoon hebben aangesteld met betrekking tot de controle van de jaarrekeningen".

⁵¹ Voy. les art. 35 et 69 de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises: doivent faire contrôler leurs comptes par un réviseur d'entreprises agréé les entreprises qui, à la date de clôture du bilan, dépassent deux des critères suivants:

- total du bilan: 3,125 millions d'euros
- montant net du chiffre d'affaires: 6,25 millions d'euros
- nombre des membres du personnel employé à plein temps et en moyenne au cours de l'exercice: 50.

⁵² On remarquera en outre que l'art. 26-1, paragraphe (3quater) Loi 10 août 1915 énonce que les comptes légaux doivent avoir été contrôlés conformément à la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés. La directive citée a été transposée par la loi du 18 décembre 2009 relative à la profession de l'audit et:

- portant transposition de la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil,
- portant organisation de la profession de l'audit,
- modifiant certaines autres dispositions légales, et
- portant abrogation de la loi modifiée du 28 juin 1984 portant organisation de la profession de réviseur d'entreprises,

Mém. A-22 du 19 février 2010, p. 296; doc. parl. n° 5872.

Par ailleurs on observera que les textes belges (art. 443, § 2, al. 1^{er}, 3^o et art. 602, § 2, al. 1^{er}, 3^o Code des sociétés) comportent une précision absente du texte luxembourgeois⁵³: le rapport du réviseur doit comprendre une attestation sans réserve.

A propos de la "juste valeur", visée au texte de loi pour cette exception et la précédente (*supra* n° 12), traduite par "waarde in het economisch verkeer" (que l'on peut traduire librement par "valeur économique") dans le texte néerlandais des dispositions belges correspondantes, des auteurs⁵⁴ ont observé que (traduction): "L'implication pratique de cette exception nous semble plutôt restreinte au regard du droit comptable belge actuel. En effet la valeur à laquelle apparaissent les actifs au bilan est encore dans la plupart des cas une valeur historique (ou valeur d'acquisition) et non la valeur économique ou 'juste valeur' dans la formulation de la deuxième directive simplifiée".

13.1. - Exception à l'exception: retour à la procédure normale de vérification des apports en cas de "circonstances nouvelles" (art. 26-1, paragraphe (3quater), al. 2 Loi 10 août 1915). Voy. *supra* n° 12.1.

13.2. - A défaut d'une telle réévaluation, droit pour les actionnaires minoritaires (5%) de faire procéder à une évaluation selon la procédure normale (art. 26-1, paragraphe (3quater), al. 2 Loi 10 août 1915). Voy. *supra* n° 12.2.

En cas de recours à cette exception, il y a lieu en outre de respecter la procédure décrite au n° 14, ci-dessous.

14. – Procédure à suivre en cas d'application de l'une des trois exceptions prédécrites (*supra* n°s 11 à 13) (art. 26-1, paragraphe (3quinquies) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 10ter, paragraphe (1), de la deuxième directive). L'art. 26-1, paragraphe (3quinquies) Loi 10 août 1915 prévoit que lorsqu'un apport en nature est effectué sans recourir au rapport du réviseur d'entreprises agréé, une déclaration comportant les éléments suivants fait l'objet d'une publication conformément à l'article 9 Loi 10 août 1915 dans le délai d'un mois après la date effective de l'apport:

- a) une description de l'apport concerné;
- b) sa valeur, l'origine de cette évaluation et, le cas échéant, le mode d'évaluation;
- c) une attestation précisant si les valeurs obtenues correspondent au moins au nombre, à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie de cet apport;
- d) une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle intéressant l'évaluation initiale n'est survenue.

La déclaration comprend en outre les indications relatives à la valeur nominale des actions ou, à défaut de valeur nominale, le nombre des actions émises en contrepartie de chaque apport concerné, ainsi que le nom de l'apporteur.

Ainsi que cela a été observé en droit belge (voy. les art. 443, § 3 et 602, § 3 Code des sociétés), le texte légal n'indique pas qui doit rédiger et publier les déclaration/attestation concernées. Toutefois il est raisonnable de considérer que les fondateurs (constitution) ou le conseil d'administration/directoire (augmentation de capital, lesquels pris l'initiative de

⁵³ La deuxième directive ne comporte pas elle-même cette précision.

⁵⁴ M. HEENE & F. LECOUTRE, *Inbreng in natura, inkoop eigen aandelen en financiële bijstand*, *NjW*, 2009, pp. 474 et suiv. et spéc. n° 11.

se passer du rapport du réviseur d'entreprises agréé, sont investis de la responsabilité de rédiger et déposer ces déclaration/attestation ⁵⁵.

Concernant la **prime d'émission**. L'attestation précitée doit préciser si les valeurs obtenues correspondent au moins au nombre, à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie de l'apport. Pour rappel: le texte luxembourgeois s'applique à l'apport en nature réalisé tant à l'occasion de la constitution que lors d'une augmentation de capital. En droit belge le texte applicable à la constitution de la société (art. 443, § 3, Code des sociétés) ne fait pas allusion à la prime d'émission alors que le texte régissant l'augmentation de capital (art. 602, § 3, Code des sociétés) la mentionne bel et bien. Cette omission, s'agissant de la constitution, fut volontaire, le gouvernement belge, suivant l'avis du Conseil d'Etat, ayant estimé que: "(...) dans le cas où cela concerne l'apport en nature, au moment de la constitution, il n'est pas renvoyé nécessairement à la prime d'émission. La prime d'émission vise en effet à protéger les actionnaires existants contre la dilution lors d'une augmentation de capital postérieure, compte tenu de la valeur intrinsèque ou de la valeur boursière du moment, un prix plus élevé, que la valeur représentative du capital (étant la valeur nominale ou le pair comptable) sera payé pour les actions" ⁵⁶. Certains auteurs ont déploré cette orientation: "(le législateur) n'envisage ainsi, à tort selon nous, que la fonction classique de la prime d'émission — celle qui n'a de sens qu'en cas d'augmentation de capital — en oubliant les autres fonctions qui justifient la présence d'une prime d'émission dès la constitution, comme cela se pratique couramment dans d'autres États européens" ⁵⁷.

15. – Utilisation du capital autorisé (art. 26-1, paragraphe (3sexies) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 10ter, paragraphe (2), de la deuxième directive). Lorsqu'il est fait usage de l'une des exceptions décrites ci-avant dans le cadre d'une augmentation de capital décidée par le conseil d'administration intervenant par la technique du capital autorisé, une annonce comprenant la date à laquelle la décision d'augmenter le capital a été prise et les informations énumérées au paragraphe (3quinquies) doit être publiée avant la réalisation effective de l'apport en nature. Dans ce cas, la déclaration visée à l'al. 1er du paragraphe (3quinquies) ⁵⁸ se résume à une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle n'est survenue depuis la publication de l'annonce. Selon H. Culot et P.-Y. Thoumsin ⁵⁹, "la première déclaration vise à permettre aux actionnaires minoritaires d'exercer leur droit d'exiger une réévaluation avant la réalisation effective de l'apport. Il ne paraît donc plus possible de constater la réalisation de l'apport dans le même acte que celui qui contient la décision du conseil d'administration d'augmenter le capital. À défaut d'avoir fixé un délai d'attente minimal entre le dépôt de la première déclaration et la réalisation de l'apport, le droit des actionnaires risque cependant de demeurer théorique". Par ailleurs certains auteurs ont déploré l'introduction de cette réglementation notamment en ce qu'elle s'inscrirait selon eux à l'encontre de l'esprit de la technique du capital autorisé (qui normalement consacre une certaine autonomie du conseil d'administration en la matière sous le contrôle *post facto* de l'assemblée générale) ⁶⁰.

⁵⁵ En ce sens: H. BRAECKMANS, *op. cit.*, n° 14.

⁵⁶ Rapport au Roi, *op. cit.*, p. 57481 (et voy. avis du Conseil d'Etat, p. 57489).

⁵⁷ H. CULOT ET P.-Y. THOUMSIN, *op. cit.*, n° 21

⁵⁸ C'est-à-dire la déclaration devant être déposée dans le mois *après* la date effective de l'apport.

⁵⁹ *Op. cit.*, n° 15.

⁶⁰ M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 15.

16. – Les responsabilités des divers intervenants. Les fondateurs, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, le réviseur d'entreprises agréé et le notaire sont ici potentiellement concernés.

16.1. - S'agissant du notaire, on peut se demander si le législateur luxembourgeois a bien transposé les exigences de la deuxième directive (*supra* n° 9). Toutefois on observera qu'en droit belge aucune disposition expresse n'a été édictée en la matière et qu'aucun auteur n'a relevé ce fait comme susceptible d'amoinrir la responsabilité ordinaire du notaire.

Selon le notaire J. Delvaux (s'exprimant avant l'introduction des exceptions faisant l'objet du présent rapport) : "Le notaire doit examiner quand un **rapport du réviseur aux apports est exigé par la loi**, et, au cas où un tel rapport est nécessaire, s'il satisfait **aux conditions prévues** par la loi. Le notaire doit notamment juger, sur base des pièces lui soumises, si le rapport a été fait et contient les données en conformité avec les dispositions légales. Le fait pour le notaire de disposer d'un rapport du réviseur aboutissant à une conclusion d'équivalence entre la valeur des apports faits à la société et la valeur des nouvelles actions à émettre par la société **ne le dégage pas cependant de toute responsabilité**. Il peut en effet exister une différence entre la **qualification économique et la qualification juridique de l'apport** (apport en nature ordinaire par opposition à un apport en industrie), laquelle est de la seule **compétence du notaire**. Le rapport doit encore contenir une appréciation par un **réviseur des méthodes d'évaluation** appliquées par les fondateurs. Le rapport doit encore satisfaire aux **conditions élémentaires du vraisemblable**, ne pas contenir des fautes grossières ou des conclusions manifestement erronées.

Mais la responsabilité du notaire s'arrête là. Le notaire **n'est pas obligé de vérifier lui-même si l'évaluation de l'apport est adaptée**. Les opérations de calcul et d'estimation et de vérification sont du seul ressort des fondateurs et réviseurs" ⁶¹.

16.2. - S'agissant du réviseur d'entreprises agréé, l'I.R.E. fut amenée à rappeler sa position en la matière au cours des travaux préparatoires de la loi du 10 juin 2009: "L'IRE est d'avis, et ce en accord avec les missions actuelles de même nature, que l'organe d'administration ou de direction évalue, sous sa responsabilité, l'apport autre qu'en numéraire. La responsabilité du réviseur d'entreprises consiste dans le contrôle de cette évaluation et non dans son établissement.

Il incombe donc à l'organe d'administration ou de direction de procéder à la description de l'apport et à l'évaluation de celui-ci. En pratique, cependant, l'organe d'administration ou de direction pourra déléguer cette description et ces évaluations à un tiers chargé d'y procéder en son nom.

Si ce tiers peut être un réviseur d'entreprises, il ne s'agira aucunement d'une mission réservée par la loi aux réviseurs d'entreprises et le réviseur d'entreprises acceptant cette mission ne pourra, pour des raisons évidentes d'indépendance, pas effectuer le contrôle de la description et de l'évaluation des actifs apportés" ⁶².

Toutefois, étant donné que la loi concernant les sociétés commerciales n'impose pas, contrairement au droit belge, de rapport spécifique dans le chef des fondateurs (*supra* n° 6), le réviseur pourrait en pratique être amené à agir sur mandat des fondateurs.

⁶¹ *Op. cit.*, p. 205 (souligné par l'auteur).

⁶² Voy. également la recommandation de l'I.R.E. du 12 juin 1996 relative à la "Mission du réviseur d'entreprises dans le cadre d'apports autres qu'en numéraires" (précitée), n° 3.2.

Ainsi J. Delvaux ⁶³ expose-t-il que: "Par suite du contrôle qu'il doit ainsi effectuer par rapport au rapport des fondateurs, **le réviseur assume une responsabilité de contrôle par rapport** à la description des apports, la description des méthodes d'évaluation adoptées et les conclusions même si les devoirs ont été faits par les fondateurs ou même par un tiers.

Dans la **pratique luxembourgeoise** actuelle toutefois, le rapport qui devrait être dressé par les fondateurs est dressé en fait par le réviseur d'entreprises comme mandataire des fondateurs. Le rapport du réviseur souligne toutefois que la responsabilité de la description des apports et le choix de la méthode d'évaluation appliquée pour évaluer les apports réside chez ses mandants savoir, les fondateurs. Ainsi généralement dans la pratique aucun rapport établi par les fondateurs ou par un tiers n'est annexé au rapport du réviseur aux apports".

Cette situation n'est-elle pas quelque peu inconfortable au regard de l'indépendance de l'expert (aux termes de la deuxième directive) fondant tout l'intérêt du contrôle des apports en nature?

16.3. - S'agissant des fondateurs et du conseil d'administration ou directoire, un auteur considère qu'en cas de surévaluation des apports en nature à l'occasion de la constitution de la société, les fondateurs sont solidairement responsables en vertu de l'art. 31, paragraphe (1), 1) Loi 10 août 1915, lequel dispose que les fondateurs sont solidairement responsables (malgré toute stipulation contraire) "de toute la partie du capital qui ne serait pas valablement souscrite, ainsi que de la différence éventuelle entre le capital minimal prévu par l'article 26 et le montant des souscriptions; ils en sont de plein droit réputés souscripteurs" ⁶⁴. Nous ne partageons pas cette opinion. Effectivement cette disposition est calquée sur celle de l'art. 456, 1° du Code des sociétés ⁶⁵ que la doctrine belge applique à l'apport *sans* valeur (et non pas à l'apport surévalué) ⁶⁶. Effectivement cette disposition se réfère à la *souscription*, c'est-à-dire à l'engagement des actionnaires d'apporter la valeur annoncée. Si cette souscription devait être déclarée non valable (si, par exemple, l'actionnaire concerné a été victime d'un vice du consentement ou s'avère incapable), l'apport (annulé) correspondant est donc sans valeur

⁶³ *Op. cit.*, p. 192 (souligné par l'auteur).

⁶⁴ En ce sens: J.-P. WINANDY, *op. cit.*, p. 443.

⁶⁵ Art. 456 Code des sociétés. – "Les fondateurs sont tenus solidairement envers les intéressés, malgré toute stipulation contraire :

1° de toute la partie du capital qui ne serait pas valablement souscrite en vertu de l'article 441 ainsi que de la différence éventuelle entre le capital minimum requis par l'article 439 et le montant des souscriptions; ils en sont de plein droit réputés souscripteurs;

2° de la libération effective du capital minimum visé à l'article 439, de la libération effective jusqu'à concurrence d'un quart des actions, de la libération intégrale dans un délai de cinq ans des actions correspondant en tout ou en partie à des apports en nature en vertu de l'article 448 ainsi que de la libération effective de la partie du capital dont ils sont réputés souscripteurs conformément au 1°;

3° de la réparation du préjudice, qui est une suite immédiate et directe soit de la nullité de la société prononcée par application de l'article 454, soit de l'absence ou de la fausseté des énonciations prescrites par les articles 451 et 453 dans l'acte ou le projet d'acte de société et dans les souscriptions, soit de la surévaluation manifeste des apports en nature;

4° des engagements de la société dans une proportion fixée par le juge, en cas de faillite, prononcée dans les trois ans de la constitution, si le capital social était, lors de la constitution, manifestement insuffisant pour assurer l'exercice normal de l'activité projetée pendant une période de deux ans au moins. Le plan financier prescrit par l'article 440 est dans ce cas transmis au tribunal par le notaire, à la demande du juge-commissaire ou du procureur du Roi".

⁶⁶ En ce sens: . MALHERBE, Y. DE CORDT, PH. LAMBRECHT & PH. MALHERBE, *op. cit.*, n° 747.

(et les fondateurs en seront donc solidairement responsables)⁶⁷. Or, contrairement au droit belge (voy. art. 456, 3°, *in fine* Code des sociétés, précité), le droit luxembourgeois (art. 31 Loi 10 août 1915, précité) ne comporte pas de disposition érigeant une responsabilité solidaire des fondateurs en cas de "surévaluation manifeste" des apports en nature. Certes les fondateurs surévaluant un apport en nature violent-ils la loi concernant les sociétés commerciales et, partant, engagent leur responsabilité. Mais cette responsabilité ne pourra être engagée que dans les conditions du droit commun et, par conséquent, cette responsabilité sera en principe *individuelle* et non pas solidaire (sous réserve de la démonstration d'une faute commune ou de fautes concurrentes qui pourra déboucher sur une responsabilité collective).

S'agissant du conseil d'administration ou du directoire, leur responsabilité solidaire peut être engagée en cas d'augmentation du capital mais cette responsabilité est exprimée dans les mêmes termes que ceux définissant la responsabilité des fondateurs dans le cadre de la constitution de la société. En effet l'art. 32-1, paragraphe (2) Loi 10 août 1915 dispose que: " Les membres du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, sont tenus solidairement des obligations prévues par l'article 31 à charge des fondateurs". Toutefois l'on se souviendra par ailleurs que toute violation de la loi concernant les sociétés commerciales peut être la source d'une responsabilité *solidaire* des administrateurs ou membres du directoire en vertu des art. 59, al. 2, et 60bis-10 Loi 10 août 1915. Or la sous-évaluation d'un apport en nature constitue assurément une violation de cette loi.

On relèvera en outre que l'action en responsabilité se prescrit par cinq ans, qu'il s'agisse de l'action dirigée contre le réviseur ou commissaire ou contre les fondateurs, conseil d'administration ou directoire (en vertu de l'art. 157 Loi 10 août 1915 et de l'art. 10 de la loi – précitée – du 18 décembre 2009, cette dernière disposition remplaçant l'art. 5 de la loi – abrogée – du 28 juin 1984 portant organisation de la profession de réviseur d'entreprises)⁶⁸.

17.- A propos des quasi-apports. La réglementation concernant les quasi-apports, figurant à l'art. 26-2 Loi 10 août 1915, demeure inchangée⁶⁹ mais, dans la

⁶⁷ Dans le même sens: A. STEICHEN, *op. cit.*, n°729, qui précise que "La garantie des fondateurs ne porte que sur la validité de la souscription".

⁶⁸ Voy. Cour d'appel, 15 juillet 2003, R. n°s 25282 et 25348, *B.I.J.*, 2003, p. 172.

⁶⁹ Hormis une légère retouche, introduite par la loi du 18 décembre 2009 (précitée), afin de se référer désormais au "réviseur d'entreprises agréé".

Comp., en droit belge:

Art. 447 Code des sociétés. – "(...)

§ 2. L'article 445 n'est pas d'application lorsqu'un quasi-apport est constitué :

1° de valeurs mobilières ou d'instruments du marché monétaire visés à l'article 2, 31° et 32°, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, évalués au cours moyen pondéré auquel ils ont été négociés sur un ou plusieurs marchés réglementés visés à l'article 2, 3°, 5° et 6°, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers durant les trois mois précédant la date effective de la réalisation du quasi-apport;

2° d'éléments d'actif autres que les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire visés au 1°, qui ont déjà été évalués par un réviseur d'entreprises et pour autant qu'il soit satisfait aux conditions suivantes :

a) la juste valeur est déterminée à une date qui ne peut précéder de plus de six mois la réalisation effective du quasi-apport;

b) l'évaluation a été réalisée conformément aux principes et aux normes d'évaluation généralement reconnus pour le type d'élément d'actif constituant le quasi-apport;

mesure où cette disposition se réfère à l'art. 26-1, les exceptions décrites ci-avant s'appliquent, conformément à l'art. 11, paragraphe (1), de la deuxième directive.

18. – Appréciation. La doctrine belge ne se montre guère enthousiaste à l'endroit des "simplifications introduites". Selon H. Braeckmans⁷⁰, la réglementation nouvelle constitue plutôt "un pas en arrière" et sera génératrice d'insécurité. Selon cet auteur, une "chose aussi essentielle que la création d'actions en contrepartie d'un apport en nature mérite réflexion. Cette réflexion – et la responsabilité qui lui est corrélative – repose désormais uniquement sur les épaules des fondateurs ou de l'organe d'administration et du notaire"⁷¹ (traduction). Selon M. Heene & F. Lecoutre⁷², bien que "les règles nouvelles soient destinées à introduire plus de flexibilité et à réduire les coûts administratifs, leur impact demeurera limité. En cas d'apport en nature, l'effet de l'évaluation sur la base des derniers comptes approuvés dépendra de l'évolution du *fair value accounting*. Les deux autres exceptions sont relativement marginales (...) En outre la réglementation comporte un certain nombre d'imprécisions quant à leur mise en œuvre pratique, en tout cas en ce

3° d'éléments d'actif autres que les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire visés au 1° dont la juste valeur est tirée, pour chaque élément d'actif, des comptes annuels de l'exercice financier précédent, à condition que les comptes annuels aient été contrôlés par le commissaire ou par la personne chargée du contrôle des comptes annuels et à condition que le rapport de cette personne comprenne une attestation sans réserve.

L'article 445 s'applique toutefois à la réévaluation effectuée à l'initiative et sous la responsabilité du conseil d'administration :

1° dans le cas prévu au paragraphe 2, alinéa 1er, 1°, si le prix a été affecté par des circonstances exceptionnelles pouvant modifier sensiblement la valeur de l'élément d'actif à la date effective de son quasi-apport, notamment dans les cas où le marché de ces valeurs mobilières ou de ces instruments du marché monétaire n'est plus liquide;

2° dans les cas prévus au paragraphe 2, alinéa 1er, 2° et 3°, si des circonstances nouvelles peuvent modifier sensiblement la juste valeur de l'élément d'actif à la date effective de son quasi-apport.

Faute d'une réévaluation telle que visée au paragraphe 2, alinéa 2, 2°, un ou plusieurs actionnaires détenant un pourcentage total d'au moins 5 % du capital souscrit de la société au jour de la décision de quasi-apport peuvent demander une évaluation par un réviseur d'entreprises conformément au paragraphe 1er. Cette demande peut être faite jusqu'à la date effective du quasi-apport, à condition que, à la date de la demande, le ou les actionnaires en question détiennent toujours un pourcentage total d'au moins 5 % du capital souscrit, comme c'était le cas au jour où la décision de quasi-apport a été prise.

Les frais de cette réévaluation sont à charge de la société.

§ 3. Dans les cas visés au paragraphe 2 où le quasi-apport a lieu sans application du paragraphe 1er du présent article, une déclaration est

déposée conformément à l'article 75 dans le délai d'un mois suivant la date effective du quasi-apport de l'élément d'actif. Cette déclaration contient les éléments suivants :

1° une description du quasi-apport concerné;

2° le nom du propriétaire du bien que la société se propose d'acquérir;

3° la valeur de ce quasi-apport, l'origine de cette évaluation et, le cas échéant, le mode d'évaluation;

4° une attestation précisant la rémunération effectivement attribuée en contrepartie de l'acquisition;

5° une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle susceptible d'influencer l'évaluation initiale n'est survenue".

⁷⁰ *Op. cit.*, n° 26.

⁷¹ Un autre auteur (M. WESTRADE, "L'apport en nature: quelques observations relatives à son déroulement pratique", *Cah. Jur.*, 2009, pp. 100 et suiv. et spéc. p. 102) a d'ailleurs fait observer que les fondateurs/conseil d'administration préféreront, "en certaines circonstances, continuer à s'appuyer sur un rapport spécial et un rapport de contrôle afin de ne pas porter seuls la responsabilité de l'évaluation de l'apport".

⁷² M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 29.

qui concerne la relation entre le conseil d'administration et les actionnaires minoritaires" (traduction).

II. – L'acquisition d'actions propres (art. 19-22 de la deuxième Directive et art. 49-2 à 49-5 de la Loi 10 du août 1915)

19. – La problématique du rachat d'actions propres. Ainsi que le soulignent H. Culot et P.-Y. Thoumsin, "L'acquisition de titres propres a un impact direct sur le capital. D'une part, elle en donne une image faussée, dans la mesure où, financièrement mais pas juridiquement, il s'agit d'une réduction de capital par remboursement aux actionnaires. D'autre part, l'opération réduit le gage des créanciers, et porte donc atteinte à l'intégrité du capital, car les biens acquis ne pourront pas servir à les désintéresser: en cas de concours, la valeur des actions propres est nulle. Pouvant être conduite dans l'intérêt de certains actionnaires et potentiellement au détriment des créanciers et des actionnaires minoritaires, l'opération fait l'objet d'une réglementation consistant essentiellement en l'exigence d'une habilitation limitée donnée par l'assemblée générale au conseil d'administration"⁷³. Par ailleurs il a été rappelé qu'une telle opération peut générer un autocontrôle de la société dans la mesure du pourcentage d'actions propres acquises⁷⁴.

Par conséquent la deuxième directive (art. 19-22), par l'une de ses réglementations sans doute les plus techniques en droit des sociétés, a fixé une série de conditions (art. 19) qui, avant sa simplification, pouvaient être schématiquement résumées comme suit:

- l'opération est soumise à une autorisation de l'assemblée générale qui en fixe une série de modalités destinées à encadrer les acquisitions effectuées par le conseil d'administration sur la base de cette autorisation (dont les prix minimal et maximal). La durée de cette autorisation est limitée à 18 mois;
- le pourcentage maximal des actions pouvant être acquises par la société est fixé à 10%;
- l'opération ne pouvait être financée que par des sommes distribuables;
- les actions acquises doivent être entièrement libérées;
- le principe du traitement égal des actionnaires doit être respecté.

La directive prévoit en outre des exceptions générales (la réglementation n'est pas du tout applicable) dans des cas particuliers (actions acquises à la suite d'une décision de réduction du capital ou à la suite d'une transmission universelle du patrimoine, d'une vente forcée etc.; voy. art. 20 de la directive) et deux exceptions (art. 19, paragraphe (2) et (3)) au principe de l'autorisation préalable de l'assemblée générale: soit lorsque la société encourt un "dommage grave et imminent" (par exemple lorsque la société – cotée – subit une offensive spéculative qu'il s'agit de contrer par l'achat d'actions en bourse) soit lorsque les actions acquises sont destinées à être redistribuées au personnel de la société ou au personnel d'une société liée à celle-ci.

Enfin la directive prévoit une série de règles applicables au cours de la période de détention de ses actions par la société: dont la suspension du droit de vote de ces actions et la constitution d'une réserve indisponible correspondant au montant auquel ces actions sont comptabilisées à l'actif du bilan (voy. art. 22 de la directive).

⁷³ *Op. cit.*, n° 23.

⁷⁴ M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 16.

Ces règles furent transposées au Luxembourg aux articles 49-2 à 49-5 Loi 10 août 1915 et, en Belgique, aux actuels articles 620 à 628 Code des sociétés. A noter que si la directive, dans sa version initiale, ouvrait peu d'options aux Etats membres, le droit luxembourgeois était déjà plus libéral que le droit belge car aucune majorité qualifiée et aucun quorum de présence ne sont imposés par l'art. 49-2 pour la décision à prendre par l'assemblée générale alors que l'art. 620 (§ 1^{er}, 1^o) Code des sociétés exige une décision prise à la majorité des 4/5 et un quorum de présence (soit les conditions requises en droit belge pour la modification de l'objet social).

L'utilité de la technique d'acquisition d'actions propres fut toutefois soulignée et le caractère extrêmement strict de la réglementation européenne fut souligné.

Selon M. Heene & F. Lecoutre ⁷⁵, la technique du rachat d'actions propres est de plus en plus utilisée dans le cadre des sociétés cotées, en vue de faire face à leurs obligations de livraison de titres ou afin de soutenir le cours de leurs actions. En outre elle constitue un moyen fiscalement attractif de faire migrer les liquidités excédentaires de la société vers ses actionnaires.

Selon F. Parrein ⁷⁶, la limite des 10% et le caractère très limité dans le temps de l'autorisation de l'assemblée générale étaient perçus comme beaucoup trop restrictifs et la pratique avait développé des techniques de contournement de la réglementation comme celle du "rachat en cascade" par laquelle des paquets successifs de 10% étaient rachetés, les actions acquises étant détruites avant l'achat d'un nouveau paquet ⁷⁷.

20. – Les simplifications introduites dans la deuxième directive concernant le rachat d'actions propres. Celles-ci figurent pour l'essentiel à l'art. 19 de la directive. D'une part le délai maximal d'autorisation de recours à l'acquisition d'actions propres octroyée par l'assemblée générale a été porté de 18 mois à cinq ans. D'autre part la limite des 10% d'acquisition d'actions propres est désormais rendue optionnelle pour les Etats membres (voy. art. 19, paragraphe (1), alinéa 1^{er}, a) et alinéa 2, i)).

21. – Transposition en droit luxembourgeois. Fidèle à sa tradition libérale, le législateur luxembourgeois a entendu profiter au maximum des simplifications introduites: le délai maximal de cinq ans pour l'autorisation conférée par l'assemblée générale est désormais formulé à l'art. 49-2, paragraphe (1), 1^o) et la limite des 10% d'acquisition d'actions propres est désormais purement et simplement supprimée.

A cet égard le gouvernement luxembourgeois a précisé (Commentaire des articles, projet 5829, p. 15) que: "A l'origine, la 2^{ème} directive limitait l'autorisation donnée par l'assemblée pour l'acquisition par la société de ses propres actions à 18 mois. La directive 2006/68 a maintenant porté cette durée à 5 ans.

Par ailleurs, la limite de 10% du capital souscrit pour ces acquisitions n'est plus imposée obligatoirement, la directive laissant aux Etats Membres le choix de maintenir cette limite (cf. le point i) de l'alinéa 2 de l'article 19 paragraphe 1 comme modifié) ou non.

La nécessité de maintenir une telle limite ne paraissant pas nécessaire, le présent projet de loi a pris pour option de ne pas maintenir cette exigence en droit luxembourgeois ni d'introduire les autres exigences énoncées aux points ii) à v) de l'alinéa 2 de l'article 19 paragraphe 1. L'article

⁷⁵ *Op. cit.*, n° 18.

⁷⁶ *Op. cit.*, n° 6.

⁷⁷ Sur ce point l'auteur se réfère notamment à l'étude suivante: V. SIMONART, "Une société anonyme belge peut-elle acquérir plus de 10% de ses propres actions en vue de leur annulation immédiate", in *Mélanges offerts à Pierre van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, n° 18.

49-2 de la loi de 1915 ne reprend donc en substance que les dispositions de l'alinéa 1 de l'article 19 paragraphe 1"

Le législateur luxembourgeois s'est donc engagé plus loin dans la voie du libéralisme que la Belgique car si le législateur belge a également porté le délai précité de 18 mois à cinq ans, il n'a pas supprimé le pourcentage maximal pour ces acquisitions, se contentant de le porter de 10 à 20% (voy. l'art. 620, § 1^{er}, al. 1^{er}, 2^o et al. 4 Code des sociétés). Les commentateurs belges ont par ailleurs regretté que la réglementation relative aux participations croisées (figurant aux art. 631-632 Code des sociétés) n'ait pas été retouchée à cette occasion⁷⁸. En effet celle-ci retient toujours un pourcentage maximal de 10% pour les participations croisées, ce qui peut affecter le pourcentage d'actions propres qu'une société est habilitée à détenir.

Selon M. Heene & F. Lecoutre⁷⁹ (traduction): "Il doit en outre être observé que la réglementation concernant les participations croisées demeure inchangée: les filiales contrôlées directement ou indirectement ne peuvent détenir ensemble des actions ou parts financières (ou des certificats s'y rapportant) de leur société mère représentant plus de 10% des voix attachées à l'ensemble des titres émis par cette société mère (art. 631 Code des sociétés). Pour le calcul de ce seuil de 10%, les actions propres acquises par la société mère doivent être prises en considération.

En vertu des règles nouvelles une société mère est autorisée à acquérir 20% de ses propres actions. Néanmoins une telle acquisition au-dessus des 10% constitue une violation de la réglementation relative aux participations croisées lorsque les filiales détiennent une participation croisée dans la société mère".

Le Luxembourg n'a pas ce problème dans la mesure où la loi concernant les sociétés commerciales ne formule aucune réglementation relative aux participations croisées. **Toutefois il y a lieu de relever que la limite des 10% de détention d'actions propres subsiste en certaines hypothèses. Celles-ci sont rassemblées à l'art. 49-3 Loi 10 août 1915.** Cet article énonce, en application de l'art. 20 de la deuxième directive, une série de cas particuliers d'acquisitions d'actions propres échappant à l'application de l'art. 49-2. Ces hypothèses ont en commun d'aboutir à une détention d'actions propres alors que celle-ci apparaît comme l'incident d'une autre opération poursuivie à titre principal, telles que, par exemple, celles où des actions propres sont acquises à la suite d'une transmission de patrimoine à titre universel – telle que la fusion ou la scission – ou celles acquises à l'occasion d'une vente forcée en vue de recouvrer une créance de la société sur le propriétaire de ces actions ou parts. Dans ces cas la société est autorisée à détenir plus de 10% de ses propres actions à condition que celles-ci soient cédées dans un délai de trois ans à moins que le pourcentage d'actions détenues ne dépasse pas 10% du capital souscrit (art. 49-3, paragraphe (2), Loi 10 août 1915). Dans l'esprit de la deuxième directive avant simplification ces hypothèses justifiaient un assouplissement de la réglementation puisque la société était temporairement habilitée à détenir plus de 10% de ses actions. Mais depuis que la limite des 10% est devenue optionnelle et que le Luxembourg a décidé de supprimer cette limite, l'art. 49-3 (demeuré inchangé) acquiert une dimension nettement plus restrictive et, qui plus est, incompréhensible car l'on n'aperçoit pas pourquoi ces hypothèses devraient être traitées plus sévèrement que celles

⁷⁸ Voy. Rapport au Roi (*op. cit.*, p. 57485): "En ce qui concerne le relèvement du plafond de 10 à 20 %, le Conseil d'Etat s'est demandé s'il n'y avait pas lieu de procéder à la même adaptation dans l'article 631 du Code des sociétés relatif aux participations croisées. Dans la mesure où le présent arrêté a pour objet de transposer la directive 2006/68/CE, le Gouvernement n'estime pas opportun de modifier l'article précité".

⁷⁹ *Op. cit.*, n° 20.

où la société a clairement poursuivi, à titre principal, une finalité de rachat de ses titres propres⁸⁰. Néanmoins l'on aurait tort de lancer la pierre au législateur luxembourgeois sur ce point car l'art. 20, paragraphe (2) de la deuxième directive dont procède cette réglementation n'a pas été modifié par la directive 2006/68/CE (précitée). Par conséquent l'inadvertance, s'il en est, est plutôt dans le camp du législateur communautaire.

On remarquera par ailleurs que, alors que la réglementation antérieure ne se référait pas explicitement au principe de traitement égal des actionnaires, l'art. 49-2, paragraphe (1) *in limine* dispose désormais que la réglementation s'applique "Sans préjudice du principe de l'égalité de traitement de tous les actionnaires se trouvant dans la même situation et de la loi relative aux abus de marché". La loi à laquelle il est fait renvoyé – à savoir plus précisément la loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché⁸¹ - transpose la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)⁸² à laquelle se réfère l'art. 19 *in limine* de la deuxième directive. Remarquons que le texte belge (art. 620, § 1^{er}, al. 1^{er}, 5^o, Code des sociétés) énonce que ce principe d'égalité de traitement s'applique "sauf pour les acquisitions qui ont été décidées à l'unanimité par une assemblée générale à laquelle tous les actionnaires étaient présents ou représentés". Même si le texte luxembourgeois est muet à cet égard, il nous semble raisonnable d'admettre que, au Luxembourg également, les actionnaires puissent renoncer⁸³ à l'unanimité à la protection que leur confère le principe d'égalité de traitement⁸⁴. Il nous semble que, dans ce cas, il faudra particulièrement veiller à l'information procurée aux actionnaires à cette occasion afin que cette renonciation puisse s'opérer en connaissance de cause.

En outre notons qu'en raison de l'abolition du pourcentage maximal d'acquisitions antérieurement fixé à 10%, l'art. 49bis Loi 10 août 1915 (assimilant à une acquisition d'actions propres l'achat d'actions par une filiale dans sa société-mère pour le calcul du pourcentage auparavant fixé) perd une bonne partie de sa raison d'être (sauf pour les quelques cas où ce pourcentage demeure d'application en vertu de l'art. 49-3 Loi 10 août 1915, voy. *supra*).

Enfin relevons que le projet 5730 (précité, art. II, 90), introduisant des art. 190bis à 190quinquies Loi 10 août 1915) prévoit l'introduction d'une réglementation pour le rachat

⁸⁰ Le législateur belge a pour sa part aperçu ce problème: voy. l'art. 622, § 2, al. 2, 4^o Code des sociétés où le pourcentage a été porté de 10 à 20%.

⁸¹ *Mém.* A-83 du 16 mai 2006, p. 1469; doc. parl. n^o 5415.

⁸² *J.O.C.E.*, n^o L 96 du 12 avril 2003, p. 16.

⁸³ Voy. également *supra* n^o 5.1, pour une problématique voisine dans le cadre de l'évaluation des apports en nature.

⁸⁴ Le projet 5730 comprend d'ailleurs une disposition expresse en ce sens (art. II, 26) en tant qu'il propose l'introduction de la disposition suivante à l'art. 49-2, paragraphe (1): "5^o l'offre d'acquisition doit être faite aux mêmes conditions à tous les actionnaires **sauf pour les acquisitions qui ont été décidées à l'unanimité par une assemblée générale à laquelle tous les actionnaires étaient présents ou représentés**; de même, les sociétés cotées peuvent acheter leurs propres actions en bourse, sans qu'une offre d'acquisition doive être faite aux actionnaires" (souligné par nous).

de parts propres dans une SARL, celle-ci étant plus souple que celle désormais en vigueur dans la SA à la suite de la transposition de la deuxième directive simplifiée ⁸⁵.

III. – L'aide financière procurée par la SA en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers (art. 23 et 23bis de la deuxième directive et art. 49-6 à 49-6bis de la Loi du 10 août 1915)

22. – La problématique de l'aide financière et la critique de la réglementation introduite à la suite de la deuxième directive. Sur l'interdiction de diverses techniques de financement (avances, prêts et sûretés) par la société de l'acquisition de ses propres actions par un tiers, telle qu'originellement formulée à l'art. 23, paragraphe (1) de la deuxième directive et transposée au Luxembourg à l'art. 49-6, paragraphe (1), Loi 10 août 1915, "Les textes (et les auteurs)", écrit J.-P. Winandy ⁸⁶, "ne sont pas très bavards sur la ratio de cette disposition et on ne peut que spéculer quelles pourraient objectivement être les raisons de cette interdiction de l'aide financière. On peut penser que les prêts accordés pour financer les achats d'actions propres peuvent avoir les mêmes effets que les rachats d'actions proprement dits: en effet la valeur de la créance est étroitement liée à la valeur des titres de la société de sorte que si, pour une raison ou une autre, la valeur des titres de la société 'prend un coup', il y aura un contrecoup (potentiellement fatal) sous forme de perte de valeur d'un actif, ce qui est susceptible d'aggraver les difficultés de la société; un **cercle vicieux** pourrait ainsi être déclenché. Cette conséquence est ainsi évitée par la réglementation légale visée. Les sociétés ne pourraient obtenir le remboursement de leurs prêts au moment où elles en auraient le plus besoin. Dans la réalité un prêt fait par la société sur ses actions serait un prêt dans lequel le prêteur serait son propre garant" ⁸⁷. Cette vision est confirmée en Belgique par Ph. Mulliez & J. Pattyn ⁸⁸, qui soulignent que la prohibition de l'aide financière s'explique par la finalité de maintien du capital poursuivie par la deuxième directive: il s'agit d'empêcher que le risque d'insolvabilité de l'acquéreur ne soit reporté sur la société cible et ses créanciers.

Néanmoins cette interdiction de principe de l'aide financière eût tût fait de susciter la critique tant des praticiens que de la doctrine. Ainsi cette réglementation trop stricte et dont l'application donnait lieu à de nombreuses incertitudes constituait-elle un obstacle à

⁸⁵ Voy. notamment l'art. 190bis proposé:

"Art. 190bis. – (1) La société ne peut acquérir ses propres parts, soit par elle-même, soit par une personne agissant en son propre nom mais pour le compte de cette société qu'aux conditions suivantes:

1° l'acquisition des parts ne peut avoir lieu que dans la mesure où les sommes affectées à cette acquisition ne portent pas atteinte aux capitaux propres indisponibles;

2° l'offre d'acquisition des parts doit être faite aux mêmes conditions à tous les associés sauf si l'acquisition a été décidée à l'unanimité par les associés et aux conditions arrêtées à l'unanimité par eux.

(2) Les parts acquises en violation du paragraphe (1) doivent être annulées. L'organe de gestion fait mention expresse de la nullité dans le registre des parts. Il pourra être procédé à une réduction du capital souscrit d'un montant correspondant".

⁸⁶ *Op. cit.*, p. 482 (souligné par l'auteur).

⁸⁷ Voy. également A. STEICHEN, *op. cit.*, n°763: "Le législateur vise donc à empêcher que la société n'aide financièrement des tiers en vue de l'acquisition de ses actions, ou qu'elle ne se mette en situation de devoir supporter à terme le poids de telles acquisitions (garanties)".

⁸⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, "De versoepeling van het verbod op financiële bijstand: een stap in de goede richting?", *R.D.C.*, 2010, pp. 318 et suiv. et spéc. n° 3.

la conduite de nombreuses opérations de reprises de sociétés lorsque le repreneur manquait de moyens financiers en vue de la réaliser et souhaitait l'effectuer via un *leveraged buy-out* ⁸⁹. Selon J.-P. Winandy, à supposer même que l'objection formulée ci-dessus soit correcte, "ceci ne serait jamais plus grave que si la société accordait des crédits non garantis. Or, ceci n'est pas interdit, en principe" ⁹⁰. Il poursuit ⁹¹: "Il y a lieu d'insister sur le fait que le rachat (direct) des actions par une société d'une part et les opérations d'aide financière d'autre part ne sont guère comparables. Dans le second cas les actions sont acquises par quelqu'un d'autre qu'il s'agisse d'une société (ou une personne) apparentée ou d'un tiers. Si l'on veut assimiler l'opération à une opération de rachat d'actions, alors on considère nécessairement que cet acheteur est un simple '*nominee*' (un '*homme de paille*') agissant pour la société émettrice des titres. Ce scénario peut bien entendu se produire mais sera exceptionnel et en général il n'en sera rien. A supposer même que cette situation se présente effectivement, il est vrai que l'on se trouverait dans une hypothèse de rachat de ses propres actions par une société: pourquoi alors ne pas appliquer les règles adaptées à ce cas de figure? Ceci voudrait dire qu'il serait possible de racheter les titres mais dans les limites prévues" [pour l'acquisition d'actions propres, *ndlr*]. "Le principe du maintien du capital social nominal serait sauvegardé. La règle de l'interdiction de l'aide financière est incohérente pour la raison qu'elle considère que ces opérations sont des opérations de rachat d'actions (ce qui en fait n'est qu'exceptionnellement le cas) mais tout en les interdisant alors que les rachats d'actions sont en réalité autorisés. Pour le moins, la règle manque au **principe de proportionnalité**" ⁹².

23. – La réforme apportée sur ce thème par la deuxième directive simplifiée: d'une interdiction de principe à une autorisation sous conditions. Selon les conclusions du Groupe de Haut Niveau d'experts en droit des sociétés ⁹³, "L'aide financière devrait être autorisée dans la limite des réserves distribuables. Une résolution des actionnaires en ce sens devrait en principe être requise. L'assemblée générale des actionnaires devrait pouvoir autoriser le conseil d'administration, pour une période maximum (par exemple cinq ans), à décider d'attribuer une aide financière de la société dans les limites des réserves distribuables. Si une telle facilité est autorisée, elle doit s'accompagner d'une obligation d'information". La directive 2006/68/CE tient compte de ces recommandations et reformule l'art. 23, paragraphe (1), pour aboutir à que les Etats membres puissent désormais autoriser le recours à l'aide financière sous réserve du respect des conditions suivantes:

⁸⁹ F. PARREIN, *op. cit.*, n° 7.

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ *Op. cit.*, pp. 484-485 (souligné par l'auteur).

⁹² Pour des considérations similaires, voy. F. PARREIN (*op. cit.*, n° 7), lequel estime, avec un autre auteur (R. TAS), que les règles en matière d'aide financière devraient pouvoir être mises de côté par l'assemblée générale à condition que les règles présidant à l'acquisition d'actions propres soient respectées.

⁹³ Rapport du Groupe de Haut Niveau d'experts en droit des sociétés, "Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés", Bruxelles, 4 novembre 2002 (disponible sous ce lien: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_fr.pdf), p. 18. Pour rappel, la Commission européenne s'est inspirée des conclusions des travaux de ce groupe pour formuler la proposition qui aboutira à la deuxième directive simplifiée.

- la décision d'accorder une aide financière est prise par l'organe d'administration ou de direction, mais moyennant un "accord préalable de l'assemblée générale" statuant à la majorité qualifiée prévue à l'art. 40 de la directive (majorité qui ne peut être inférieure à celle des deux tiers). "L'organe d'administration ou de direction remet à l'assemblée générale un rapport écrit indiquant les motifs de l'opération, l'intérêt qu'elle présente pour la société, les conditions auxquelles elle s'effectue, les risques qu'elle comporte pour la liquidité et la solvabilité de la société, et le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions". Ce rapport est publié;

- l'opération est menée "sous la responsabilité" de l'organe d'administration ou de direction "à de justes conditions de marché, notamment au regard des intérêts perçus par la société et des sûretés qui lui sont données en contrepartie des prêts et avances visés au premier alinéa. La situation financière du tiers ou, dans le cas d'opérations faisant intervenir plusieurs parties, de chaque partie concernée doit avoir été dûment examinée";

- les sommes affectées à l'opération doivent être distribuables "compte tenu également de toute réduction de l'actif net que pourrait avoir entraînée l'acquisition, par la société ou pour le compte de celle-ci, de ses propres actions". La société doit en outre inscrire au passif de son bilan une réserve indisponible correspondant au montant de l'aide financière accordée;

- Lorsqu'un tiers bénéficiant de l'aide financière d'une société acquiert des actions propres à cette société au sens de l'article 19, paragraphe 1, de la directive ou souscrit des actions émises dans le cadre d'une augmentation du capital souscrit, cette acquisition ou cette souscription est effectuée à un juste prix.

Par ailleurs les exceptions antérieurement prévues par la deuxième directive, à savoir désormais les cas où la procédure prédécrite pour l'octroi de l'aide financière ne devra pas être appliquée, sont maintenues (voy. art. 23, paragraphes (2) et (3) de la deuxième directive). Il s'agit:

- des "transactions faites dans le cadre des opérations courantes des banques et d'autres établissements financiers et des opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions par ou pour le personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci" à la condition que, dans ces deux cas, l'aide financière accordée corresponde à des sommes distribuables;

- les opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions de société d'investissement à capital fixe et acquises à la demande des investisseurs par cette société ou par une personne agissant en son propre nom mais pour compte de cette société.

Enfin l'art. 23bis de la deuxième directive prévoit que "les États membres veillent, par des garanties adéquates, à ce que cette opération ne soit pas contraire aux intérêts de la société" lorsqu'un membre de l'organe d'administration ou de direction de la société concernée ou d'une société mère ou encore la société mère elle-même ou encore des particuliers agissant en leur propre nom mais pour le compte de ces membres ou de cette société mère sont parties à l'opération.

24. - Les conditions de réalisation de l'aide financière. Même si l'on est passé d'une interdiction à une autorisation sous conditions, la formulation du champ d'application de la règle a conservé les mêmes termes, à savoir qu'elle vise les hypothèses où la société se trouve en situation "**d'avancer des fonds, accorder des prêts ou donner**

des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers" ⁹⁴ (art. 49-6, paragraphe (1), la loi du 10 juin 2009 y ajoutant "**directement ou indirectement**", conformément aux termes de l'art. 23, paragraphe (1), al. 1^{er} de la deuxième directive.

Par conséquent l'analyse antérieurement faite de ces termes continue à s'appliquer en vue de déterminer les hypothèses auxquelles s'applique la réglementation en matière d'aide financière et par suite, les opérations qui y échappent (et ne sont donc pas spécialement réglementées). La doctrine, tant au Luxembourg ⁹⁵ qu'en Belgique ⁹⁶, fait observer à cet égard que les règles sont d'interprétation stricte (ou restrictive) en raison de la sanction pénale (figurant au Luxembourg à l'art. 168, second tiret, Loi 10 août 1915, voy. *infra* n° 27) s'y attachant ⁹⁷. Par conséquent les règles concernées ne peuvent être étendues à des hypothèses non expressément visées par la loi.

24.1. – "avancer des fonds, accorder des prêts". La majorité de la doctrine belge estime que cette formulation "vise toute forme de financement par lequel la société met de l'argent à disposition sous la forme d'une somme qui devra être ultérieurement être remboursée, et que, par conséquent," [l'art. 629] "ne s'applique pas aux sommes qui ne sont pas octroyées par la société sous la forme d'avance ou de prêt mais qui sont transférées en propriété (en d'autres termes: sans obligation de remboursement" (traduction) ⁹⁸.

Par ailleurs le texte légal semble reposer sur le postulat que lorsque la société cible octroie un prêt au repreneur, elle en percevra un intérêt. On peut en inférer que l'aide financière accordée sous la forme d'un prêt sans intérêt n'est pas autorisée. En outre un tel prêt ne pourrait être considéré comme un prêt consenti à de justes conditions de marché ⁹⁹ ¹⁰⁰. Voy. *infra* n° 26.2.

24.2. – "donner des sûretés". En Belgique, la notion d'octroi de sûretés "fait l'objet d'une controverse. Que les sûretés classiques (telles que l'hypothèque, la caution ou le gage) soient visées ne fait l'objet d'aucune discussion mais la question se pose de savoir si les formes de sûretés issues de la pratique y sont visées. A envisager sont, par exemple, les déclarations de patronage, '*letters of confort*', '*negative pledges*', les exigences en matière de solvabilité/liquidité et rentabilité etc." (traduction) ¹⁰¹. Avec Ph. Mulliez & J. Pattyn ¹⁰², nous estimons qu'il s'agit de se poser la question de savoir si ces engagements divers peuvent bel et bien être qualifiés de "sûretés" qui peuvent aboutir à des obligations financières pour la société ou à une réduction de ses actifs" (traduction)

⁹⁴ Ce membre de phrase se retrouve à l'identique dans les versions de l'art. 49-6, paragraphe (1) antérieure et résultant de la loi du 10 juin 2009.

⁹⁵ J.-P. WINANDY, *op. cit.*, p. 484; A. STEICHEN, *op. cit.*, n° 763.

⁹⁶ Voy. la doctrine citée par PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 11. En outre voy. H. BRAECKMANS, *op. cit.*, n° 22.

⁹⁷ En ce sens: Comm. Tongres, 5 décembre 2001, *R.W.*, 2002-03, p. 1394.

⁹⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 12.

⁹⁹ En droit luxembourgeois, voy. l'art. 49-6, paragraphe (1), a) Loi 10 août 1915.

¹⁰⁰ En ce sens: J. RICHELLE & E. JANSSENS, "Financiële bijstand: van principiële verbod tot voorwaardelijke toelating", *D.B.F.*, 2009, pp. 115 et suiv. et spéc. n° 2.4.2.

¹⁰¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 13.

¹⁰² *Ibid.*

¹⁰³. Si tel est bien le cas, ces engagements relèvent bien de l'application de l'art. 49-6, paragraphe (1) Loi 10 août 1915 ¹⁰⁴.

24.3. – C'est la société dont les actions sont acquises qui octroie l'aide financière. Voy. *infra* n° 25.

24.4. – "en vue de". Selon A. Steichen ¹⁰⁵, ce qui est visé ici est moins une condition tenant à la chronologie des opérations (seraient concernées les opérations précédant l'acquisition des actions mais non la situation inverse) mais plutôt la finalité du financement: si l'intention des parties était d'utiliser celui-ci pour l'acquisition des actions, ce financement entre bien dans le champ d'application de la réglementation relative à l'aide financière ¹⁰⁶. Voy. *infra* n° 25.

24.5. – "l'acquisition de ses actions". Contrairement au droit belge (voy. art. 629, § 1^{er} Code des sociétés), les parts bénéficiaires ne sont pas visées. Par ailleurs même si le texte liminaire de l'art. 49-6, paragraphe (1), ne vise que l'acquisition d'actions (déjà existantes) et non pas la souscription d'actions dans le cadre d'une augmentation de capital, la doctrine belge estime que la réglementation est bel et bien applicable dans ce dernier cas, opinion par ailleurs confortée à la lecture de l'art. 49-6, paragraphe (1), d), Loi 10 août 1915 qui vise expressément la souscription dans le cadre d'une augmentation de capital ¹⁰⁷. Voy. en outre *infra* n° 25.

25. – Les opérations non concernées par la réglementation en matière d'aide financière. A la suite de la délimitation du champ d'application (*supra* n° 24) des règles s'appliquant à l'aide financière, les opérations suivantes n'y sont pas visées:
- ne sont pas considérées comme des "avances" ou des "prêts" (voy. *supra* n° 24.1): le financement réalisé par l'octroi de (super)dividendes, la réduction du capital, l'amortissement du capital, le rachat d'actions propres, l'octroi de rémunérations pour

¹⁰³ Voy. Gand (1^{re} ch.) 10 janvier 2008, *J.D.S.C.*, 2009, 253, note G. De Pierpont; *T.R.V.*, 2008, liv. 4, 307, note S. BOGAERTS:

L'art. 629, par. 1 C.soc. dispose qu'une SA ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par des tiers. Aucune hypothèque ne peut être accordée sur l'immeuble, propriété de la société cible, en guise de sûreté du financement de l'achat des actions de la société cible. Cela constitue une infraction à l'interdiction posée à l'art. 629 C.soc.

La mise en gage des actions de la société cible afin de constituer une sûreté pour l'emprunt contracté pour l'acquisition des actions de la société cible est cependant autorisée: ces actions ne constituent pas des actifs auxquels s'applique l'interdiction posée à l'art. 629 C.soc.

¹⁰⁴ En ce sens, voy. A. STEICHEN, *op. cit.*, n° 763: "Sont visées (...) toutes les sortes de sûretés imaginables (hypothèques, nantissement, fiducie-sûreté, garanties à première demande, lettres d'intention, etc.) accordées aux associés existants comme à ceux qui entendent le devenir (le 'tiers' de l'art. 49-6 LSC vise le tiers par rapport à la société et inclut de ce fait le cercle des actionnaires même existants) ainsi que les dirigeants de la société".

¹⁰⁵ *Op. cit.*, n° 763.

¹⁰⁶ Dans le même sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 15 et la doctrine citée; H. BRAECKMANS, *op. cit.*, n° 22. *Contra*: J.-P. WINANDY, *op. cit.*, p. 482, qui défend un point de vue strictement chronologique, lequel apparaît toutefois très minoritaire.

¹⁰⁷ Voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 17 et la doctrine visée (l'art. 629, § 1^{er}, 5°, Code des sociétés équivalant à l'art. 49-6, paragraphe (1), d) Loi 10 août 1915).

services prestés (par exemple les émoluments perçus en qualité de *manager*, contrat de louage de services) ¹⁰⁸;

- étant donné que c'est la société dont les actions sont acquises qui octroie l'aide financière (*supra* n° 24.3), il est admis que ne sont pas visées les constructions par lesquelles une société liée à la société cible (par exemple une filiale directe de la société mère) octroie l'aide financière. Une autre possibilité réside dans la filialisation de certains actifs de la société cible avant une reprise de ceux-ci: cette opération échappe à la réglementation applicable en matière d'aide financière. Ces constructions devront toutefois passer divers tests: intérêt social (voy. *infra* n°s 26.2 et 26.4), conformité à l'objet social, simulation, prête-nom, dol, fraude à la loi etc. En outre il y a lieu de faire observer que le texte de l'art. 49-6, paragraphe (1) vise désormais – contrairement à la rédaction antérieure de cette disposition - les procédés par lesquels la société "directement ou indirectement" finance l'acquisition d'actions par un tiers ¹⁰⁹;

- vu que le financement doit avoir été accordé "en vue de" l'acquisition (*supra* n° 24.4), la cession intervenant entre l'acquéreur et le vendeur des actions d'une dette préexistante existant à charge du vendeur à l'égard de la société n'est pas concernée par les dispositions en matière d'aide financière ¹¹⁰;

- la réglementation ne visant que l'acquisition d'actions, ne sont visées ni les acquisitions de parts bénéficiaires (*supra* n° 24.5) ni les acquisitions d'options, droits de souscription, obligations convertibles ou assorties de droits de souscription ¹¹¹. Toutefois, spécialement au regard du critère formulé *supra* n° 24.4 ("en vue de"), si la société prête son concours à l'acquisition de tels titres, sachant que les droits afférents à ces titres seront convertis en actions immédiatement après leur acquisition, l'opération encourt le risque d'être considérée comme relevant de l'application de l'art. 49-6, paragraphe (1), Loi 10 août 1915 ¹¹²;

- la question de savoir si la fusion post-acquisition intervenant entre l'acquéreur des actions et la société cible ressort ou pas du champ de l'application de la réglementation en matière d'aide financière est controversée en droit belge. Selon certains, une telle fusion pourrait entrer dans ce champ d'application lorsque la fusion intervient immédiatement après l'acquisition et dans un but de financement de l'acquisition alors que tel ne serait pas le cas lorsque la fusion intervient après écoulement d'un certain temps et sur la base d'autres motifs économiques ¹¹³.

26. - La procédure à suivre en cas de recours à l'aide financière visée à l'art. 49-6, paragraphe (1) Loi 10 août 1915. Nous passons en revue les diverses étapes de la

¹⁰⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 12. Voy. également M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 28.

¹⁰⁹ En ce sens, en droit belge: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 14.

A cet égard la remarque de J.-P. WINANDY (*op. cit.*, p. 483) selon laquelle les prêts faits indirectement à l'acheteur (la société prêterait de l'argent à un tiers qui lui-même financerait l'acquisition) seraient admissible n'est donc **plus** d'application.

¹¹⁰ En ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 19. Toutefois si cette dette a été créée en vue du financement ultérieur, l'opération réintégrera le champ d'application de la réglementation (voy. Bruxelles, 4 septembre 2007, *T.R.V.*, 2008, p. 304).

¹¹¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 17.

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ Voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 19.

procédure en cas d'aide financière relevant du champ d'application (*supra* n°s 24-25) de la réglementation nouvelle.

26.1. – L'opération a lieu "sous la responsabilité du conseil d'administration ou le directoire" (art. 49-6, paragraphe (1), a) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 2, de la deuxième directive). Il importe d'insister sur cet élément de la procédure car, par ailleurs, l'opération est soumise à l'accord préalable de l'assemblée générale (*infra* n° 26.6). Cette règle déroge donc au droit commun en vertu duquel l'approbation d'une opération par l'assemblée générale vaut décharge de responsabilité pour le conseil d'administration ou le directoire pour l'opération concernée^{114 115}. Dès lors l'accord préalable de l'assemblée générale ne constitue qu'une condition suspensive de l'aide financière qui est accordée par et sous la responsabilité du conseil d'administration¹¹⁶ ou du directoire. Par conséquent, étant donné qu'en pratique l'initiative émane, en de nombreux cas, non pas du conseil d'administration mais d'actionnaires impliqués dans la transaction, il est conseillé de faire accorder l'aide financière *après* la reprise de la société (qui aura été momentanément financée par exemple par un établissement bancaire sous la forme d'un crédit-pont). Les administrateurs/membres du directoire assumant la responsabilité visée seront ainsi issus de la nouvelle majorité issue de la reprise de la société, ce qui permet de décharger les administrateurs/membres du directoire précédents qui, dans la plupart des cas, étaient issus des rangs des actionnaires vendeurs des actions¹¹⁷.

Sur la responsabilité des administrateurs/membres du directoire, voy. en outre *infra* n° 27.

26.2. – L'opération a lieu "à de justes conditions de marché, notamment au regard des intérêts perçus par la société et des sûretés qui lui sont données en contrepartie des prêts et avances"(art. 49-6, paragraphe (1), a) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 2, de la deuxième directive). Selon Ph. Mulliez et J. Pattyn, cette condition est d'abord au premier chef un rappel de ce que la décision prise par le conseil d'administration/directoire concernant l'octroi et les caractéristiques de l'aide financière doit être conforme à l'intérêt social de la société dans la mesure où l'attention qui doit être accordée par l'organe de gestion à ces "justes conditions de marché" vise la protection des actionnaires et des créanciers de la société dont la considération est englobée dans la notion d'"intérêt social"¹¹⁸ (voy. également *infra* n° 26.4).

¹¹⁴ Effectivement, selon la doctrine et la jurisprudence majoritaires en Belgique, l'approbation d'une opération par l'assemblée générale implique décharge au conseil d'administration ou encore renonciation par l'assemblée d'exercer l'*actio mandati*. En effet, la décharge peut être donnée à tout moment par l'assemblée générale donc en dehors de l'hypothèse habituelle de celle octroyée à l'occasion de l'assemblée générale ordinaire: voy. D. WILLERMAIN, "Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes: état des lieux et réflexions" in (*Sous la dir. d'Yves De Cordt*) *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. et suiv. et spéc. n° 14.

¹¹⁵ En ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n°s 22 et 54;

¹¹⁶ En ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 54.

¹¹⁷ En ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 23; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.5.

¹¹⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n°s 24-26. En ce sens également J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.3.

La notion d'intérêt social n'est pas définie, pas plus en droit belge qu'en droit luxembourgeois, la question étant de savoir s'il s'agit de faire prévaloir une conception étroite (l'intérêt social étant réduit à l'intérêt patrimonial – à court terme – des associés) ou une conception large (l'intérêt social englobe tous les intérêts impliqués dans l'entreprise – les *stakeholders* parmi lesquels figurent les associés mais aussi les créanciers, les fournisseurs voire même la région/Etat concerné par le développement des activités de la société dans le long terme). Il est aujourd'hui largement admis que la définition de ce qui constitue l'intérêt social est au premier chef laissée à l'organe d'administration, les Cours et tribunaux n'intervenant que si l'acte apparaît manifestement contraire à l'intérêt social dans les circonstances de fait qui leur sont présentées, le critère de proportionnalité jouant à cet égard un rôle déterminant ^{119 120}.

Quant à ce qu'il faut entendre par "justes conditions de marché", la doctrine belge souligne que celles-ci ne se réfèrent pas aux conditions normales auxquelles un prêt peut être obtenu sur le marché du crédit – critère apprécié *in abstracto* – mais qu'elles prennent en compte les circonstances concrètes de l'opération visée – critère apprécié *in concreto* -, la référence se faisant par rapport aux "cas comparables" ¹²¹.

Plus précisément quant aux justes conditions de marché "au regard des intérêts perçus, un **prêt** consenti sans intérêt semble clairement inadmissible (voy. également *supra* n° 24.1) ¹²². Plus délicate est la question de savoir si l'organe d'administration pourrait consentir un prêt à un taux relativement bas afin de prendre en compte les importantes synergies attendues du fait de l'entrée du repreneur dans le capital de la société. A cet égard, l'organe d'administration aura à effectuer une délicate balance des intérêts et, en tout cas, le principe de proportionnalité devra être respecté en l'occurrence ¹²³.

Plus délicate encore apparaît la détermination des "justes conditions de marché", s'agissant des **sûretés** octroyées par la société concernée. En effet, dans la plupart des cas, ces sûretés seront octroyées sans contrepartie notable ¹²⁴. Par conséquent, en ce qui les concerne, la condition des "justes conditions de marché" n'aura de sens que si elle est entendue au sens des conditions auxquelles d'autres sociétés dans une situation similaire seraient susceptibles de consentir des sûretés au bénéfice des créanciers d'autres sociétés faisant partie du groupe dans des circonstances similaires. Ces sûretés sans réelle contrepartie seront dans ce cas légitimées par l'intérêt social indirect de la société ¹²⁵.

¹¹⁹ En ce sens (en substance): PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 24. Cons. l'intéressante étude de R. ERGEC ("De quelques interactions entre le droit public et le droit des sociétés", *Mélanges Pierre Van Ommeslaghe*, Bruxelles, Bruylant, 2000, pp. 853 et suiv.): (p. 870) Le critère de proportionnalité permet de concilier une interprétation moins extensive de l'intérêt social et la prise en considération des intérêts tiers. L'auteur relève en outre (p. 872) que la théorie de l'erreur manifeste d'appréciation, qui s'applique en droit public dans le cadre de l'appréciation de l'intérêt général, trouve un écho en droit des sociétés par le contrôle marginal opéré par le juge de la conformité d'une décision à l'intérêt social d'une société.

¹²⁰ En droit luxembourgeois, voy. A. STEICHEN, *op. cit.*, n° 210 (l'auteur propose de ne pas trancher entre une conception large et une conception étroite de l'intérêt social, estimant que selon la nature de l'entreprise l'une ou l'autre conception devra être préférée).

¹²¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 27; M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 22.

¹²² PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 28; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.2.

¹²³ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *ibid.*

¹²⁴ Pour cette observation notamment: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 29.

¹²⁵ J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.2.

On remarquera enfin que la référence aux "justes conditions de marché" ne s'applique pas aux exceptions prévues aux paragraphes (2) et (3) de l'art. 49-6 Loi 10 août 1915 (qui englobe notamment l'aide financière procurée au personnel de la société en vue de l'acquisition d'actions de celle-ci), c'est-à-dire aux cas où l'aide financière peut être octroyée en dehors de la procédure/conditions énoncées à l'art. 49-6, paragraphe (1). Par conséquent la marge d'appréciation laissée dans ces cas au conseil d'administration/directoire est plus large ¹²⁶.

26.3. – "La situation financière du tiers ou, dans le cas d'opérations faisant intervenir plusieurs parties, de chaque partie concernée doit avoir été dûment examinée" (art. 49-6, paragraphe (1), a) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 2, de la deuxième directive). Cette condition s'avère également d'un maniement délicat et constitue une source potentielle de responsabilité pour l'organe de gestion. Effectivement l'examen de la situation financière – ou du crédit – du ou des tiers concernés ne peut se limiter aux données publiées ou au fait que le ou les tiers concernés pourraient obtenir un prêt de la part d'un établissement bancaire ¹²⁷.

En outre il pourrait arriver que la situation financière du ou des tiers concernés subisse des modifications significatives soit entre le rapport dressé (voy. *infra* n° 26.4) par le conseil d'administration/directoire et l'approbation de l'assemblée générale soit entre cette approbation et la réalisation effective de l'opération. Dans le premier cas, l'organe de gestion doit informer l'assemblée de(s) la modification(s) intervenue(s) et, dans le second cas, l'organe de gestion conserve la faculté de ne pas laisser la transaction se dérouler selon le plan préétabli ¹²⁸.

Utilisation d'un "special purpose vehicle" (SPV). Selon J. Richelle & J. Pattyn ¹²⁹, "Souvent le repreneur sera (...) un *special purpose vehicle* (SPV), c'est-à-dire une société nouvellement créée qui s'endettera immédiatement en vue de la reprise et qui, s'agissant de la faisabilité de la reprise, dépend le plus souvent de projections financières et fiscales, en d'autres mots de prévisions portant sur l'avenir.

Le seul actif dont dispose un SPV, en dehors de son capital de départ, sont les actions détenues dans la société cible (du moins après la reprise), qui seront mises en gage au profit des banques. Le crédit du SPV dépendra par conséquent de la situation de la société cible et de ses filiales. Lorsque suffisamment de profit pourra être réalisé, des moyens pourront être écoulés vers la SPV en telle sorte que son crédit augmentera. D'autre part le crédit de la SPV peut également englober la prise en compte des actionnaires de la SPV qui, ainsi qu'il en est des grandes entreprises ou d'institutions de *private equity*, seront fréquemment dotées d'une capitalisation importante et qui pourront éventuellement se porter garants".

26.4. – Le rapport écrit du conseil d'administration ou du directoire (art. 49-6, paragraphe (1), b) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 3 de la deuxième directive). En vue de la tenue de l'assemblée générale (dont question *infra* n° 26.6), l'organe de gestion doit dresser un "rapport écrit indiquant les motifs de l'opération, l'intérêt qu'elle présente pour la société, les conditions auxquelles elle s'effectue, les risques qu'elle comporte pour la liquidité et la solvabilité de la société, et le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions". Le texte luxembourgeois, suivant de

¹²⁶ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 26.

¹²⁷ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 32.

¹²⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 33.

¹²⁹ *Op. cit.*, n° 2.4.3.

près celui de la directive écarte tout doute quant à la finalité de cette règle de confection d'un rapport: celui-ci est destiné à être remis à l'assemblée générale¹³⁰ afin de lui permettre d'émettre (ou refuser) son accord préalable sur l'opération en connaissance de cause.

Le rapport doit tout d'abord indiquer les motifs de l'opération, à savoir fournir une information sur le contexte, juridique et factuel, dans le cadre duquel l'aide financière doit être octroyée¹³¹.

Ensuite le rapport doit s'étendre sur l'intérêt que présente l'opération pour la société. C'est ici que l'organe de gestion s'explique au regard de l'intérêt social (voy. en outre *supra* n° 26.2). Selon Ph. Mulliez et J. Pattyn, "Cette manière de faire présente (...) l'avantage que le conseil d'administration se confectionne un instrument fort utile au cas où sa responsabilité serait ultérieurement mise en cause. Il pourra alors se raccrocher à son rapport où sa décision aura été motivée (*in tempore non suspecto*) (...). Selon la nature, plus ou moins risquée ou plus ou moins complexe, de l'aide financière, le rapport fournira une justification plus ou moins détaillée à cet égard. Plus il s'avèrera compliqué de procéder par comparaison au regard des 'justes conditions de marché', plus il s'avèrera important de justifier correctement l'intervention de la société dans le rapport" (traduction)¹³².

Quant aux conditions auxquelles s'effectue l'opération, s'il s'agit d'un prêt, l'organe de gestion prendra soin de mentionner le montant principal prêté, l'intérêt convenu (et, le cas échéant, l'éventuelle autre contre-prestation), la durée du crédit, les conditions applicables au remboursement anticipé et le schéma d'amortissement¹³³. S'il s'agit d'une sûreté, l'organe de gestion devra mentionner sur quel(s) actif(s) porte celle-ci et la contre-prestation attendue en retour¹³⁴. Selon la doctrine belge, il ne s'agit pas de décrire ici l'ensemble de l'opération d'aide financière mais bien de se concentrer sur les conditions du prêt ou de la sûreté octroyés¹³⁵.

Quant aux risques que l'opération comporte pour la liquidité et la solvabilité de la société, l'organe de gestion devra préciser l'impact de l'opération sur la solvabilité et la liquidité de la société. L'octroi d'un prêt ou d'une sûreté ne peuvent faire peser un risque non nécessaire qui pourrait mettre la continuité de la société en danger, ces considérations rejoignant celles déjà faites sous l'angle de l'intérêt social¹³⁶. Dans la mesure où ces

¹³⁰ Le texte belge (voy. art. 629, § 1^{er}, 3^o, Code des sociétés) est par contre moins clair à ce sujet, ce qui a été déploré par la doctrine (voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 47; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.4) laquelle souligne toutefois que tel est indiscutablement le cas.

¹³¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 36.

¹³² PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 37.

¹³³ J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.4.

¹³⁴ *Ibid.*

¹³⁵ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 39; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.4: "Il semble que les autres conditions de la transaction dans son ensemble qui ne sont pas directement relevantes pour l'aide financière (la structure d'acquisition complète en ce inclus le rachat de la société cible) ne doivent pas être mentionnés (à l'exception du prix d'acquisition, voy. *infra*). Ce pour autant que ces conditions n'aient pas d'impact sur la décision d'octroyer ou non l'aide financière" (traduction).

¹³⁶ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 40.

considérations ne sont pas limitées au moment où elles auront été faites, cette description peut susciter des difficultés en pratique ¹³⁷.

Quant au prix auquel le tiers est censé acquérir les actions, cette mention permettra d'établir le rapport entre celui-ci et l'aide financière octroyée, cette dernière ne pouvant excéder le prix payé ¹³⁸. En effet si tel devait être le cas la condition liée au "justes conditions de marché" et à l'intérêt social (*supra* n° 26.2) ne serait pas remplie ¹³⁹. Lorsque le prix doit pouvoir être adapté après l'acquisition des actions en fonction de l'obtention de certains résultats (*earn-out*), il semble indiqué d'en faire mention. Par ailleurs lorsque le prix ne doit pas être payé en entier lors de l'acquisition mais fera l'objet de versements échelonnés dans le temps, il importe d'en faire mention ¹⁴⁰. Selon certains auteurs, il devrait être admis qu'une fourchette situant le prix entre un minimum et un maximum soit considérée comme satisfaisant à l'obligation d'indication du prix ¹⁴¹.

On notera que la situation du tiers (*supra* n° 26-3) ne doit pas être abordée dans le rapport concerné. Le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, veilleront toutefois à se réserver des éléments de preuve si l'aide financière devait ultérieurement être critiquée sous cet angle ¹⁴².

Le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, doit être publié (art. 23, paragraphe (1), al. 3 de la deuxième directive). Au Luxembourg il s'agit d'une publication au *Mémorial* prenant la forme d'une mention du dépôt auprès du registre de commerce et des sociétés de ce document (art. 9, § 3, al. 3 Loi 10 août 1915 auquel l'art. 49-6, paragraphe (1), b) opère renvoi). La Belgique se distingue sur ce point du Luxembourg en exigeant une publication *en entier* (voy. art. 620, § 1^{er}, 3^o, renvoyant à l'art. 74 Code des sociétés), option sans doute davantage protectrice des intérêts des créanciers mais qui a été vivement critiquée par la doctrine, qui estime que la publication des données du rapport – que les parties seront souvent peu soucieuses de porter sur la place publique, notamment quant au prix fixé – est susceptible par elle-même de décourager le recours à l'aide financière ¹⁴³.

¹³⁷ Voy. J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.4: les auteurs soulignent qu'au cours de la négociation de la future directive 2006/68/CE, il fut proposé de préciser que l'organe de gestion doit démontrer que la société est en mesure de maintenir sa solvabilité/liquidité durant une période de cinq ans, proposition qui fut finalement abandonnée. Les auteurs soulignent que, s'agissant de la liquidité de la société, l'organe de gestion aura recours à la technique du ratio de liquidité et, s'agissant de la solvabilité de la société, on considérera la relation entre capitaux propres et capitaux empruntés, qui ne sera pas affectée par l'octroi d'un prêt mais pourra l'être en cas de non-remboursement de celui-ci. Par ailleurs l'octroi d'une sûreté n'aura pas d'impact direct sur la liquidité/solvabilité de la société mais en aura s'il est effectivement fait appel à cette sûreté.

¹³⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 41.

¹³⁹ En ce sens: J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.4.

¹⁴⁰ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 42.

¹⁴¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 43: selon ces auteurs, s'en tenir à un prix déterminé à 100% ralentirait considérablement le processus d'acquisition en de nombreux cas et générerait des incertitudes tant ces négociations apparaissent complexes. Le plus souvent le conseil d'administration est chargé d'investiguer sur les conditions d'une éventuelle aide financière sur la base d'une lettre d'intention où un prix est mentionné à titre *indicatif*, le conseil recevant par ailleurs le pouvoir d'adapter, *in due diligence*, le prix indiqué dans les limites qui lui sont indiquées.

¹⁴² Pour cette observation: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 44.

¹⁴³ Voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 45; M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 25.

26.5. – Prévention des conflits d'intérêts (art. 49-6bis Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23 bis de la deuxième directive). Pour rappel, l'art. 23bis de la deuxième directive dispose que: "Lorsque des membres de l'organe d'administration ou de direction de la société partie à une opération visée à l'article 23, paragraphe 1, ou de l'organe d'administration ou de direction d'une entreprise mère (...) ou cette entreprise mère elle-même, ou encore des particuliers agissant en leur propre nom mais pour le compte de ces membres ou de cette entreprise, sont parties à une telle opération, les États membres veillent, par des garanties adéquates, à ce que cette opération ne soit pas contraire aux intérêts de la société".

Les solutions adoptées par les droits belge et luxembourgeois diffèrent significativement sur ce point, le droit luxembourgeois se montrant plus exigeant que le droit belge.

En droit belge, deux cas sont à distinguer:

- l'opération d'aide financière implique un/des membres du conseil d'administration de la société cible. Dans ce cas il a été estimé que les règles déjà existantes en matière de conflits d'intérêts (art. 523¹⁴⁴ et 524¹⁴⁵ Code des sociétés) suffisaient à rencontrer les difficultés éventuelles;
- l'opération d'aide financière implique soit un/des membres du conseil d'administration de la société-mère soit la société-mère elle-même. Dans cette hypothèse, la disposition nouvelle figurant à l'art. 629, § 1^{er}, 3^o, al. 2, Code des sociétés est d'application et "le rapport du conseil d'administration¹⁴⁶ doit en outre spécialement justifier la décision prise compte tenu de la qualité du bénéficiaire et des conséquences patrimoniales de cette décision pour la société".

¹⁴⁷

En droit luxembourgeois, il fut décidé à cette occasion de s'inspirer plutôt du droit français et d'insérer un art. 49-6bis Loi 10 août 1915, lequel dispose que "Lorsque les membres du conseil d'administration ou du directoire d'une société, partie à une opération visée à l'article 49-6, paragraphe (1), ou d'une société mère ou la société mère elle-même ou encore des tiers agissant en leur propre nom pour compte des membres du

¹⁴⁴ Cette disposition correspond à celles de l'art. 57 (conflit d'intérêts affectant un membre du conseil d'administration) ou 60bis-18 (conflit d'intérêts affectant un membre du directoire ou du conseil de surveillance) Loi 10 août 1915, bien que les contenus respectifs des dispositions belges et luxembourgeoises se soient quelque peu éloigné à la suite de diverses réformes initiées en Belgique à partir de 1991.

¹⁴⁵ Cette disposition, plus récente et sans équivalent en droit Luxembourg instaure une réglementation des conflits d'intérêt survenant au sein de groupes de sociétés auxquels appartiennent des sociétés belges *cotées*. On observera donc que les opérations d'aide financière n'impliquant aucune société cotée en qualité de société-mère ne seront pas visées par cette disposition mais uniquement par celle de l'art. 629, § 1^{er}, 3^o, al. 2, envisagé ci-dessus au texte).

¹⁴⁶ Visé *supra* n° 26.4.

¹⁴⁷ Voy. Rapport au Roi, *op. cit.*, pp. 57488: "L'article 23bis de la deuxième directive dispose que l'octroi d'une aide financière en vue de l'acquisition de parts par des tiers doit être assorti de garanties visant à protéger tant les actionnaires que les tiers, lorsque des membres de l'organe d'administration de la société ou d'une société contrôlant celle-ci sont parties à l'opération. A cet égard, il a été estimé que la procédure applicable en cas de conflits d'intérêt prévue aux articles 523 et 524 du Code des sociétés offrait des garanties adéquates. Des règles accessoires ont cependant été prévues dans l'article 629, § 1, 3^o, du Code des sociétés pour le cas où les articles 523 et 524 du Code des sociétés ne serait pas d'application (en raison du fait que des membres de l'organe d'administration de la société mère seraient partie à l'opération)".

conseil d'administration ou du directoire ou pour compte de cette société sont parties à une opération visée à l'article 49-6, le ou les commissaires ou le réviseur d'entreprises agréé adressent un rapport spécial sur cette opération à l'assemblée générale qui statue sur ce rapport".

Commentaire des articles (projet 5829, *op. cit.*, pp. 15-16): "La directive imposant aux Etats membres de veiller par des garanties adéquates à ce que l'opération visée par le nouvel article 49-6 bis ne soit pas contraire aux intérêts de la société, il paraîtrait que la protection visée par l'article L. 225-40 du Code de commerce français ¹⁴⁸ réalise pareille protection en exigeant dans une situation de conflit d'intérêts potentiels la production par les commissaires aux comptes français d'un rapport sur cette opération et la soumission de ce rapport à l'approbation de l'assemblée générale. Le texte a été adapté afin de viser tant les petites entreprises (commissaires) que les autres (réviseurs d'entreprises)".

Commentaire critique de la Ch. de commerce (doc. 5829-1, p. 8): L'article 23bis de la directive 2006/68/CE oblige les Etats membres de veiller par des garanties adéquates à ce que l'opération d'acquisitions propres à laquelle les membres de l'organe d'administration ou de direction sont partie ne soit pas contraire aux intérêts de la société. Afin de se conformer à cette exigence, les rédacteurs du projet de loi ont inséré l'article 49-6bis de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée: il impose dans ce cas de figure un rapport spécial sur cette opération qui sera établi par le commissaire ou le réviseur d'entreprises. L'assemblée générale statuera sur ce rapport. Tout en accueillant ce mécanisme dans son principe, et en particulier la circonstance que la société aura le choix entre un rapport établi soit par un réviseur, soit par le commissaire aux comptes ¹⁴⁹, la sécurité juridique commanderait de préciser davantage les visées poursuivies par cet article:

– sur quoi le rapport doit-il au juste se prononcer? Une lecture *stricto sensu* de l'article aboutit à la conclusion que le rapport ne fait que porter l'opération à la connaissance de l'assemblée. Une telle interprétation est certes conforme au texte, mais difficilement compatible avec le but de l'article 23bis

de la directive 2006/68/CE;

– le commentaire des articles déclare s'inspirer de l'article L. 225-40 du Code de Commerce français. Le régime luxembourgeois diffère cependant sensiblement de cet article L. 225-40;

– l'opération en France nécessite l'accord préalable du conseil d'administration et l'administrateur en question ne peut pas prendre part au vote. Au Luxembourg cette procédure ne serait applicable pour autant qu'il y ait un conflit d'intérêts rentrant dans le champ d'application de l'article 57 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée;

– en France, le président du conseil d'administration doit informer le commissaire aux comptes. Le texte luxembourgeois ne prévoit rien de tel;

¹⁴⁸ Lequel (visant le domaine des conventions dites "réglementées" en France) dispose que:

"L'intéressé est tenu d'informer le conseil, dès qu'il a connaissance d'une convention à laquelle l'article L. 225-38 est applicable. Il ne peut prendre part au vote sur l'autorisation sollicitée.

Le président du conseil d'administration donne avis aux commissaires aux comptes de toutes les conventions autorisées et soumet celles-ci à l'approbation de l'assemblée générale.

Les commissaires aux comptes présentent, sur ces conventions, un rapport spécial à l'assemblée, qui statue sur ce rapport.

L'intéressé ne peut pas prendre part au vote et ses actions ne sont pas prises en compte pour le calcul du quorum et de la majorité".

¹⁴⁹ A nos yeux, il ne semble pas que la société dispose d'un véritable choix: soit la société ne remplit pas les critères de tailles (voy. *supra* note 51) imposant que ses comptes soient contrôlés par un réviseur d'entreprises agréé et, dans ce cas, le rapport spécial visé au texte de l'art. 49-6bis Loi 10 août 1915 sera dressé par son commissaire (éventuellement non réviseur) soit la société remplit les critères de taille précités et, dans ce cas, le rapport spécial concerné sera établi par son réviseur d'entreprises agréé.

- en France les opérations sont soumises pour accord à l'assemblée des actionnaires. Le projet de loi luxembourgeois ne prévoit heureusement rien de tel. Une telle disposition enlèverait beaucoup de l'intérêt de l'assouplissement du régime de l'acquisition d'actions propres;
- que se passe-t-il si l'assemblée n'approuve pas le rapport? L'opération en tant que telle ne saurait de l'avis de la Chambre de Commerce être remise en cause (sauf les causes de droit commun d'annulation des conventions). Le rejet du rapport du commissaire saurait donc tout au plus avoir comme conséquence logique la révocation par l'assemblée des actionnaires d'un ou de plusieurs membres du conseil d'administration et le cas échéant l'engagement de leur responsabilité civile;
- enfin, la Chambre de Commerce relève que la non-présentation d'un tel rapport n'est pas sanctionnée pénalement (contrairement par exemple au rapport exigé par l'article 49-5 paragraphe (2))".

A notre sens, cette disposition nouvelle n'exclut pas l'application concurrente éventuelle des art. 57 ou 60bis-18 Loi 10 août 1915¹⁵⁰ lorsqu'un/des membres du conseil d'administration ou du directoire s'avèrera être partie à l'opération d'aide financière. En effet, on ne voit pas pourquoi les garanties ordinaires en matière de conflits d'intérêts (les dispositions précitées empêchent, par exemple, le ou les intéressés de participer aux délibérations et de voter, ce que ne fait pas l'art. 49bis-6 nouvellement introduit alors que, pourtant, la disposition française de référence formule une règle comparable) ne seraient pas applicables en matière d'aide financière alors que la deuxième directive elle-même, par une règle spécifique, a attiré l'attention des Etats membres sur la nécessité de prévoir des garanties adéquates afin que cette opération ne soit pas contraire aux intérêts de la société.

26.6. – L'accord préalable de l'assemblée générale, statuant aux conditions requises pour la modification des statuts (art. 49-6, paragraphe (1), b) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 3 de la deuxième directive). Même si le recours à l'aide financière a en principe été assoupli à la suite de la deuxième directive simplifiée, l'on notera que la décision de l'assemblée générale en la matière est soumise aux conditions de quorum et de majorité requis pour la modification des statuts (voy. art. 67-1 Loi 10 août 1915) alors qu'une majorité simple sans quorum suffit pour la prise de décision à l'occasion d'un rachat d'actions propres (comp. l'art. 49-2, paragraphe (1), 1^o - qui, en matière de rachat d'actions propres, se contente d'exiger une décision de l'assemblée générale sans exigence de quorum/majorité particulières - à l'art. 49-6, paragraphe (1) b) qui énonce que l'assemblée "statue aux conditions requises pour la modification des statuts"). A noter qu'en droit belge, l'exigence est également celle d'une assemblée générale statuant aux conditions requises pour la modification des statuts (quorum et majorité des 3/4) pour l'aide financière (art. 629, § 1^{er}, 2^o, Code des sociétés) alors que, en matière de rachat d'actions propres, les exigences sont plus élevées (voy. art. 620, § 1^{er}, al. 1^{er}, 1^o, Code des sociétés) puisqu'elles portent sur les conditions requises en vue de la modification de l'objet social (quorum et majorité des 4/5). Force est donc de constater que, sur ce point, le législateur luxembourgeois se montre plus exigeant s'agissant de l'aide financière alors que, en droit belge, c'est le rachat d'actions propres qui est soumis à des conditions plus strictes. L'option adoptée par le droit belge nous semble plus logique dans la mesure où le rachat d'actions propres apparaît comme une opération

¹⁵⁰ Comme le laisse d'ailleurs entendre la Chambre de commerce dans son commentaire reproduit ci-dessus.

financièrement plus dangereuse pour la société que l'aide financière ¹⁵¹. Mais là encore le législateur luxembourgeois a sans doute été la victime de son axiome "Toute la directive mais rien que la directive" ¹⁵².

L'accord donné par l'assemblée ne constitue pas une autorisation générale accordée ex ante comme en matière de rachat d'actions propres (*supra* n° 19) mais doit être donné transaction par transaction s'agissant de l'aide financière ¹⁵³.

Par ailleurs, étant donné que cette intervention de l'assemblée générale n'a pas d'effet (libératoire) sur la responsabilité du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, (voy. *supra* n° 26.1), l'assemblée n'aurait pas le droit d'introduire directement des modifications dans le projet d'aide financière présenté par l'organe de gestion. Au cas où l'assemblée souhaiterait des modifications, l'organe de gestion devra confectionner un nouveau projet, flanqué d'un nouveau rapport (*supra* n° 26.4), qui devra être à son tour soumis à l'accord de l'assemblée générale ¹⁵⁴.

26.7. – Limitation de l'aide financière aux sommes distribuables et constitution d'une réserve indisponible (art. 49-6, paragraphe (1), c) Loi 10 août 1915 transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 4 de la deuxième directive). L'art. 49-6, paragraphe (1), c) Loi 10 août 1915 soumet l'aide financière à la condition que: "L'aide financière totale accordée aux tiers n'a pas pour effet que l'actif net de la société devienne inférieur au montant visé à l'article 72-1, paragraphes (1) et (2), compte tenu également de toute réduction de l'actif net que pourrait avoir entraînée l'acquisition, par la société ou pour le compte de celle-ci, de ses propres actions conformément à l'article 49-2, paragraphe (1). La société inscrit au passif du bilan une réserve indisponible d'un montant correspondant à l'aide financière totale".

L'esprit de cette réglementation est clairement inspiré de celle visant le rachat d'actions propres (voy. art. 49-2, paragraphe (1), 2° Loi 10 août 1915 et *supra* n°s 19 et 23) en ce que les deux opérations sont perçues comme aboutissant à la distribution d'un dividende ne profitant qu'aux actionnaires concernés par ces opérations ¹⁵⁵.

Le calcul du montant auquel correspond l'aide financière peut néanmoins s'avérer délicat dans la mesure où il ne s'agit ici que de l'octroi de prêts ou de sûretés qui, par eux-mêmes,

¹⁵¹ Voy. en outre les observations de J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.4.5: "Le choix de cette forme d'assemblée générale est remarquable si l'on tient compte du fait que l'aide financière demeure largement limitée aux réserves distribuables et que, en outre, la distribution de dividendes, même intérimaires, sur la base de réserves distribuables, peut s'effectuer par la voie d'une assemblée générale ordinaire. La raison du choix de cette forme d'assemblée générale réside probablement dans le souci de protection des actionnaires minoritaires. En cas d'aide financière les actionnaires minoritaires courent davantage de risques que lors de la distribution d'un dividende où chaque actionnaire est traité de manière égale" (traduction).

¹⁵² Effectivement la deuxième directive impose une assemblée statuant aux conditions requises pour la modification des statuts en cas d'aide financière (art. 23, paragraphe (1), al. 3) tandis que la disposition de cette même directive applicable au rachat d'actions propres (art. 19, paragraphe (1), a) n'impose rien de tel s'agissant de la décision à prendre en la matière par l'assemblée générale.

¹⁵³ Pour cette observation: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 52.

¹⁵⁴ En ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 54.

¹⁵⁵ J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.5.3; PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n°s 56-57.

n'entraînent pas de pertes définitives pour la société. Par conséquent, il faut considérer que le législateur procède du présupposé que l'aide financière accordée entraînera effectivement une perte pour la société à concurrence du montant que représente cette aide ¹⁵⁶.

Lorsque l'aide financière procurée l'aura été sous la forme d'un prêt, le montant à prendre en considération sera de la totalité de la somme prêtée ¹⁵⁷.

Lorsque l'aide financière octroyée l'aura été sous la forme d'une sûreté, il faudra adopter une approche conservatrice, fondée sur le montant correspondant à la perte/exercice de la sûreté exercée ¹⁵⁸.

Quant à la constitution de la réserve indisponible correspondant au montant de l'aide financière accordée (comp., pour le rachat d'actions propres: art. 49-5, paragraphe (1), b) Loi 10 août 1915), celle-ci pourra diminuer au fil du temps, au fur et à mesure des paiements diminuant le montant encore dû du prêt ou réduisant le montant pour lequel la sûreté pourrait être sollicitée ¹⁵⁹.

Selon certains auteurs belges ¹⁶⁰, l'obligation de n'affecter à l'opération que des sommes distribuables ôte à la réforme une part de son utilité sauf les éventuelles incidences fiscales.

26.8. – Aide financière et rachat d'actions ou augmentation de capital (art. 49-6, paragraphe (1), d) transposant l'art. 23, paragraphe (1), al. 5 de la deuxième directive). Enfin, dernière au rang des conditions régissant l'aide (art. 49-6, paragraphe (1), d) Loi 10 août 1915), "Lorsqu'un tiers bénéficiant de l'aide financière d'une société acquiert des actions propres à cette société au sens de l'article 49-2, paragraphe (1) ou souscrit des actions émises dans le cadre d'une augmentation du capital souscrit, cette acquisition ou cette souscription est effectuée à un juste prix".

Les travaux préparatoires de la loi du 10 juin 2009 sont muets sur ce qu'il convient d'entendre par cette disposition, qui n'est pas, à proprement parler, une condition régissant l'aide financière mais qui envisage deux hypothèses particulières où il apparaît que la société cible est elle-même partie dans le cadre des deux transactions suivantes:

- soit la société cible, qui avait antérieurement acquis ses propres actions, les revend au tiers bénéficiant de l'aide financière;
- soit le tiers bénéficiant de l'aide financière souscrit à une augmentation de capital de la société cible.

Dans ces deux cas, la loi précise que cette acquisition ou souscription, selon le cas, est effectuée à un "juste prix" ¹⁶¹. Le "juste prix" visé est celui qui doit être versé en vue d'éviter une dilution des droits des autres actionnaires ¹⁶².

¹⁵⁶ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 57; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.5.1.

¹⁵⁷ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 58; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.5.1.

¹⁵⁸ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n°s 58-60 et les explications pratiques détaillées qui y sont fournies; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.5.1.

¹⁵⁹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 60; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 2.5.3.

¹⁶⁰ H. CULOT ET P.-Y. THOUMSIN, *op. cit.*, n° 34.

¹⁶¹ PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 62.

¹⁶² *Ibid.* Les auteurs font référence à la proposition initiale (COM (2004) 730) de réforme de la deuxième directive présentée par la Commission par laquelle celle-ci estime que:

26.9. – Perspectives. Le projet 5730 prévoit d'étendre au personnel d'une société *liée*, conformément à l'art. 23, paragraphe (2), de la deuxième directive, l'exemption de suivre la procédure à respecter en cas d'aide financière en vertu de l'art. 49-6, paragraphe (1) Loi 10 août 1915 (art. 23, paragraphe (1) de la deuxième directive)¹⁶³. Le législateur belge a pour sa part profité de la transposition de la deuxième directive simplifiée pour introduire cette extension (à l'art. 629, § 2, 2° Code des sociétés)¹⁶⁴.

Remarquons en outre que ni la nouvelle réglementation belge ni la loi luxembourgeoise ne règlent la question de savoir si l'exception visant l'acquisition d'actions par le personnel (art. 49-6, paragraphe (2), demeuré inchangé à la suite de la loi du 10 juin 2009, comp. art. 629, paragraphe (2), 2° Code des sociétés) doit être entendue de manière stricte pour ne viser que le personnel engagé sous les liens d'un contrat de travail ou pourrait également viser les *managers* œuvrant sous statut d'indépendant¹⁶⁵.

Par ailleurs le projet 5730 (précité) prévoit d'édicter une réglementation en matière d'aide financière dans le cadre de la SARL (art. II, 90), introduisant un art. 190septies Loi 10 août 1915) qu'il importera d'actualiser en raison de l'adoption de la deuxième directive simplifiée.

27. – Sanctions. Une opération d'aide financière qui aura été octroyée sans respecter les conditions énoncées ci-avant pourra être annulée (*ex tunc*). Il s'agit d'une nullité absolue qui, partant, pourra être invoquée par toute personne justifiant d'un intérêt¹⁶⁶. Par ailleurs les règles ordinaires en matière de responsabilité des administrateurs (art.

"For the purpose of shareholder protection against dilution of existing holdings, it is of prior importance that Member States ensure that a fair price is set, where the third party, under financial assistance from the company, acquires shares in the company from the company itself (regardless of whether these shares are the company's 'own shares' within the meaning of Paragraph 3 of the present proposal, as amending Article 19 of the Directive, or shares issued by the company in the context of a capital increase). Otherwise, undue dilution of 'old' shareholdings occurs where the third party obtains the shares at a discount to the fair price".

¹⁶³ Par cette nouvelle rédaction de l'art. 49-6, paragraphe (2) (art. II, 29 du projet): "(2) Le paragraphe (1) ne s'applique ni aux transactions faites dans le cadre des opérations courantes des banques et d'autres établissements financiers, ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition d'actions par ou pour le personnel de la société **ou au personnel d'une société liée à celle-ci** par un lien de contrôle. Aux fins du présent article, on entend par lien de contrôle le lien qui existe entre une société mère et une filiale dans les cas visés à 309 de la présente loi. Toutefois, ces transactions et opérations ne peuvent avoir pour effet que l'actif net de la société devienne inférieur au montant du capital souscrit, augmenté des réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer" (souligné par nous).

¹⁶⁴ Voy. les commentaires de PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 64. Au Luxembourg la Chambre de commerce avait proposé de reprendre la proposition – précitée – du projet 5730 sur ce point (doc. 5829-1, pp. 7-8): "Pour les raisons évoquées à l'encontre de l'article 49-2 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée (cf. 2.2. ci-dessus), la Chambre de Commerce suggère de reprendre dans le présent projet de loi les modifications projetées par le projet de loi No 5730 au paragraphe (2) de l'article 49-6 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée, en ce qui concerne l'acquisition d'actions en vue de les distribuer intra-groupe aux salariés". Ce souhait ne fut pas exaucé.

¹⁶⁵ Voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 65: les auteurs soulignent que l'opinion majoritaire entend l'expression "personnel" de manière stricte.

¹⁶⁶ En ce sens: J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 5.2.1; Comm. Hasselt, 23 novembre 2004, *R.D.C.*, 2006, p. 457; Liège, 2 avril 2009, *R.R.D.*, 2008, p. 386.

59 et 60bis-10 Loi 10 août 1915) seront d'application sachant que l'accord préalable de l'assemblée générale (*supra* n° 26.6) sera sans effet libératoire à cet égard (*supra* n° 26.1)¹⁶⁷. Une sanction pénale figure par ailleurs à l'art. 168, second tiret, Loi 10 août 1915. On relèvera que le texte actuel de l'art. 168 ne vise que les prêts et avances et non pas les sûretés consenties. Le projet 5730 (art. II, 79)) comble cette lacune. Par ailleurs on remarquera que cette disposition ne vise pas les commissaires ou réviseurs d'entreprises agréés intervenant en application de l'art. 49-6bis Loi 10 août 1915 (voy. *supra* n° 26.5).

28. – Appréciation. Même si on est passé d'un principe d'interdiction à un principe d'autorisation sous conditions, le régime en matière d'aide financière demeure plus strict que celui s'appliquant à l'acquisition d'actions propres (autorisation au cas par cas au lieu d'un régime général d'autorisation s'étendant sur une période donnée; autorisation par l'assemblée générale statuant à la majorité requise pour la modification des statuts au lieu d'une autorisation donnée à la majorité simple; nombreuses conditions d'un maniement assez délicat; obligation d'établir un rapport circonstancié dans le chef de l'organe de gestion auquel viendra éventuellement s'adjoindre un rapport supplémentaire du commissaire ou d'un réviseur d'entreprises agréé en cas de conflit d'intérêts; règle selon laquelle l'accord préalable de l'assemblée générale ne vaudra pas décharge pour le conseil d'administration...), d'où l'insistance de la doctrine belge sur le fait que les opérations non visées par la disposition en matière d'aide financière (*supra* n° 25) demeurent de réelles alternatives permettant d'organiser une opération de reprise échappant à la lourde réglementation mise en place¹⁶⁸.

Conclusion

29. – Une réforme sans audace?¹⁶⁹ Si les simplifications introduites en matière d'acquisition d'actions propres sont unanimement saluées, nous avons vu que la réforme touchant à l'apport en nature (*supra* n° 18) et à l'aide financière (*supra* n° 28) sont accueillies avec tiédeur et réserve par les commentateurs belges et que leurs considérations peuvent largement être étendues aux dispositions luxembourgeoises. Toutefois l'on aurait tort d'imputer un "manque d'audace" au législateur (belge ou luxembourgeois) dans la mesure où sa marge de manœuvre se trouvait étroitement limitée par les dispositions de la deuxième directive qui, même après "simplification", demeure fondée sur le principe d'un capital protégé, fixe et intangible.

ISABELLE CORBISIER

Chargée de cours, Université du Luxembourg

Professeur invité, HEC-Ulg (Liège)

Of counsel, Philippe & Partners, Luxembourg

¹⁶⁷ Voy. PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n°s 66-73.

¹⁶⁸ Voy. en ce sens: PH. MULLIEZ & J. PATTYN, *op. cit.*, n° 19; J. RICHELLE & E. JANSSENS, *op. cit.*, n° 6; M. HEENE & F. LECOUTRE, *op. cit.*, n° 28.

¹⁶⁹ D'après l'intitulé de l'étude de H. CULOT & P.-Y. THOUMSIN, *op. cit.*