

UCL

Université
catholique
de Louvain

Faculté de droit et de criminologie (DRT)

Quelle stratégie juridique pour la reprise d'une entreprise en difficulté ?

Mémoire réalisé par
Laurane Lucas

Promoteur(s)
Yves De Cordt

Année académique 2014-2015
Master en droit

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat entraîne l'application des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens de l'UCL.

Il y a lieu d'entendre par « plagiat », l'utilisation des idées et énonciations d'un tiers, fussent-elles paraphrasées et quelle qu'en soit l'ampleur, sans que leur source ne soit mentionnée explicitement et distinctement à l'endroit exact de l'utilisation.

La reproduction littérale du passage d'une oeuvre, même non soumise à droit d'auteur, requiert que l'extrait soit placé entre guillemets et que la citation soit immédiatement suivie de la référence exacte à la source consultée.*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une oeuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette oeuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Remerciements

J'adresse, en premier lieu, mes remerciements à mon promoteur, le Professeur Y. DE CORDT pour son aide ainsi que pour le temps qu'il a consacré à répondre à mes questions.

Je remercie également Monsieur DANTINNE et Monsieur DRIESSENS qui, en acceptant de me rencontrer, ont guidé mes réflexions par leurs expériences et leurs conseils.

Je remercie, enfin, mes parents, mon frère et mon grand-père pour l'aide et le soutien inconditionnel qu'ils me portent depuis plus de vingt-deux ans.

« Les plus belles stratégies s'écrivent au passé »

ALPHONSE ALLAIS

« C'est dur d'échouer, mais c'est pire de n'avoir jamais essayé de réussir »

THEODORE ROOSEVELT

« Un homme est fait de choix et de circonstances. Personne n'a de pouvoir sur les circonstances, mais chacun en a sur ses choix »

ERIC-EMMANUEL SCHMITT

Introduction

C'est une réalité qui s'impose à tous : de plus en plus nombreuses sont les sociétés qui, de nos jours, rencontrent des difficultés¹, que celles-ci soient de nature économique, financière, structurelle ou autre. Si certains chefs d'entreprise, confiants et optimistes, tentent par tous les moyens de redresser leurs protégées, d'autres ne voient, par contre, en elles que des causes désespérées et préfèrent alors, à tout prix, les céder à un repreneur, parfois pour un montant dérisoire. Trouver un acquéreur pour de telles entreprises peut toutefois se révéler être une tâche ardue. En effet, puisque par hypothèse la société est en proie à des difficultés, les frais liés à la restructuration et au redressement peuvent être conséquents et les risques de ne jamais y parvenir considérables. Toutefois, il est des cas où un repreneur est malgré tout trouvé. Il n'est alors pas rare que, fort de ses capacités et de son savoir-faire mais également confiant dans les perspectives de rentabilité qu'offre l'entreprise, il parvienne, endéans un délai plus ou moins long, à relancer l'activité en déclin.

Ce mémoire a pour thème principal la reprise, à proprement parler, des entreprises en difficulté et a pour objet de tenter de déterminer le mode d'acquisition qui semble être le plus avantageux pour reprendre une société qui peine à « *sortir la tête de l'eau* ».

Avant de s'aventurer plus loin dans la lecture du présent travail, deux remarques introductives doivent être mises en avant. Premièrement, il est essentiel pour le lecteur de garder à l'esprit que les stratégies de reprise diffèrent en fonction du niveau plus ou moins important des difficultés auxquelles la société fait face. En effet, l'entreprise qui connaît certaines difficultés mais qui n'est pas encore au stade avancé de la réorganisation judiciaire, voire de la faillite ne pourra être reprise de la même manière qu'une société qui, elle, n'a pas encore atteint un tel degré de tracas. C'est sur cette dernière hypothèse que repose l'ensemble de l'analyse réalisée. Deuxièmement, le sujet étant particulièrement propice à des considérations de tout ordre, il a été nécessaire d'en fixer le cadre précis, d'en circonscrire certains aspects. Tout d'abord, ce mémoire n'analysera que les différents moyens de reprise d'une entreprise en Belgique et ne se hasardera pas à prendre en compte la dimension internationale que pourrait éventuellement adopter une telle opération. Ensuite, si multiples sont les modes de reprise organisés par le droit belge, seuls trois d'entre eux seront analysés afin de dégager, *in fine*, le plus adéquat : la fusion, l'offre publique d'acquisition volontaire et la cession privée d'actions. En outre, seront uniquement abordés les aspects du droit des sociétés, l'étude ne contenant dès lors pas ou peu d'observations d'ordre fiscal, comptable, social ou autre. Enfin, les considérations se voudront générales et dès lors applicables à toute société, quelle que soit sa taille. Par conséquent, sauf quelques cas précis, ce travail ne fera pas de distinction entre petites, moyennes et grandes entreprises.

Ce mémoire se divise en deux titres. Le premier titre s'articule autour du concept central d'« entreprise en difficulté » et répond aux trois questions suivantes : quelles sont les causes macro

¹ X, *L'entreprise en difficulté*, Bruxelles, Larcier, 2012.

et microéconomiques de défaillance ? Quels signaux permettent de détecter une entreprise en proie à des difficultés ? Comment définir une telle entreprise ?

Le second étudie, quant à lui, les stratégies afin de reprendre une entreprise en difficulté telle que définie au titre premier et tente de déterminer celle qui semble être la plus appropriée. Après avoir précisé ce qu'il faut entendre par « stratégie juridique », les régimes légaux des moyens de reprise que sont la fusion, l'offre publique d'acquisition et la cession privée d'actions seront donc exposés dans le but de pouvoir être, par la suite, comparés.

Afin de mieux cerner certains aspects et d'apporter à ce travail une dimension pratique, deux professionnels furent rencontrés et interviewés : F. DRIESSENS, Directeur des services administratifs chez *Meusinvest* et S. DANTINNE, Partner et Responsable opérationnel chez *Investsud S.A.* Ces échanges sont retranscrits en annexe.

Titre 1. L'entreprise en difficulté

Qu'est-ce qu'une entreprise en difficulté ? Comment expliquer que de plus en plus d'entreprises connaissent aujourd'hui des difficultés ? Comment se traduisent concrètement ces dernières au sein d'une société ?

Telles sont les questions auxquelles tente de répondre ce premier titre. Après avoir mis en avant les causes macro et microéconomiques et dressé la liste des signaux qui permettent de détecter une entreprise en proie à de tels problèmes, nous tenterons de proposer une définition du concept central de ce mémoire : l'« *entreprise en difficulté* ».

Chapitre 1. Facteurs macroéconomiques

Le contexte macroéconomique dans lequel évoluent aujourd'hui les sociétés belges peut se révéler pénible à plusieurs égards. Outre la crise de 2008, toute une série de facteurs supplémentaires accablent, depuis plusieurs années, notre monde entrepreneurial.

Financière d'abord, économique ensuite, la crise de 2008 fut la plus grande jamais connue depuis les années 1930. Si celle-ci prit son point de départ dans le marché hypothécaire américain, soit le marché des *subprimes*², c'est véritablement la faillite de la célèbre banque d'investissement *Lehman*

² « Les *subprimes* sont une forme de crédit permettant l'accès à l'immobilier à des ménages ne présentant pas les garanties nécessaires pour accéder aux emprunts ordinaires (dits « *primes* »). Il s'agit d'hypothèques à haut rendement avec un risque élevé de défaut de la part de l'emprunteur », S. PAULO, *L'Europe et la crise économique mondiale – expliquée en 10 fiches*, 2011, disponible sur <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-200-fr.pdf>.

Brothers, qui, en septembre 2008, fit s'écrouler le marché financier mondial³. En Europe, les Etats (notamment la France et le Benelux) tentèrent alors, tant bien que mal, de limiter la casse en sauvant, par exemple, Dexia et Fortis, deux banques fortement affectées par le contexte financier de l'époque de par leurs connexions transnationales complexes⁴.

Toutefois, malgré les efforts de chacun, la crise financière finit par toucher l'économie réelle. Terriblement destructrice, elle plongea rapidement l'économie mondiale en récession (le PIB mondial baissa, en 2009, de 0,6%) ainsi que la plupart des économies des pays avancés. Le monde anglophone ira même jusqu'à la surnommer la « *Grande Récession* », en référence à la Grande Dépression de 1929⁵.

Emprisonnées dans ce pénible carcan économique, les entreprises belges se sont rapidement retrouvées confrontées à plusieurs problèmes.

Faisant face à une contraction de la demande au vu du contexte défavorable, elles ont tout d'abord constaté, impuissantes, une baisse des commandes et, par voie de conséquence, l'accumulation de leurs stocks. Ainsi, les nombreuses entreprises belges vivant du commerce extérieur ont, par exemple, dû faire face à une baisse de 12% des exportations mondiales en 2009 selon l'Organisation Mondiale du Commerce⁶.

La méfiance bancaire est également venue accabler davantage les entrepreneurs⁷. La crise ayant rendu les banques beaucoup moins enclines à octroyer des crédits, les entreprises se sont vu refuser les prêts qui auraient été indispensables à leur survie. Déjà en 1985, G. KOENIG avait fait remarquer le rôle prépondérant du secteur bancaire pour leur pérennité. Selon lui, « *la vulnérabilité de l'entreprise est souvent majorée par l'importance des ressources extérieures dans le financement. Dans la mesure où le marché des capitaux et le crédit fournisseur deviennent d'un accès difficile, les banques voient leur rôle s'accroître lorsque les difficultés s'accumulent. Comme il est rare par ailleurs qu'une entreprise se déclare en cessation de paiements tant qu'il lui est possible d'obtenir des ressources extérieures, le resserrement des conditions de crédit paraît susceptible d'accroître le taux de défaillance des entreprises* »⁸.

³ Voy. par exemple « Lundi noir après la faillite de Lehman Brothers », *Le Monde*, 15 septembre 2009 et S. CYPEL, « La faillite de Lehman Brothers ébranle le système financier mondial », *Le Monde*, 15 septembre 2008.

⁴ Pour une analyse historique et financière plus approfondie, voy. par exemple « 15,7 milliards : la "facture" du sauvetage des banques belges », *Trends Tendances*, 20 décembre 2011, disponible sur <http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/15-7-milliards-la-facture-du-sauvetage-des-banques-belges/article-normal-190745.html> ; « Sauvetage nocturne pour le groupe franco-belge Dexia », *Le Figaro*, 1^{er} octobre 2008, disponible sur <http://www.lefigaro.fr/societes/2008/10/01/04015-20081001ARTFIG00338-sauvetage-nocturne-pour-le-groupe-franco-belge-dexia.php> ; P.-H. THOMAS, « Pourquoi Fortis et Dexia sont secoués », *Le Soir*, 11 juin 2008.

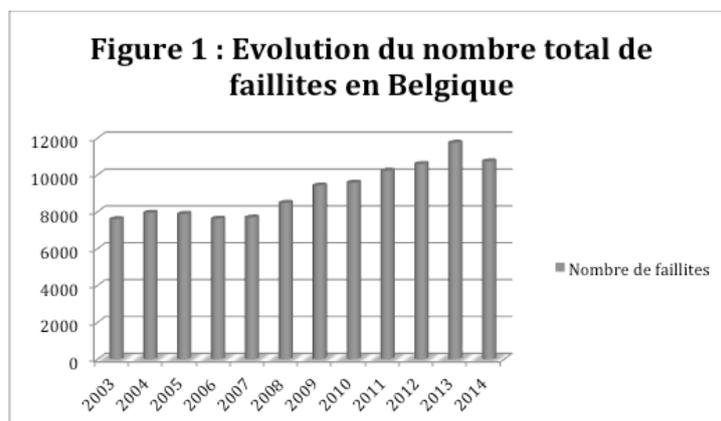
⁵ C. PEICUTI, « Grande dépression et grande récession : mêmes causes, mêmes effets », *Le Monde*, 11 septembre 2014.

⁶ Pour plus de précisions, voir https://www.wto.org/french/res_f/statis_f/merch_trade_stat_f.htm.

⁷ S. PAULO, *L'Europe et la crise économique mondiale – expliquée en 10 fiches*, 2011, disponible sur <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-200-fr.pdf>.

⁸ G. KOENIG, « Entreprises en difficulté : des symptômes aux remèdes », *Revue Française de Gestion*, janvier-février 1985, p. 86 ; Voy. également J.-F. MALECOT, « Les défaillances d'entreprises : un essai d'explication », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre 1981, p. 11.

Comme le montre la figure 1 ci-dessous, la crise financière et économique de 2008 ne laissa donc aucun répit aux entreprises belges qui, désarmées et épuisées financièrement, peinent encore aujourd'hui à trouver les mesures salvatrices nécessaires à leur survie et, par conséquent, capitales pour la relance de l'économie belge, mais également mondiale.



Source : <http://statbel.fgov.be/fr/statistiques/chiffres/economie/entreprises/faillites/ans/>

Si la conjoncture économique résultant de la crise rend difficile le quotidien de nos entreprises, elle n'est toutefois pas le seul tourment des firmes en proie à des difficultés. L'acte d'entreprendre « est plus difficile de nos jours qu'il y a cent ans, voire même vingt ou trente ans. L'environnement économique actuel est en effet profondément modifié par rapport à celui qui existait jadis »⁹. Trois causes macroéconomiques supplémentaires permettent d'expliquer ce mal-être de l'entrepreneuriat belge.

La mondialisation de l'économie est le premier problème auquel sont confrontées, un peu plus chaque jour, les sociétés¹⁰ ; « les techniques de l'information, les moyens de transport, le développement des pays du Tiers Monde sont autant de facteurs qui facilitent la délocalisation de la production dans d'autres pays. Peu d'entreprises sont à l'abri des concurrents asiatiques et déjà, elles doivent anticiper la concurrence venant des pays de l'Est et de certains pays du Sud (...) La mondialisation entraîne diverses difficultés pour les entreprises : des crises monétaires qui affectent le taux de change et modifient les rapports de forces économiques entre les entreprises, des crises politiques qui limitent ou interdisent l'accès de produits à certaines régions du monde à un certain moment, des crises de l'offre et de la demande qui génèrent des variations de coûts des matières premières que l'entreprise a des difficultés à intégrer etc. »¹¹.

L'évolution de la technique peut également être perçue comme une source de difficultés pour les entreprises. Si le produit neuf, produit de l'évolution sensible des techniques de production, constitue un bien pour la société, il peut également représenter l'ennemi des firmes, leur imposant d'être

⁹ Y. BRULARD et P. DEMOLIN, *La restructuration des entreprises en difficulté au regard des nouvelles lois du 17 juillet 1997 sur le concordat judiciaire et du 8 août 1997 sur la faillite*, Diegem, Ced.samson, 1997, p. 41.

¹⁰ Pour une analyse plus détaillée, voy. J.-Y. HUWART et L. VERDIER, « La mondialisation économique : Origines et conséquences », *Les essentiels de l'OCDE*, Éditions OCDE, 2012.

¹¹ Y. BRULARD et P. DEMOLIN, *op. cit.*, pp. 41 et 42.

constamment en avance sur leurs concurrents, de pressentir les modifications du marché et d'être inlassablement susceptibles d'implanter de nouvelles filières de production lorsque leur produit aura terminé son cycle¹².

Enfin, le dernier problème auquel fait face l'ensemble des entreprises belges est celui du coût de la main-d'œuvre. Les salaires élevés et les charges sociales toujours plus importantes les pénalisent bien souvent au profit des pays de l'Europe de l'Est ou des pays asiatiques, où l'absence de réglementation contraignante, la fiscalité plus souple et le moindre coût du travail leur permettent de dominer le marché par les prix. Comme le relate assez souvent l'information de ces dernières années, nombreuses sont ainsi celles qui, écrasées par les trop lourdes charges, surtout sociales, délocalisent leurs activités et s'envolent pleines d'espoir vers d'autres cieux¹³. Dans sa communication au Parlement Européen, au Conseil et à l'Eurogroupe, la Commission relève en effet que, dans le milieu manufacturier entre autres, « *la Belgique présente encore des déséquilibres macroéconomiques qui requièrent une surveillance et l'adoption de mesures (...) Comme le montrent l'érosion des marges des producteurs et la suppression d'emplois, l'industrie manufacturière a été gênée dans sa capacité à livrer concurrence au plan international. Concilier des coûts élevés de main-d'œuvre avec une création d'emplois durables et un haut niveau de vie oblige à progresser vers des produits qui se situent plus haut dans les chaînes de valeurs mondiales. En même temps, il importe d'éviter que ne s'aggrave le découplage entre la croissance rapide des salaires et la faible progression de la productivité. La Belgique a pris des mesures dans ce domaine, dont les effets sont attendus dans les années qui viennent. Cependant, une action plus ambitieuse est requise pour préserver la base manufacturière du pays, d'autant que des réformes sont en cours dans les pays concurrents* »¹⁴.

Cet environnement économique dans lequel baignent, dès leur naissance, les entreprises les confronte donc jour après jour à des difficultés sérieuses qui, mal gérées, peuvent entraîner inexorablement leur fermeture pure et simple¹⁵.

Chapitre 2. Facteurs microéconomiques

Les facteurs microéconomiques sont « *des causes endogènes qui représentent le risque spécifique d'origine interne, et trouvent leur source dans les fonctions fondamentales de l'entreprise, principalement la production, la commercialisation ou l'organisation* »¹⁶. Multiples sont ces paramètres

¹² *Ibid.*, p. 42.

¹³ *Ibid.*, p. 42.

¹⁴ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil et à l'Eurogroupe – Résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) No 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, COM(2014) 150 final.

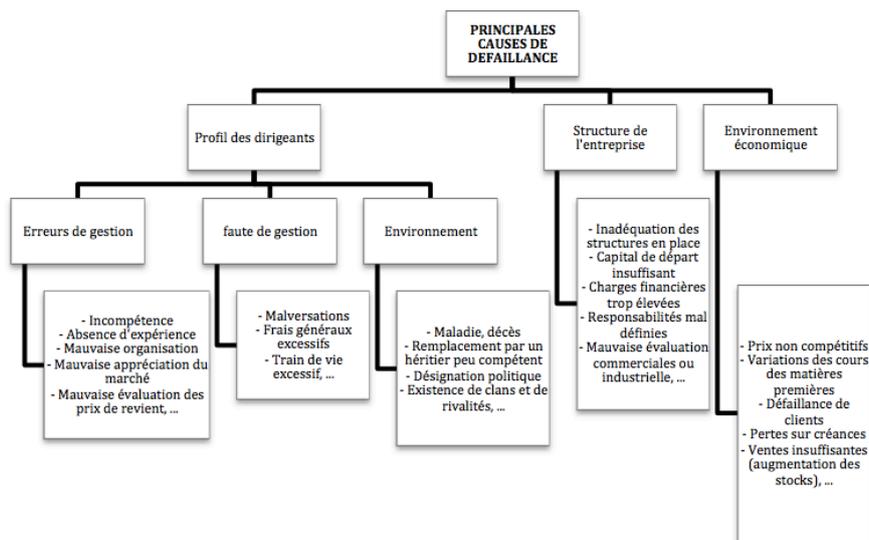
¹⁵ Y. BRULARD et P. DEMOLIN, *op. cit.*, p. 43.

¹⁶ S. BEN JABEUR, Y. FAHMI, A. TAGHZOUTI et H. SADOK, « La défaillance des entreprises: une revue de littérature », *Working paper series*, Paris, IPAG Business School, 2014, p. 2, disponible sur http://www.ipag.fr/wp-content/uploads/recherche/WP/IPAG_WP_2014_315.pdf.

pouvant aboutir à mettre en péril la survie d'une entreprise¹⁷. La plupart des études réalisées sur le sujet¹⁸ s'accordent toutefois sur une cause principale : le comportement de la firme, et en particulier celui de ses dirigeants¹⁹.

La figure ci-dessous synthétise très clairement les différentes causes internes pouvant être à l'origine de l'apparition de difficultés au sein de l'entreprise²⁰.

Figure 2 : Les principales causes microéconomiques de défaillance



Source : F. CRUCIFIX et A. DERNI, *Le redressement de l'entreprise – les symptômes de défaillance et les stratégies*, Louvain-la-Neuve, Academia, 1992, p. 18.

L'entreprise peut donc être en difficulté en raison de ses dirigeants, de ses structures et/ou de son environnement économique.

La situation problématique d'une société a pour cause l'environnement économique, « *lorsque l'entreprise pratique des prix non compétitifs ou connaît des défaillances ponctuelles de clients ou encore subit une diminution de ses ventes générée par des événements imprévisibles, tels que des grèves ou des problèmes de circulation* »²¹.

L'ébranlement de la solidité d'une entreprise est lié aux structures de cette dernière lorsqu'il découle d'un capital insuffisant, de charges financières excessives ou encore de mauvaises évaluations commerciales et industrielles.

¹⁷ Pour une étude détaillée sur les causes de défaillance des entreprises, voy. N. CRUTZEN, *Essays on the Prevention of Small Business Failure : Taxonomy and Validation of Five Explanatory Business Failure Patterns (EBPFs)*, Liège, Editions de l'Université de Liège, 2009.

¹⁸ Menées entre autre par la C.N.M.E., CONAN & HOLDER, le C.E.D.R.E., ALTMAN etc.

¹⁹ F. CRUCIFIX et A. DERNI, *Le redressement de l'entreprise – les symptômes de défaillance et les stratégies*, Louvain-la-Neuve, Academia, 1992, p. 17.

²⁰ Voy. également l'étude réalisée par l'Assureur-crédit ATRADIUS, *Les dix principales causes de faillites*, disponible sur <http://www.atradius.be/fr/blog-atradius/conseils-et-astuces/les-10-principales-causes-de-faillites.html>.

²¹ Y. BRULARD et P. DEMOLIN, *op. cit.*, p. 44.

Enfin, l'environnement, les fautes et les erreurs de gestion sont les troisièmes et dernières causes microéconomiques d'inefficacité. Selon O. FERRIER, « *les erreurs de gestion les plus fréquemment constatées peuvent être regroupées en quatre classes : (i) les erreurs de gestion financière et comptable, (ii) les erreurs commerciales, (iii) les erreurs de gestion de production et (iv) les erreurs stratégiques* »²².

Cette rapide analyse des facteurs microéconomiques permet donc de conclure que, « *contrairement à une idée encore largement répandue, les difficultés d'entreprises proviennent donc moins de causes purement financières que de causes d'origine industrielle, commerciale, technique, sociale, organisationnelle et managériale. Responsables du phénomène de cessation de paiement, les difficultés financières ne sont, en réalité, que des conséquences, avant de devenir, plus tard, elles-mêmes des causes et ce, dans un phénomène de « spirale infernale »* »²³.

Chapitre 3. Indices juridiques de difficulté

La loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises (ci-après « LCE ») constitue la pierre angulaire du droit belge des entreprises en difficulté²⁴. Succédant à la loi controversée relative au concordat judiciaire²⁵, elle fut « *promulguée sous l'égide d'une déclaration politique fondamentale : le sauvetage des entreprises en difficulté* »²⁶.

Le secours de ces firmes ne fut toutefois pas l'unique souci du législateur. Il prit également soin de mettre un point d'honneur à la détection des premiers signes de faiblesse, conséquences du contexte macro et microéconomique et fréquemment présages de périlleux lendemains.

Selon les termes de la loi, l'entreprise est considérée comme étant en difficulté lorsque sa continuité est mise en péril²⁷. Si cette notion ne fait pas l'objet d'une définition, le législateur a toutefois pris soin d'énumérer un certain nombre de signaux d'alerte, aussi appelés « *clignotants* ». Ces clignotants légaux, indices de discontinuité, sont au nombre de quatre :

- 1) le tableau des protêts²⁸ mensuels ;
- 2) les jugements de condamnation par défaut et les jugements contradictoires prononcés contre les commerçants qui n'ont pas contesté le principal réclamé ;
- 3) les retards d'au moins un trimestre de cotisations O.N.S.S. et de T.V.A.²⁹ ;

²² O. FERRIER, *Les très petites entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2002, p. 83.

²³ F. CRUCIFIX et A. DERNI, *op.cit.*, p. 19.

²⁴ Loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, *M.B.*, 9 février 2009.

²⁵ Loi du 17 juillet 1997 relative au concordat judiciaire, *M.B.*, 28 octobre 1997 ; Pour une analyse détaillée de cette réglementation, voy. par exemple P. GERARD, J. WINDEY et M. GREGOIRE, *Le concordat judiciaire et la faillite – Lois des 17 juillet et 8 août 1997*, Bruxelles, Larcier, 1998.

²⁶ G. HORSMANS, « Introduction », *L'entreprise en difficulté – Solutions et nouveaux outils juridiques*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009, p. 7.

²⁷ Article 8 de la LCE.

²⁸ Un protêt est un « acte dressé par un huissier de justice ou un notaire constatant le non-paiement ou le refus d'acceptation d'un effet de commerce et permettant des poursuites immédiates contre le débiteur », dictionnaire Larousse, édition 2005.

- 4) les jugements portant résolution d'un bail commercial, qui refusent un renouvellement ou mettent fin à la gestion d'un fonds de commerce³⁰.

Les documents parlementaires précisent toutefois que « *les articles 9 et 10 concernent quelques sources de données qui peuvent être utiles au tribunal. (...) Ces sources sont évidemment incomplètes et d'autres clignotants devront compléter l'image de l'entreprise* »³¹. Ainsi, toute une série de signaux supplémentaires sont venus grossir la liste déjà établie par le législateur. On peut par exemple citer :

- 1) toutes les informations négatives résultant des bilans ;
- 2) les retards ou non-dépôts des bilans à la B.N.B. ;
- 3) les conclusions réservées du commissaire ou du réviseur, ou le rapport du commissaire (art. 138 du Code des sociétés) ;
- 4) les retraits d'autorisations administratives ou d'agrément ;
- 5) les prorogations de l'exercice social³² ;
- 6) toute citation en faillite ;
- 7) les informations publiées par des sociétés privées, telles *Graydon* ou *Infobase* ;
- 8) le départ de cadres dirigeants qui ne sont pas remplacés ;
- 9) l'interruption de la politique de distribution des dividendes ;
- 10) les insuffisances de trésoreries pour payer les créanciers aux échéances prévues³³.

Cet ensemble de critères légaux et complémentaires matérialise donc les difficultés auxquelles font face les entreprises, selon le législateur et les auteurs doctrinaux. Combinés avec les causes macro et microéconomiques de défaillance, ils permettent de mieux comprendre la conjoncture économique actuelle ainsi que ses répercussions sur le monde entrepreneurial.

²⁹ Les documents parlementaires précisent à ce sujet qu' « *un retard de paiement d'un trimestre à l'O.N.S.S. et à la T.V.A. constitue déjà un important signal d'alerte des problèmes de l'entreprise. Deux trimestres témoignent généralement d'une situation désespérée* », *Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n°53-2692/1, p. 11.

³⁰ Articles 9 et 10 de la LCE ; F. MOURLON BEERNAERT et P. SOBRANA GENNARI CURLO, « Les enquêtes commerciales et le fonctionnement des chambres d'enquête », *L'entreprise en difficulté*, Bruxelles, Larcier, 2012, p. 19.

³¹ *Doc. parl.*, Chambre, 2007-2008, n°52-160/1, p. 11.

³² « *Il n'est en effet pas rare que l'objectif recherché soit l'espoir de pouvoir présenter des comptes annuels moins « rouges » à la nouvelle date choisie pour la clôture de l'exercice (30 juin 2012 au lieu de 31 décembre 2011 par exemple)* », F. MOURLON BEERNAERT et P. SOBRANA GENNARI CURLO, *op.cit.*, p. 19.

³³ L.-M. HENRION, « Les mesures préventives à la procédure de réorganisation judiciaire », *La continuité des entreprises, Bilan de trois années d'application de la loi du 31 janvier 2009*, séminaire Vanham & Vanham, 22 mars 2012, p. 3 ; V. DE CALLATAÏ et P. DELLA FAILLE, *La loi sur la continuité des entreprises – recueil de législation, doctrine et jurisprudence*, Limal, Anthémis, 2013, pp. 48-58 ; F. MOURLON BEERNAERT et P. SOBRANA GENNARI CURLO, *op.cit.*, pp. 19 et 20 ; J.-P. RENARD, V. RENARD, N. OUCHINSKY et W. DAVID, *La loi relative à la continuité des entreprises après la réforme de 2013 : mode d'emploi*, Waterloo, Kluwer, 2014, p. 57 ; A. SPIRITUS-DASSESE et M. DE WOLF, « Entreprises en difficulté : la procédure d'alerte », *Handelsrechtbanken en bedrijfsrevisoren : welke samenwerking ?*, Bruxelles, Bruylant, 2003, p. 121.

Chapitre 4. Définition de l'entreprise en difficulté

Cette quatrième section a pour objectif de donner une définition de la notion d' « *entreprise en difficulté* ». La tâche ne se révèle toutefois pas des plus aisées. En effet, comme le fait remarquer très justement P. NGUIHE KANTE, « *la détermination de la notion d'entreprise en difficulté (...) s'avère difficile en raison de la diversité des modes d'analyse des défaillances, des stades différents de gravité de la situation, de la rareté des critères permettant de les déceler et de l'hétérogénéité de leurs causes* »³⁴.

Ainsi, nombreux sont les auteurs qui, suite à leurs recherches, ont dégagé leur propre notion d'entreprise en difficulté, synonyme pour certains de défaillance.

J. COMBIER et R. BLAZY analysent par exemple tout d'abord l'état de défaillance comme « *la situation du débiteur à l'encontre duquel une procédure de redressement judiciaire a été ouverte* »³⁵. Si leur définition relève exclusivement de la science juridique, d'autres auteurs préfèrent mettre en avant l'aspect plus économique ou financier de la notion. Ainsi, dans une perspective financière, la défaillance d'une entreprise correspondrait à la situation qui s'installe « *lorsque l'exploitation ne peut plus faire face au passif exigible au moyen de son actif disponible. Autrement dit, dans sa phase de défaillance financière, l'entreprise ne peut plus structurellement faire face à son actif réalisable* »³⁶. Les économistes, et notamment C. GRESSE, parlent, quant à eux, de défaillance lorsque « *l'entreprise n'est plus rentable et qu'elle génère plus de charges que de produits. Dès lors le résultat de l'activité n'enrichit plus l'entreprise et celle-ci ne contribue plus positivement à l'économie* »³⁷. P.-L. BESCOS propose lui une définition plus générale. Ainsi, selon cet auteur, l'entreprise en difficulté serait celle « *où se manifeste une inadaptation face à l'évolution de l'environnement (marchés, capitaux, etc.) Cette inadaptation peut devenir de plus en plus importante et aboutir à la remise en cause de la vie de l'entreprise* »³⁸. CASTA et ZERBIB estiment enfin que la notion de défaillance se décline en trois volets : « *la défaillance juridique concerne en principe une action de dépôt du bilan liée à une situation d'insolvabilité. La défaillance économique se réfère à l'absence de rentabilité et d'efficacité de l'appareil productif. Enfin, la détresse financière est liée à des problèmes de trésorerie et d'incapacité de remboursement des dettes* »³⁹.

³⁴ P. NGUIHE KANTE, « Réflexions sur la notion d'entreprise en difficulté dans l'acte uniforme portant organisation des procédures collectives d'apurement du passif Ohada », *Pénant*, 2002, p. 5.

³⁵ J. COMBIER et R. BLAZY, *Les défaillances d'entreprises*, Paris, PUF, 1998, p. 115.

³⁶ A. COULIBALY, *La défaillance des PME belges : analyse des déterminants et modélisation statistique*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université catholique de Louvain, 2004, p. 44 ; voy. également J.-F. MALECOT, « Les défaillances : un essai d'explication », *Revue Française de Gestion*, septembre/octobre 1981, pp. 10 à 18.

³⁷ C. GRESSE, *Les entreprises en difficulté*, Paris, Economica, 1994, p. 8.

³⁸ P.-L. BESCOS, (1989), *Défaillance et redressement des P.M.I. : Recherche des indices et des causes de défaillance*, Cahier de Recherche du CEREG, Université de Paris IX - Dauphine, n°8701, 1987 ; Voy. également C. ZOPOUNIDIS, *Evaluation du risque de défaillance de l'entreprise*, Paris, Economica, 1995, p. 10.

³⁹ J.-F. CASTA et J.-P. ZERBIB, « Prévoir la défaillance des entreprises ? », *Revue française de comptabilité*, 1979, pp. 506 à 526 ; Voy. également C. ZOPOUNIDIS, *op.cit.*, p. 12.

L'analyse doctrinale ne permet donc pas de dégager une seule et unique définition de l'entreprise en difficulté. On pourrait se demander si le législateur est, quant à lui, parvenu à définir de manière univoque la notion. Malheureusement encore, la réponse est négative. A l'instar de certains autres concepts, les législations belge et européenne regorgent d'une multitude de définitions de l'entreprise en difficulté. Nous en dressons, ci-après, un aperçu non exhaustif.

La législation sociale – et plus particulièrement l'arrêté royal du 3 mai 2007 fixant le régime de chômage avec complément d'entreprise – entend par exemple par « *entreprise en difficulté* » l'entreprise qui enregistre dans les comptes annuels des deux exercices précédant la période pour laquelle la reconnaissance est demandée, une perte courante avant impôts lorsque pour le dernier exercice, cette perte excède le montant des amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissement, sur immobilisations incorporelles et corporelles⁴⁰.

Le droit des sociétés possède également ses propres définitions. Deux importantes dispositions font, entre autres, référence aux entreprises en difficulté : l'article 633 relatif à la procédure de la sonnette d'alarme, ainsi que l'article 138 enjoignant aux commissaires d'informer l'organe de gestion dès qu'ils constatent des faits graves et concordants susceptibles de compromettre la continuité de l'entreprise⁴¹. Le premier considère une entreprise comme étant dans une situation critique lorsque son actif net est réduit à un montant inférieur à la moitié du capital social. Si un tel cas se présente, l'assemblée générale des actionnaires doit, au plus vite, être réunie en vue de décider de la poursuite ou non des activités de la société⁴². Le second article circonscrit la notion de difficulté à celle de discontinuité. Nous renvoyons au chapitre 3 du présent titre pour un commentaire de ce concept.

L'Union européenne dispose enfin également de ses propres interprétations. Ainsi, dans ses lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers, la Commission estime « *qu'une entreprise est considérée en difficulté lorsqu'il est pratiquement certain qu'en l'absence d'intervention de l'État elle sera contrainte de renoncer à son activité à court ou à moyen terme. En conséquence, une entreprise est considérée comme en difficulté quand au moins une des conditions énumérées ci-dessous est remplie:*

- a) *s'il s'agit d'une société à responsabilité limitée, lorsque plus de la moitié de son capital social souscrit a disparu en raison des pertes accumulées. Tel est le cas lorsque la déduction des*

⁴⁰ Article 14 de l'arrêté royal du 3 mai 2007 fixant le régime de chômage avec complément d'entreprise, *M.B.*, 8 juin 2007.

⁴¹ L'article 138 du Code des sociétés prévoit ainsi que « *Les commissaires qui constatent, au cours de leurs contrôles, des faits graves et concordants susceptibles de compromettre la continuité de l'entreprise, en informent l'organe de gestion par écrit et de manière circonstanciée.*

Dans ce cas, l'organe de gestion doit délibérer sur les mesures qui devraient être prises pour assurer la continuité de l'entreprise pendant un délai raisonnable.

Les commissaires peuvent renoncer à l'information visée au premier alinéa, lorsqu'ils constatent que l'organe de gestion a déjà délibéré sur les mesures qui devraient être prises.

Si dans un délai d'un mois à dater de la communication de l'information visée au premier alinéa, les commissaires n'ont pas été informés de la délibération de l'organe de gestion sur les mesures prises ou envisagées pour assurer la continuité de l'entreprise pendant un délai raisonnable, ou s'ils estiment que ces mesures ne sont pas susceptibles d'assurer la continuité de l'entreprise pendant un délai raisonnable ils peuvent communiquer leurs constatations au président du tribunal de commerce (...). »

⁴² Article 633 du Code des sociétés.

pertes accumulées des réserves (et de tous les autres éléments généralement considérés comme relevant des fonds propres de la société) conduit à un montant cumulé négatif qui excède la moitié du capital social souscrit;

- b) s'il s'agit d'une société dont certains associés au moins ont une responsabilité illimitée pour les dettes de la société, lorsque plus de la moitié des fonds propres, tels qu'ils sont inscrits dans les comptes de la société, a disparu en raison des pertes accumulées;*
- c) lorsque l'entreprise fait l'objet d'une procédure collective d'insolvabilité ou remplit, selon le droit national qui lui est applicable, les conditions de soumission à une procédure collective d'insolvabilité à la demande de ses créanciers;*
- d) dans le cas d'une entreprise autre qu'une PME, lorsque depuis les deux exercices précédents:*
 - i. le ratio emprunts/capitaux propres de l'entreprise est supérieur à 7,5; et*
 - ii. le ratio de couverture des intérêts de l'entreprise, calculé sur la base de l'EBITDA, est inférieur à 1,0 »⁴³.*

Comme le lecteur l'aura sans doute compris, cette liste non exhaustive révèle le dédale définitionnel dans lequel il est facile de se perdre. Comment dès lors appréhender la notion d'entreprise en difficulté dans le cadre de ce mémoire ?

Si chacune des définitions précitées a le mérite de délimiter, à sa manière, ce concept plurivoque, aucune d'entre elles ne peut toutefois être retenue afin de saisir le sens particulier que revêt la notion de difficulté dans le cadre de ce travail.

Ainsi, sur base de l'ensemble des facteurs macroéconomiques, microéconomiques ainsi que des indices juridiques développés dans les trois premiers chapitres, nous allons nous risquer à proposer notre propre définition de ce concept qui pêche par ses trop nombreuses acceptions.

C'est sur la notion de risque que nous avons décidé de faire reposer la définition d'entreprise en difficulté. Si le lecteur pensait être quitte de tout problème de polysémie, il n'en est toutefois rien. Tout comme celui d' « *entreprise en difficulté* », le terme « *risque* » emprunte différents sens en fonction du contexte dans lequel il est utilisé. Nous n'analyserons toutefois pas les multiples significations de ce vocable et, pour le besoin de ce mémoire, nous nous limiterons à le circonscrire à la situation suivante : la probabilité pour un danger de se matérialiser.

Ainsi, l'entreprise en proie à des difficultés serait donc celle qui, si elle ne trouve pas de solutions, risque de voir sa continuité mise en péril⁴⁴ ; et ce, à cause de facteurs endogènes qui ne lui permettent pas de faire face au contexte économique actuel. Dès lors, si l'entreprise n'est pas encore

⁴³ Communication de la Commission comportant les lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers, *J.O.U.E.*, C 249, 31 juillet 2014, p. 6.

⁴⁴ Au sens de la LCE.

au stade avancé de la réorganisation judiciaire, voire de la faillite, cela ne saurait toutefois tarder si elle ne parvient pas à rapidement redresser la situation dans laquelle elle se trouve.

Titre 2. Quelle stratégie pour la reprise d'entreprises en difficulté ?

Chapitre 1. Avantages et motifs de la reprise d'une entreprise en difficulté

Pourquoi reprendre une entreprise en difficulté ? N'est ce pas là un pari fou que de vouloir acquérir une société susceptible, à tout moment, de basculer dans les abîmes toujours plus noirs de la défaillance ? Pourquoi les sociétés saines, souvent gages de sécurité et de prospérité, ne sont-elles pas les seules sur lesquelles se jette le dévolu des acquéreurs d'entreprises ?

Il est des cas où la reprise de telles entreprises s'avère en fait très avantageux. Par quels facteurs justifier cette affirmation ? Nous avons retenu les trois motifs suivants.

Le premier élément d'explication semble évident : l'acquisition d'une société en difficulté coûte moins cher que celle d'une entreprise « saine ». Faible de par sa situation structurelle, financière, économique et/ou managériale, l'entreprise n'a souvent plus beaucoup de valeur aux yeux des différents acteurs du marché et le vendeur est, par conséquent, contraint de la céder à vil prix. En effet, sachant sa société en mauvaise posture, ce dernier est parfaitement conscient qu'il ne pourra en exiger un prix déraisonnable – voire parfois raisonnable – s'il souhaite s'en défaire. L'attrait principal pour le repreneur est donc ici « *de bénéficier d'un prix « à la casse »*. *Le vendeur, en recherche désespérée pour du capital, n'est pas dans une situation de force pour négocier. Il consentira donc une forte décote à l'investisseur, par rapport à la valeur théorique de la société si elle n'était pas en difficulté. On constate que les investisseurs payent en moyenne 20 à 50 une société qui vaudrait 100 en temps normal. Ainsi le jour où le retournement est avéré et que la société vaudra à nouveau 100 (voire plus, si elle a pu reprendre le chemin de la croissance), l'investisseur pourra dégager des rendements supérieurs à 100%, contre 25% généralement dans le private equity* »⁴⁵. Pour autant que les frais de restructuration et de relance de l'activité de l'entreprise ne soient pas excessifs, l'acquéreur déboursera donc moins en acquérant une société en proie à des difficultés plutôt qu'une autre.

Le deuxième facteur permettant d'expliquer que la reprise de telles entreprises fait aujourd'hui moins peur qu'autrefois tient au fait que les pouvoirs publics, et notamment le Gouvernement wallon,

⁴⁵ P. PIERRON, « Acquisition ou reprise d'une société en difficulté : un rapport rendement / risque attractif », disponible sur http://www.fusacq.com/buzz/ae64_acquisition-ou-reprise-d-une-societe-en-difficulte-un-rapport-rendement-risque-attractif.html.

considèrent depuis quelques années le soutien aux entreprises en difficulté comme un élément essentiel de leur politique⁴⁶. Conscientes de la conjoncture économique actuelle et particulièrement de la très grande méfiance bancaire, les autorités ont ainsi mis en place de nombreuses mesures afin de relancer ces entreprises – et par conséquent de sauvegarder l’emploi – en leur facilitant, entre autres, l’accès au financement. Les gérants d’entreprises en difficulté peuvent donc désormais s’adresser, par exemple, au *Centre d’entreprises en difficulté*⁴⁷, chargé de leur venir en aide, mais également à des sociétés telles que les *Invests*, financées par le biais de droits de tirage sur la Région wallonne⁴⁸. En quoi le recours à de telles sociétés est-il utile au repreneur d’une entreprise en proie à des difficultés ? Si, dans certains cas, elles peuvent l’aider à rassembler les fonds nécessaires afin d’acquérir l’entreprise, c’est surtout dans le but d’assurer la pérennité de cette dernière que ces sociétés – et par exemple *Meusinvest* – jouent un rôle important et très concret. En effet, il se peut qu’afin de redresser l’entreprise, le repreneur ait besoin de moyens qu’il ne détient pas forcément. Dans une telle hypothèse, elles peuvent l’aider à construire le tour de table des négociations (en y amenant, par exemple, un banquier ou d’autres investisseurs dans l’optique de sortir la société rapidement des difficultés auxquelles elle fait face) ou même investir personnellement dans cette entreprise afin d’en assurer la pérennité⁴⁹. Si le repreneur est confiant quant à sa capacité à remettre l’activité de la société sur pied, la reprise de telles entreprises lui permettra donc non seulement de déboursier beaucoup moins comme expliqué plus haut, mais également de bénéficier de certaines aides lui facilitant par exemple l’accès au crédit ou lui permettant de redresser efficacement l’activité reprise.

Enfin, on peut supposer que dans le cas où l’acquéreur souhaiterait restructurer l’entreprise en difficulté dans le but de la remettre à flot, il sera plus facile de trouver un accord avec les organisations syndicales dès lors que celles-ci, soucieuses de sauver un certain nombre d’emplois, seront plus enclines à faire des compromis et à revoir leurs exigences à la baisse. En effet, comme nous l’a confirmé F. DRIESENS lors de notre entretien, l’adoption d’une démarche positive vis-à-vis de ces organisations, en les impliquant dès le début dans les négociations par exemple, permettra au repreneur d’instaurer un climat de confiance et d’obtenir, par conséquent, plus facilement certaines concessions concernant les travailleurs⁵⁰.

⁴⁶ Communiqué de presse du Gouvernement wallon du jeudi 4 juin 2015, « Small Business Act wallon 2015-2019 : le Plan d’action PME », disponible sur <http://gouvernement.wallonie.be/communiqu-s-de-presse-du-gouvernement-wallon-du-jeudi-4-juin-2015>.

⁴⁷ Voy. <http://as-e.be/page/le-centre-pour-entreprises-en-difficulte-ced-w>.

⁴⁸ Voy. l’interview de F. DRIESENS en annexe pour plus d’explications quant aux questions relatives au financement et aux activités de la société *Meusinvest*.

⁴⁹ Voy. l’interview de F. DRIESENS en annexe.

⁵⁰ Il faut toutefois faire remarquer que la présence des organisations syndicales autour de la table des négociations est une arme à double tranchant. Si elle peut être bénéfique pour le repreneur, elle peut également lui être nuisible. En effet, il arrive par exemple que, craignant que l’acquéreur ne soit un « fossoyeur », les organisations s’évertuent en fait à empêcher la reprise (un fossoyeur est, dans jargon de la pratique, un acquéreur qui reprend une société en difficulté pour une bouchée de pain et qui, peu de temps après, ne sachant notamment pas s’acquitter du passif social, la déclare en faillite). Dans un tel climat de peur, elles représenteront alors plus un frein qu’un avantage à la reprise de l’entreprise en difficulté. Nous renvoyons à l’interview de F. DRIESENS en annexe pour plus d’explications sur ce phénomène et pour un bref exemple de cas déjà vécu par *Meusinvest*.

Ainsi donc, il est parfois plus avantageux pour un acquéreur de reprendre une société en difficulté plutôt qu'une autre. La question est maintenant de connaître et comprendre les motifs sous-jacents à ce type de reprise. Quels sont généralement les buts poursuivis par le repreneur ?

Le premier but auquel on pense est considéré comme purement financier. L'acquéreur reprend une société à petit prix et la revend, quelques temps après l'avoir redressée, soit en bloc, soit par morceaux pour un montant beaucoup plus élevé. Le motif de reprise peut donc être ici vulgairement caractérisé par le désir de « *faire de l'argent* ».

Les motifs purement financiers ne permettent toutefois pas d'expliquer toutes les reprises d'entreprises en difficulté. Ainsi, un acquéreur peut également racheter une entreprise en difficulté dans le but :

- de supprimer un concurrent indésirable ;
- d'acquérir une technique particulière développée en son sein ;
- d'acquérir des actifs d'une grande valeur qui auraient, par exemple, été sous-évalués par les dirigeants d'origine ;
- de relancer une activité qui, jusqu'alors mal gérée et non rentable, offre des perspectives de croissance et de profit ;
- de rechercher des synergies ;
- de pénétrer un marché en s'appuyant sur une expertise toute faite ;
- ...

Nombreux sont donc les motifs et avantages à l'acquisition d'une entreprise en difficulté. Une fois la décision d'acquérir prise, l'acquéreur va être amené à analyser les différents moyens de reprise et à déterminer la stratégie – le mot est lancé – qui lui semble la meilleure afin de procéder à l'opération d'acquisition. Si les techniques de reprises ne manquent pas⁵¹, elles sont, chacune, soumises à des règles juridiques très différentes, eu égard au fait que « *le législateur n'appréhende pas la modification du contrôle en tant que tel* »⁵². Le choix de l'une ou l'autre technique dépendra dès lors non seulement des objectifs que l'acquéreur poursuit sur le plan économique, mais également des moyens qu'il entend y consacrer⁵³. Mais qu'entendre concrètement par « *stratégie juridique* » ?

⁵¹ P. DELLA FAILLE en recense une dizaine : la cession d'actions, la cession d'actifs, l'augmentation de capital, l'offre publique d'acquisition, l'offre publique d'échange, l'apport en société, la fusion par absorption, le rachat d'actions propres, l'introduction en bourse, le *squeeze out*, ... (P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises – Une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 139).

⁵² E. WYMEERSCH, « Cession de contrôle et offres publiques obligatoires », *R.P.S.*, 1991, p. 157.

⁵³ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 139.

Chapitre 2. Les stratégies juridiques

Section 1. Notion

A priori assez intuitive et largement employée dans le langage courant, la notion de stratégie renvoie étymologiquement aux termes « στρατός » et « ἄγειν », signifiant respectivement « armée » et « conduire ». Le dictionnaire Larousse en propose deux définitions. Premièrement, dans sa définition restrictive, celle-ci réfère à « l'art de coordonner l'action des forces militaires d'un pays »⁵⁴. Deuxièmement, dans sa définition extensive, elle renvoie à « l'art de coordonner des actions et de manœuvrer pour atteindre un but ».

De la polémologie aux sciences sociales, le concept de stratégie se dérive de manières diverses et variées en fonction du contexte dans lequel il évolue. C'est grâce à l'essor du courant « Law and management » que celui-ci a pénétré la sphère juridique. Le droit, jusqu'alors considéré comme discipline contraignante et sans véritable enjeu, s'est, peu à peu, dévoilé comme un facteur de différenciation et d'organisation de l'entreprise⁵⁵. Les stratégies dites « juridiques » sont alors parvenues, sans prétention, à trouver leur place au sein des firmes, qui ne juraient depuis toujours que par les stratégies managériales, économiques et financières. Si les limites semblent à première vue tranchées entre ces différentes manœuvres, tel n'est en réalité pas le cas dès lors qu'une stratégie n'est juridique que par les moyens qu'elle met en œuvre. H. BOUTHINON-DUMAS les définit ainsi comme « des stratégies économiques et managériales qui reposent sur la mise en œuvre de moyens juridiques »⁵⁶. En effet, « les stratégies juridiques ne visent pas à modifier le droit pour lui-même (ce qui ne pourrait être qu'une ambition académique ou esthétique), mais à modifier, à travers le droit, le contexte dans lequel s'inscrivent les actions des acteurs économiques et sociaux, pour accroître leur liberté ou les gains qu'ils peuvent retirer de leur action »⁵⁷.

Section 2. Le droit, une contrainte ?

Toute entreprise est confrontée, qu'elle le veuille ou non, à deux types de contraintes. Premièrement les contraintes internes, résultant de l'interdisciplinarité en son sein et, deuxièmement, les contraintes externes, soit les « lois écrites ou orales qui s'imposent à la personne morale en conséquence des divers actes qu'elle pose »⁵⁸. Vu comme un carcan, le droit ne serait dès lors qu'une entrave de plus à la liberté d'action des entreprises. Comme le résume justement J. VAN UYTVANCK, « de toutes les disciplines mises en œuvre dans l'entreprise, la discipline juridique est probablement celle qui, à

⁵⁴ Dictionnaire Larousse, édition 2005.

⁵⁵ C. CHAMPAUD, *Droit des affaires*, Paris, P.U.F., 1981, et J. PAILLUSSEAU, « Le droit est aussi une science de gestion », *RTD com.*, 1989, pp. 1 et s.

⁵⁶ H. BOUTHINON-DUMAS, « Les stratégies juridiques : essai sur les articulations entre droit, économie et management », *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 13.

⁵⁷ H. BOUTHINON-DUMAS et A. MASSON (sous la direction de), *Stratégies juridiques des acteurs économiques*, Bruxelles, Larcier, 2012, p. 12.

⁵⁸ X., *Le droit dans la gestion des entreprises. Le temps des convergences*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1991, p. 17.

première vue, est la moins orientée vers le but que recherche l'entrepreneur, c'est-à-dire la valeur ajoutée, source de profit »⁵⁹. Toutefois, comme expliqué plus haut, le droit joue aujourd'hui un rôle majeur dans la politique stratégique des firmes. Comment alors réconcilier ces deux visions antagonistes ? S'il est vrai que le droit est un ensemble de règles devant être respectées par tous, il est également un réservoir de possibilités d'actions⁶⁰. En effet, « *la sphère juridique (...) constitue tout autant pour l'entreprise une source d'incertitude et de risques, que d'opportunités et de soutien au développement de sa stratégie* »⁶¹. Dès lors, mis au service de la stratégie, le droit peut permettre d'accroître la compétitivité et la performance des firmes⁶² par l'optimisation et la maximisation de leurs profits. Par l'exploitation judicieuse de ressources légales, l'entrepreneur peut ainsi tenter de surclasser ses concurrents ou même d'accroître de manière significative ses résultats commerciaux⁶³.

La finalité de toute stratégie juridique est donc, d'abord et avant tout, la création de valeur. Toutefois, si gagner de l'argent apparaît *a priori* comme le principal motif à l'élaboration d'une stratégie, éviter d'en perdre peut également être vu comme un but en soi. Certaines stratégies seront alors davantage axées non sur la création, mais bien sur la conservation de valeur. Selon H. BOUTHINON-DUMAS et A. MASSON, quatre fins peuvent expliquer la mise en place de stratégies juridiques au sein d'une entreprise :

- « *donner ou augmenter la valeur de ce que la firme produit ;*
- *réduire les risques générés par les menaces auxquelles elle est confrontée ;*
- *réduire ses coûts de transaction (coûts de négociation avec ses partenaires économiques, coûts engagés pour obtenir le respect de ses droits, coûts de compliance, etc.) ;*
- *accroître et améliorer la coordination de ses ressources (dans la mesure où le droit contribue à la bonne organisation des entreprises et à leur insertion efficace dans leur environnement socio-économique) »*⁶⁴.

En droit de la concurrence par exemple, il n'est pas rare pour les entreprises d'adopter des comportements stratégiques dans le but de nuire à leurs concurrents et d'accroître ainsi leurs profits⁶⁵. L'article 81(1) du TCE prévoit que « *sont incompatibles avec le marché intérieur et interdits tous accords entre entreprises, toutes décisions d'associations d'entreprises et toutes pratiques concertées, qui sont susceptibles d'affecter le commerce entre États membres et qui ont pour objet ou pour effet d'empêcher, de restreindre ou de fausser le jeu de la concurrence à l'intérieur du marché intérieur (...)* ». Dans l'optique d'une lutte anticartel acharnée, la Commission s'est décidée

⁵⁹ J. VAN UYTVANCK, « Le droit, une ressource pour l'entreprise ? », *Le droit dans la gestion des entreprises. Le temps des convergences*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1991, p. 33.

⁶⁰ J. PAILLUSSEAU, « Le droit est aussi une science de gestion », *op. cit.*, pp. 1 et s.

⁶¹ C. COLLARD et C. ROQUILLY, *La performance juridique : pour une vision stratégique du droit dans l'entreprise*, Paris, Lextenso éditions, 2010, p. 21.

⁶² A. MASSON (sous la direction de), *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009.

⁶³ H. BOUTHINON-DUMAS et A. MASSON (sous la direction de), *op. cit.*, p. 12.

⁶⁴ *Ibid.*, pp. 12 et 13.

⁶⁵ D. CARLTON et J. PERLOFF, *Economie Industrielle*, Bruxelles, De Boeck, 1998, pp. 427 et 428.

en 1996⁶⁶ à accorder une immunité d'amende à celui qui dénoncerait et prouverait toute entente prohibée par l'article 81. Il ne fallut pas longtemps pour que cette clémence octroyée par l'institution soit au cœur des stratégies entrepreneuriales et devienne « *un instrument effectif d'infliction d'un désavantage dans la concurrence* »⁶⁷. Selon une étude de MOTTA et LANGUS⁶⁸, les entreprises cibles de cette stratégie subiraient non seulement une amende conséquente infligée par la Commission, mais verraient également le cours de leurs actions chuter de façon non négligeable⁶⁹. C'est ce qu'a tenté de faire l'opérateur privé de télévision française TF1 en dénonçant la coopération entre France 2 et France 3⁷⁰. Cet exemple permet d'illustrer que le droit, mis au service de la stratégie, peut permettre aux entreprises de tenter d'optimiser et de maximiser leurs profits et ne doit dès lors pas être vu uniquement comme une source de contrainte.

Il serait malvenu, suite à cet exemple, de réduire à l'unique volonté d'élimination de concurrents le but poursuivi par une stratégie juridique, tout comme il le serait également de limiter le terrain de jeu propice aux stratégies au seul droit de la concurrence. Celles-ci peuvent en effet se développer au sein de nombreux autres domaines du droit. En droit fiscal, une bonne stratégie aura, par exemple, pour but d'utiliser efficacement les règles légales afin permettre à son stratège de payer le moins d'impôts possible. Dans le cadre de la reprise d'une entreprise en difficulté, le choix de tel ou tel moyen d'acquisition peut aussi être vu comme une stratégie. En effet, par l'analyse des différentes possibilités de reprise, l'acquéreur déterminera lequel lui semble le meilleur, compte tenu des avantages et inconvénients de chacun, de ses attentes et des risques encourus.

Comme déjà exposé, ce mémoire a pour objectif de déterminer la meilleure manière de procéder à la reprise d'une entreprise en difficulté. Quelle est la stratégie d'acquisition la plus profitable au repreneur : la fusion, l'offre publique d'acquisition ou la cession privée d'actions ? Quelle est celle susceptible de lui éviter au maximum les pertes dans le cas où le redressement nécessaire à la relance de l'activité ne porterait pas ses fruits ? Après avoir analysé le régime légal applicable à chacun de ces trois modes, nous tenterons de répondre à ces questions.

⁶⁶ Communication de la Commission concernant la non-imposition d'amendes ou la réduction de leur montant dans les affaires portant sur des ententes, *J.O.C.E.*, n° C 207, 18 juillet 1996, pp. 4 et s ; Elle fut revue par une communication ultérieure qui n'en modifia toutefois pas le principe de base. Voy. Communication de la Commission sur l'immunité d'amendes et la réduction de leur montant dans les affaires portant sur des ententes, *J.O.C.E.*, n° C 045, 19 février 2002, pp. 3 et s.

⁶⁷ N. PETIT, « Les stratégies juridiques en droit des coordinations entre entreprises – Une approche scénarisée », *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 294.

⁶⁸ M. MOTTA et G. LANGUS, « The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation », *CEPR discussion paper*, n° DP6176, 2007, p. 30.

⁶⁹ Dans l'affaire du « Cartel de verre » par exemple, le cours des actions de Saint-Gobain chuta de plus de 3%. Pour plus de précisions sur cette affaire, voy. la décision de la Commission européenne du 12 novembre 2008, *Verre automobile*, COMP/39.125.

⁷⁰ Décision de la Commission européenne du 3 février 1999, *TF1 c/ France 2 et France 3*, IVIC-2/34.711.

Chapitre 3. Les moyens de reprise

Section 1. La fusion

Si les arguments avancés afin de justifier les opérations de fusion ne manquent pas (conquête de nouvelles parts de marché, renforcement de la capacité concurrentielle, rationalisation de la production, motifs de liquidité, économies d'échelle et de gamme, etc.⁷¹), c'est en réalité la perspective d'une plus grande efficacité économique qui amène aujourd'hui les sociétés à fusionner⁷². En effet, « *toutes les considérations stratégiques précitées restent indissociables de la recherche de profit et, plus particulièrement, de la création de valeur pour et par les entreprises concernées* »⁷³. Motivées par la volonté de s'unir afin d'améliorer les résultats, ces fusions sont qualifiées de « *dynamiques* » par G. ANGENIEUX.

Par opposition à ces fusions « *dynamiques* », la pratique rencontre également de plus en plus souvent un deuxième type de fusions dites « *sous la contrainte* ». Deux facteurs permettent d'expliquer ce phénomène. C'est suite à l'ouverture du Marché Commun et à l'invasion dans notre économie des capitaux étrangers que ce genre de fusion a explosé en nombre. En effet, face aux géants américains, chinois et autres, les petites sociétés, dont les structures financières ne permettent pas de faire face à ces concurrents, sont dans bien des cas amenées à fusionner ; l'opération étant nécessaire à leur survie. La dégradation de la situation financière ou commerciale de certaines sociétés permet, ensuite et également, d'expliquer le nombre toujours plus important de fusions sous la contrainte. La récente crise de 2008 n'ayant laissé aucun répit aux entreprises, la crainte d'être amené à mettre la « *clef sous la porte* » pousse les entrepreneurs à envisager la restructuration de leur firme, bien souvent travail de toute une vie et gouffre de toutes leurs économies. Selon G. ANGENIEUX, leurs importants investissements matériel, financier et personnel les mèneraient alors, dans cette hypothèse, à aborder les négociations préalables à la fusion avec mélancolie et les pousseraient à défendre becs et ongles leur patrimoine plutôt qu'à évaluer adéquatement les avantages que leur apporterait l'opération de fusion à moyen terme⁷⁴.

Sous-section 1. Droit européen

C'est sous l'impulsion européenne qu'est née la législation actuelle relative aux fusions. Au vu de l'expansion économique de l'époque, il était en effet devenu urgent « *de permettre la constitution d'entités économiques dotées d'une taille les rendant aptes à opérer tant sur le marché européen que sur les marchés mondiaux* »⁷⁵. Ne ménageant pas ses efforts, le législateur européen s'est donc

⁷¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *Précis de droit des sociétés – Droit européen et droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1021 ; G. ANGENIEUX, *Les fusions et l'évaluation des entreprises*, Paris, Dunod, 1970, pp. 7 et 8.

⁷² J. VANDEN EYNDE, *Précis des fusions, scissions et opérations assimilées des sociétés anonymes belges dans le Code des sociétés*, Gent, Story publishers, 2009, p. 10.

⁷³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1021.

⁷⁴ G. ANGENIEUX, *op. cit.*, pp. 5 et 6.

⁷⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1025.

attelé, fin des années 70, à réglementer assez précisément les opérations de fusion, en s'efforçant toutefois de laisser une certaine marge de manœuvre aux Etats membres. La troisième directive du 9 octobre 1978 relative aux fusions⁷⁶ vit ainsi le jour. Poursuivant son effort d'harmonisation, il adopta également en 2005 la dixième directive relative, quant à elle, aux fusions dites « *transfrontalières* »⁷⁷.

Principal texte en la matière, la 3^{ème} Directive est un acte de coordination des législations nationales. Tout en s'inscrivant dans une dynamique de protection et d'information⁷⁸, elle établit la procédure à suivre par les entités économiques confrontées à une opération de fusion. La directive traite ainsi des concepts et principes suivants : la procédure en tant que telle (le projet de fusion, l'information des actionnaires, les assemblées générales, la publicité etc.), les effets de la fusion, la situation des créanciers, des débiteurs, des contractants et des travailleurs, les diverses responsabilités pouvant être mises en cause lors de la procédure de fusion ainsi que les différentes hypothèses de nullité.

Pour chacun des Etats membres, le législateur européen a également défini et précisé son champ d'application matériel. Pour la Belgique, le Conseil a décidé de viser spécifiquement la société anonyme/de naamloze vennootschap, « *forme jugée comme la plus importante sur le plan économique ainsi que la plus élaborée sur le plan juridique. (...) Toutefois, si les Etats membres sont tenus par le résultat assigné par la directive, en l'espèce l'introduction dans leur droit de règles concernant la fusion, ils ont néanmoins la faculté soit d'édicter des règles plus contraignantes soit de soumettre aux normes de la directive d'autres formes de sociétés* »⁷⁹. C'est ainsi que, dans son effort de transposition, le législateur belge n'a pas limité le champ d'application de la réglementation relative aux fusions aux sociétés anonymes, mais l'a étendu à toutes les sociétés dotées de la personnalité juridique, à l'exception des sociétés agricoles et des groupements d'intérêt économique⁸⁰.

⁷⁶ Troisième Directive du Conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions des sociétés anonymes, *J.O.C.E.*, n° L. 295, 20 octobre 1978.

⁷⁷ Directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux, *J.O.U.E.*, n° L. 310, 25 novembre 2005.

⁷⁸ Les considérants énoncent, en effet, que le Conseil a arrêté la 3^{ème} directive:

« *Considérant que la protection des intérêts des associés et des tiers commande de coordonner les législations des Etats membres concernant les fusions de sociétés anonymes et qu'il convient d'introduire dans le droit de tous les Etats membres l'institution de la fusion;*

Considérant que, dans le cadre de cette coordination, il est particulièrement important d'assurer une information adéquate et aussi objective que possible des actionnaires des sociétés qui fusionnent et de garantir une protection appropriée de leurs droits;

Considérant que les créanciers, obligataires ou non, et les porteurs d'autres titres des sociétés qui fusionnent doivent être protégés afin que la réalisation de la fusion ne leur porte pas préjudice;

Considérant que la publicité assurée par la directive 68/151/CEE doit être étendue aux opérations relatives à la fusion afin que les tiers en soient suffisamment informés;

Considérant qu'il est nécessaire d'étendre les garanties assurées aux associés et aux tiers, dans le cadre de la procédure de fusion, à certaines opérations juridiques ayant, sur des points essentiels, des caractéristiques analogues à celles de la fusion afin que cette protection ne puisse être éludée;

Considérant qu'il faut, en vue d'assurer la sécurité juridique dans les rapports tant entre les sociétés intéressées qu'entre celles-ci et les tiers ainsi qu'entre les actionnaires, limiter les cas de nullité et établir, d'une part, le principe de la régularisation chaque fois qu'elle est possible et, d'autre part, un délai bref pour invoquer la nullité »

⁷⁹ G. KEUTGEN, « Le nouveau régime des directives européennes en matière de fusion et opérations assimilées », *Modes de rapprochement structurel des entreprises – Tendances actuelles en droit des affaires*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1988, p. 90.

⁸⁰ Article 670 du Code des sociétés.

N'ayant pas transposé le régime endéans le délai imposé, la Belgique fut condamnée par la Cour de justice le 11 mai 1989⁸¹. Le législateur belge remédia toutefois à cette lacune par une loi du 29 juin 1993⁸².

Sous-section 2. Droit belge

Si, de manière générale, les opérations de fusion sont des opérations par lesquelles deux sociétés finissent par n'en former plus qu'une, le Code des sociétés ainsi que la pratique les subdivisent toutefois en deux sous-catégories : les fusions par absorption et les fusions par constitution d'une société nouvelle. Deux opérations particulières sont, de surcroît, assimilées par le législateur à la fusion par absorption : les opérations de fusion de filiales détenues directement et indirectement à 100%, aussi appelées « *fusions simplifiées* »⁸³ ainsi que la fusion partielle^{84,85}.

§1 Définitions et caractéristiques

Le Code des sociétés définit respectivement aux articles 671 et 672 les concepts de fusion par absorption et de fusion par constitution d'une société nouvelle.

Selon le législateur, il faut entendre par « *fusion par absorption* » l'opération par laquelle une ou plusieurs sociétés transfèrent à une autre société, par suite d'une dissolution sans liquidation, l'intégralité de leur patrimoine, activement et passivement, moyennant l'attribution à leurs associés d'actions ou de parts de la société absorbante et, le cas échéant, d'une soulte en espèces ne dépassant pas le dixième de la valeur nominale des actions ou parts attribuées, ou à défaut de valeur nominale, de leur pair comptable. Cette définition permet de mettre en avant les quatre caractéristiques essentielles/effets d'une telle opération⁸⁶ :

- 1) l'existence préalable de deux ou plusieurs sociétés⁸⁷ ;
- 2) la transmission universelle du patrimoine de la ou des sociétés absorbée(s) à la société absorbante, c'est-à-dire sans qu'il y ait lieu d'accomplir les formalités propres à la cession d'actifs ;
- 3) la dissolution sans liquidation de la ou des sociétés absorbée(s) ;
- 4) l'échange des droits sociaux, c'est-à-dire l'attribution aux actionnaires de la ou des sociétés absorbée(s) d'actions ou de parts de la société absorbante⁸⁸.

Le législateur définit ensuite, à l'article 672 du Code des sociétés, « *la fusion par constitution d'une société nouvelle* » comme l'opération par laquelle plusieurs sociétés transfèrent à une nouvelle

⁸¹ *Commission c. Belgique*, C 44/88, *Rec.*, C.J.C.E., 1989, p. 1133.

⁸² Loi du 29 juin 1993 modifiant, en ce qui concerne les fusions et les scissions de sociétés, les lois sur les sociétés commerciales, coordonnées le 30 novembre 1935, *M.B.*, 21 juillet 1993.

⁸³ Article 676 du Code des sociétés.

⁸⁴ Article 677 du Code des sociétés.

⁸⁵ J. VANDEN EYNDE, *op. cit.*, p. 52.

⁸⁶ Ces effets seront détaillés plus précisément dans le troisième paragraphe.

⁸⁷ Dans son arrêt du 18 février 1946, la Cour de cassation a décidé qu'il fallait au moins une société absorbée ainsi qu'une société absorbante (*Cass.*, 18 février 1946, *Pas.*, 1946, I, p. 72).

⁸⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1029.

société qu'elles constituent, par suite de leur dissolution sans liquidation, l'intégralité de leur patrimoine, activement et passivement, moyennant l'attribution à leurs associés d'actions ou de parts de la nouvelle société et, le cas échéant, d'une soulte en espèces ne dépassant pas le dixième de la valeur nominale des actions ou parts attribuées ou, à défaut de valeur nominale, de leur pair comptable. Dès lors que la nouvelle société est considérée comme le prolongement des sociétés absorbées, la responsabilité des fondateurs ainsi que l'obligation de rédiger un plan financier ne s'appliquent pas à ce type d'opérations. En effet, comme le fait remarquer T. TILQUIN, « *la constitution de la nouvelle société n'est qu'une modification de structures des sociétés apporteurs, dont la société nouvelle prolonge la personnalité : le lien social est maintenu et la personnalité morale de la société apporteur se fond (...) au sein des sociétés nouvelles* »⁸⁹. Ainsi, il ne serait pas adéquat par rapport à la nature de l'opération « *d'attacher, par exemple, à cette constitution toutes les conséquences qui accompagnent en principe la constitution d'une société dont le capital est exprimé* »⁹⁰. Les caractéristiques essentielles de la fusion par absorption peuvent, quant à elles, être appliquées par analogie à la fusion par constitution d'une société nouvelle.

Comme succinctement expliqué ci-dessus, le législateur a également assimilé aux opérations de fusions deux opérations particulières.

La première est l'opération par laquelle une ou plusieurs sociétés transfèrent, par suite d'une dissolution sans liquidation, l'intégralité de leur patrimoine, activement et passivement, à une autre société, qui est déjà titulaire de toutes leurs actions et des autres titres conférant un droit de vote dans l'assemblée générale⁹¹. Le cas visé ici est donc celui d'une fusion entre deux sociétés dont l'une (la société absorbante) est déjà actionnaire à 100% de l'autre (la société absorbée). Mis à part le fait que la société absorbante est l'actionnaire à 100% de la société absorbée, on peut remarquer qu'il s'agit en fait d'une application particulière du précepte général de l'article 671 du Code des sociétés. J. VANDEN EYNDE s'est donc posé la question de l'utilité de cette règle : « *était-il nécessaire de créer une assimilation entre les opérations visées à l'article 676, 1° et l'article 671 car, en l'espèce, l'opération ne constitue pas réellement une fusion au sens propre du terme puisqu'il y a une absence d'émission d'actions en faveur du nouvel actionnaire ?* ». Cette question ne faisant pas l'objet de ce mémoire, nous nous bornerons à l'énoncer et à renvoyer à l'ouvrage de l'auteur pour une réflexion plus approfondie⁹².

La seconde opération assimilée est la fusion dite « *partielle* »⁹³. La fusion partielle est l'opération par laquelle une société transfère tout ou partie de son patrimoine à une autre société, sans pour autant

⁸⁹ T. TILQUIN, *Traité des fusions et scissions*, Bruxelles, Kluwer, 1993, p. 227.

⁹⁰ *Ibid.*, p. 227. Voy. également J. VAN BAEL, « *Is enkele oprichtingsakte wel een akte van oprichting ? Kanttekening bij het wetsontwerp inzake fusie en splitsing van venootschappen* », *R.W.*, 1991-1992, p. 247.

⁹¹ Article 676 du Code des sociétés.

⁹² J. VANDEN EYNDE, *op. cit.*, pp. 60 et 61.

⁹³ Article 677 du Code des sociétés.

cesser d'exister⁹⁴. La société transférante subsiste donc, mais « *subit cependant une réduction de capital égale à la valeur de la partie de son patrimoine cédé* »⁹⁵.

§2. Procédure

La procédure à suivre en cas de fusion se déroule en sept étapes.

Les experts financiers procèdent, tout d'abord, à la préparation financière de la fusion, étape au cours de laquelle « *sera évalué l'aspect économique et financier de la fusion en vue de permettre l'établissement du rapport d'échange et du rapport de parité* »⁹⁶. Cette opération est loin d'être aisée⁹⁷ ; nous renvoyons à la section 3, chapitre 4 du présent titre pour plus de précisions quant à ces deux rapports.

Le Code des sociétés impose ensuite la rédaction par les organes de gestion de chacune des sociétés appelées à fusionner la rédaction d'un projet de fusion⁹⁸. Ne désirant pas « *alourdir inutilement les charges des sociétés qui envisagent une telle opération* »⁹⁹, le législateur n'a pas imposé de forme particulière pour ce projet. Il pourra ainsi aussi bien être matérialisé par un acte authentique que par un acte sous seing privé. Dans tous les cas, huit rubriques devront obligatoirement y apparaître. Il s'agit de (i) la forme, la dénomination, l'objet et le siège social des sociétés appelées à fusionner, (ii) le rapport d'échange des actions ou parts et, le cas échéant, le montant de la soulte, (iii) les modalités de remise des actions ou parts de la société absorbante, (iv) la date à partir de laquelle ces actions ou parts donnent le droit de participer aux bénéfices ainsi que toute modalité relative à ce droit, (v) la date à partir de laquelle les opérations de la société à absorber sont considérées du point de vue comptable comme accomplies pour le compte de la société absorbante, (vi) les droits assurés par la société absorbante aux associés des sociétés à absorber qui ont des droits spéciaux, ainsi qu'aux porteurs de titres autres que les actions, ou les mesures proposées à leur égard, (vii) les émoluments attribués aux commissaires, aux réviseurs d'entreprises ou aux experts-comptables externes chargés de la rédaction du rapport prévu à l'article 695 et (viii) tous avantages particuliers attribués aux membres des organes de gestion des sociétés appelées à fusionner. Six semaines au moins avant l'assemblée générale appelée à se prononcer sur la fusion, le projet de fusion devra être déposé par chacune des sociétés au greffe du tribunal de commerce du lieu d'établissement de leur siège social respectif.

L'information contenue dans le projet sera, dans un troisième temps, complétée par deux rapports : le premier émanant des organes de gestion¹⁰⁰, le deuxième des commissaires¹⁰¹ de chacune des

⁹⁴ T. BLOCKERYE, *Acquisitions et fusions*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 316.

⁹⁵ J. VANDEN EYNDE, *op. cit.*, p. 63.

⁹⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1029.

⁹⁷ P. NICAISE, « La procédure et le rôle des conseils d'administration », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994, p. 90.

⁹⁸ Articles 693 et 706 du Code des sociétés.

⁹⁹ *Doc. parl.*, Chambre, 1989-1990, 1214/1, p. 1.

¹⁰⁰ Articles 694 et 707 du Code des sociétés.

¹⁰¹ A défaut de commissaire, il devra être rédigé par un réviseur d'entreprises ou par un expert-comptable externe désigné par les administrateurs ou les gérants.

sociétés¹⁰². Les rapports des organes de gestion devront exposer la situation patrimoniale des sociétés ainsi qu'expliquer et justifier, des points de vue juridique et économique, l'opportunité, les conditions, les modalités et les conséquences de la fusion, les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange des actions ou des parts, l'importance relative qui est donnée à ces méthodes, les valeurs auxquelles chaque méthode parvient, les difficultés éventuellement rencontrées et le rapport d'échange proposé. Les commissaires seront tenus, quant à eux, de déclarer si, à leur avis, le rapport d'échange est ou non pertinent et raisonnable. Ces déclarations devront au moins communiquer les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange ainsi qu'indiquer si celles-ci sont appropriées en l'espèce. Si l'expert relève des difficultés particulières d'évaluation, il les mentionnera. Le cas échéant, les organes de gestion seront également tenus d'informer l'assemblée générale de leur société ainsi que les organes de gestion de toutes les autres sociétés concernées par la fusion de toute modification importante du patrimoine actif et passif de leur société^{103,104}. Il sera toutefois possible de renoncer à ces trois formalités lorsque tous les associés et porteurs d'autres titres conférant un droit de vote de chacune des sociétés en auront décidé ainsi.

Une fois toutes ces formalités remplies, la fusion devra être approuvée afin de pouvoir sortir pleinement ses effets. Si la préparation « *des opérations incombe essentiellement aux organes d'administration, la décision appartient, quant à elle, exclusivement aux assemblées générales des sociétés concernées* »¹⁰⁵. Cette décision devra nécessairement être prise aux conditions de présence et de majorité requises pour la modification des statuts¹⁰⁶ et le procès-verbal de chacune des assemblées sera, à peine de nullité, établi par acte authentique¹⁰⁷.

Immédiatement après la décision de fusion, la société absorbante procédera à la modification de ses statuts. A défaut, la décision de fusion restera sans effet¹⁰⁸. Dans le cas d'une fusion par constitution d'une société nouvelle, le projet d'acte constitutif et les statuts de la nouvelle société devront être approuvés par l'assemblée générale de chacune des sociétés¹⁰⁹. La fusion ne sera dès lors considérée comme réalisée que lorsque la nouvelle société sera définitivement constituée¹¹⁰.

Une fois toutes ces formalités réalisées, les actes constatant les décisions de fusion prises au sein de la société absorbante et de la société absorbée seront alors déposés et publiés simultanément dans les quinze jours du dépôt de l'acte constatant la décision de fusion prise par l'assemblée générale qui se sera réunie en dernier lieu¹¹¹.

¹⁰² Articles 695 et 708 du Code des sociétés.

¹⁰³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1032.

¹⁰⁴ Articles 696 et 709 du Code des sociétés.

¹⁰⁵ P. NICAISE, *op. cit.*, p. 104.

¹⁰⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1036 ; Article 699 du Code des sociétés.

¹⁰⁷ Articles 700 et 713 du Code des sociétés.

¹⁰⁸ Article 701 du Code des sociétés.

¹⁰⁹ Article 714 du Code des sociétés.

¹¹⁰ Article 715 du Code des sociétés.

¹¹¹ Articles 702 et 716 du Code des sociétés.

Enfin, et à moins qu'il en ait été décidé autrement par les sociétés intéressées, les actions ou parts émises par la société absorbante ou par la nouvelle société en contrepartie des patrimoines absorbés seront réparties entre les associés des sociétés absorbées, à la diligence et sous la responsabilité des organes chargés de la gestion de ces sociétés au moment de la fusion¹¹².

§3. Effets

L'article 682 du Code des sociétés prévoit que toute fusion entraîne de plein droit et simultanément trois effets particuliers. Premièrement, les sociétés absorbées cessent d'exister. Deuxièmement, les associés des sociétés dissoutes deviennent associés des sociétés bénéficiaires. Troisièmement, l'ensemble du patrimoine actif et passif de chaque société dissoute est transféré aux sociétés bénéficiaires¹¹³.

Le premier effet d'une opération de fusion est donc la dissolution sans liquidation des sociétés absorbées. L'entière « *de leur patrimoine étant transférée ipso jure à la société absorbante ou bénéficiaire, il n'est dès lors pas nécessaire de désigner un liquidateur et de procéder à la liquidation* »¹¹⁴. Ce principe souffre toutefois d'une exception : les sociétés absorbées sont réputées exister durant une période de six mois à compter de la date à laquelle la fusion est opposable afin de permettre à ceux qui le souhaitent d'intenter une éventuelle action en nullité. Le Code n'indique cependant pas qui sera chargé de représenter la société absorbée dans l'action en nullité, dès lors qu'aucun liquidateur ne doit être désigné¹¹⁵. Dans le cas où la nullité serait prononcée, elle opérera avec effet rétroactif, rétablissant donc l'existence de la société. La personnalité de cette dernière sera réputée comme n'ayant jamais cessé d'exister¹¹⁶. Le tribunal de commerce qui a à décider de la nullité pourra toutefois, s'il est possible de remédier au problème, accorder un délai afin de régulariser la situation¹¹⁷.

Le second effet associé aux fusions consiste en l'échange des droits sociaux. Acquéreur de plein droit la qualité d'actionnaires, « *les associés de la société dissoute sont maintenus dans leurs droits dans la société bénéficiaire* »¹¹⁸ et reçoivent un certain nombre d'actions de cette dernière¹¹⁹. Lorsque les actions de la société absorbée font partie de différentes catégories, « *il est souhaitable de les unifier avant la fusion afin d'éviter toute difficulté liée à la nécessité de maintenir le rapport existant entre les droits respectifs des titulaires des différentes catégories d'actions. Quand existent, toujours dans la société absorbée, des parts bénéficiaires, des obligations convertibles ou des droits de souscription, la 3^{ème} directive européenne prévoit que les porteurs de titres, autres que des actions,*

¹¹² Articles 703 et 717 du Code des sociétés.

¹¹³ T. BLOCKERYE, *Acquisitions, fusions et réorganisations de sociétés*, Limal, Anthémis, 2012, p. 327.

¹¹⁴ Y. DE CORDT, « Commentaire de l'art. 682 C. soc. », *Commentaire systématique du Code des sociétés*, Waterloo, Kluwer, f. mob.

¹¹⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1042.

¹¹⁶ J. VERSTRAELEN et P. ERNST, *Reorganisatie van vennootschappen. Fusie, (partiële) splitsing, inbreng van bedrijfstak of van algemeenheid*, Malines, Ced.Samsom, 2002, p. 104.

¹¹⁷ J. VANDEN EYNDE, *op. cit.*, p. 71.

¹¹⁸ *Ibid.* p. 71.

¹¹⁹ Cass., 7 février 1975, *Pas.*, 1975, I, p. 583 ; Cass., 16 novembre 1966, *Pas.*, 1967, I, p. 354 ; J. VAN RYN et P. VAN OMMESLAGHE, « Examen de jurisprudence. Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1973, p. 546.

auxquels sont attachés des droits spéciaux, doivent jouir au sein de la société absorbante de droits au moins équivalents »¹²⁰. Le législateur belge n'ayant toutefois pas transposé cette disposition en droit national, c'est le projet de fusion qui devra régler la question.

Le troisième et dernier effet attaché aux opérations de fusion est le transfert de l'entière responsabilité du patrimoine actif et passif des sociétés dissoutes à la société bénéficiaire, cette dernière devenant ainsi l'ayant-cause universel des sociétés absorbées¹²¹. Les conséquences liées à la transmission universelle sont au nombre de quatre. Tout d'abord, l'ensemble de l'actif des sociétés dissoutes est transmis de plein droit et sans formalité à la société bénéficiaire. Il n'est donc pas nécessaire de signifier des cessions de créances, d'endosser des lettres de change ou de procéder à la réinscription d'un gage sur fonds de commerce¹²². Ensuite, le passif est également transmis de plein droit et sans formalité à la société bénéficiaire, qui en est par conséquent tenue sans limitation¹²³. Troisièmement, la société bénéficiaire reprend automatiquement tous les contrats en cours. Sauf disposition contraire, les contrats conclus *intuitu personae* feraient donc également partie de l'ensemble des contrats transférés¹²⁴. Certains auteurs ne partagent toutefois pas cet avis et considèrent qu'on ne peut déduire du silence de la loi le fait que les contrats *intuitu personae* soient *de facto* transférés à la société bénéficiaire de la fusion. Pour plus de précisions, nous renvoyons à l'ouvrage d'Y. DE CORDT ainsi qu'à la contribution de F. T'KINT et I. CORBISIER¹²⁵. Enfin, « les procédures en cours ne peuvent être poursuivies que par et contre la société bénéficiaire, qui ne doit pas reprendre l'instance »¹²⁶.

§4. Fixation de sûretés, responsabilité et nullité

(i) Fixation de sûretés

Les opérations de fusion entraînant la confusion des patrimoines des sociétés, les créanciers des sociétés dissoutes et ceux de la société bénéficiaire se retrouvent bien souvent dans une situation de concurrence¹²⁷. En effet, par la fusion, la société bénéficiaire « reste non seulement tenue de ses dettes mais devient en outre débitrice des créanciers des sociétés absorbées »¹²⁸. Pour cette raison, le législateur a introduit, à l'article 684 du Code des sociétés, la possibilité pour les créanciers de

¹²⁰ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1043.

¹²¹ Elle n'est toutefois pas réputée continuer la personne de la société dissoute. Il n'est donc pas question de parler de survie passive de la société dissoute au sein de la société bénéficiaire ; *Voy. Cass.*, 30 avril 1070, *Pas.*, 1970, I, p. 749 ; Bruxelles, 12 février 1965, *R.P.S.*, 1968, p. 244 ; Mons, 17 mai 1988, *R.P.S.*, 1988, p. 193 ; *Comm. Bruxelles*, 30 février 1980, *R.P.S.*, 1980, p. 162.

¹²² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1039 ; P. COPPENS et F. T'KINT, « Le transfert des créances, des dettes et des contrats dans les fusions de sociétés », *La transmission des obligations*, Bruxelles, Bruylant, 1980, p. 432 ; A. BENOÎT-MOURY, « Dix ans de jurisprudence en matière de sociétés », *Act. Dr.*, 1991, p. 151.

¹²³ *Civ. Anvers*, 4 janvier 1933, *J.T.*, 1933, col. 171.

¹²⁴ H. LAGA, « Enige bedenkingen omtrent fusie en overgang van *intuitu personae* overeenkomsten », *Liber Amirocum Jan Ronse*, 1986, p. 258 ; G.A. DAL et M. VAN DEN ABEELE, « Les fusions et scissions de sociétés commerciales », *R.P.S.*, 1993, p. 245.

¹²⁵ F. T'KINT et I. CORBISIER, « La transmission des contrats et la protection des créanciers », *Rapport présenté au Colloque organisé par l'UCL le 22 octobre 1992*, n^{os} 18-20 ; Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 806.

¹²⁶ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1040 ; *Voy. également Mons*, 15 septembre 2003, *J.L.M.B.*, 2004, p. 992 ; Gand, 20 décembre 2002, *P. & B.*, 2003, p. 385.

¹²⁷ K. GEENS, « Les effets de la fusion », *Les Fusions et Scissions internes de sociétés en droit commercial et en droit fiscal*, Bruxelles, Ed. Jeune Barreau, 1993, p. 155.

¹²⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1045.

toutes les sociétés concernées par l'opération d'exiger la constitution d'une sûreté, afin de garantir leur créance à condition que celle-ci soit demandée dans les deux mois de la publication au *Moniteur belge* de l'acte constatant la fusion et uniquement pour une créance non échue et antérieure à la publication de la décision de fusion. Cette faculté leur permet donc de se protéger dans le cas où « leur créance se trouverait en péril par l'effet de la fusion »¹²⁹. La société bénéficiaire à laquelle cette créance aura été transférée et, le cas échéant, la société dissoute pourront toutefois, chacune, écarter cette demande en payant la créance à sa valeur, après déduction de l'escompte. A défaut d'accord ou si le créancier n'est pas payé, la contestation sera soumise au Président du Tribunal de commerce, qui, statuant comme en référé, déterminera la sûreté à fournir par la société et fixera le délai dans lequel celle-ci devra être constituée.

(ii) Responsabilité

Trois régimes particuliers de responsabilité applicables aux fusions sont prévus par le Code des sociétés.

Le premier concerne les fusions de sociétés à responsabilité illimitée¹³⁰. Par société à responsabilité illimitée, il faut entendre les sociétés en nom collectif, les sociétés en commandite simple, les sociétés en commandite par action ainsi que les sociétés coopératives à responsabilité illimitée. Lorsque les sociétés dissoutes ont une des formes précitées, les associés responsables de façon illimitée restent tenus, solidairement et indéfiniment à l'égard des tiers, des engagements de la société dissoute antérieurs à l'opposabilité aux tiers de l'acte de fusion ou de scission conformément à l'article 76 du Code des sociétés¹³¹. Les associés répondent également solidairement et indéfiniment à l'égard des tiers, des engagements de la société dissoute antérieurs à la fusion. Comme le souligne J. VANDEN EYNDEN, « la responsabilité indéfinie et solidaire des associés repose, en effet sur le principe que les tiers ne peuvent être privés de leurs possibilités de recours »¹³². L'alinéa 3 introduit toutefois une dérogation à ce principe : les associés peuvent être exonérés de cette responsabilité par une clause expresse insérée dans le projet et l'acte de fusion ou de scission, opposable aux tiers conformément à l'article 76.

Le deuxième régime de responsabilité concerne les administrateurs. Si « les règles de droit commun et de droit des sociétés relatives à la responsabilité des organes d'administration s'appliquent en cas de fusion »¹³³, l'article 687 prévoit que les associés de la société dissoute peuvent également exercer contre les administrateurs ou gérants de cette société une action en responsabilité pour obtenir la réparation du préjudice qu'ils auraient subi par suite d'une faute commise lors de la préparation et de la réalisation de la fusion ou de la scission. Chaque associé de la société dissoute peut, en outre, exercer une action en responsabilité contre le commissaire, le réviseur d'entreprises ou l'expert-

¹²⁹ F. T'KINT et I. CORBISIER, « La transmission des contrats et la protection des créanciers », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994, p. 202.

¹³⁰ Article 685 du Code des sociétés.

¹³¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1047.

¹³² J. VANDEN EYNDE, *op. cit.*, p. 76.

¹³³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1048.

comptable externe pour les dommages subis par suite d'une faute commise par ceux-ci dans l'accomplissement de leur mission. Ce régime particulier ne bénéficiant qu'aux associés de la société dissoute, les actionnaires de la société bénéficiaire devront, quant à eux, intenter leur action en responsabilité sur base du droit commun ou du droit des sociétés, « à savoir en cas de faute de gestion¹³⁴, de violation des dispositions du Code ou des statuts¹³⁵ et de fautes spécifiques telles que la faute aquilienne ou encore la faute grave et caractérisée en cas de faillite¹³⁶ »¹³⁷.

L'article 773 du Code des sociétés prévoit enfin la possibilité de mettre en cause la responsabilité pénale des membres des organes de gestion. Ainsi, seront punis d'une amende de cinquante francs à dix mille francs (i) les membres de l'organe de gestion qui n'auront pas fait dans le projet de fusion ou de scission les énonciations requises par l'article 693 et, (ii) les membres de l'organe de gestion qui n'auront pas présenté le rapport spécial accompagné du rapport du commissaire ou du réviseur d'entreprises, ou, selon le cas, de l'expert-comptable externe, comme il est prévu aux articles 695 et 697.

(iii) Nullité

La nullité d'une fusion ne pourra être demandée que dans trois hypothèses. En effet, « la remise en *pristin état étant complexe et susceptible de nuire aux intérêts des tiers* »¹³⁸, le législateur a énuméré limitativement les causes de nullité et a, en outre, prévu un régime de régularisation de l'opération.

Le tribunal de commerce devra, tout d'abord, prononcer, à la requête de tout intéressé, la nullité de la fusion si la soulté en espèces dépasse le dixième de la valeur nominale des actions ou parts attribuées ou, à défaut de valeur nominale, de leur pair comptable. Lorsque la nullité est de nature à porter atteinte aux droits acquis de bonne foi par un tiers à l'égard de la société bénéficiaire, le tribunal pourra toutefois déclarer sans effet la nullité à l'égard de ces droits, sous réserve du droit du demandeur à des dommages et intérêts s'il y a lieu¹³⁹.

Il pourra également, à la requête de tout intéressé, prononcer la nullité de la fusion si les décisions des assemblées générales qui ont approuvé la fusion n'ont pas été constatées par acte authentique ou si ces décisions ont été prises en l'absence des rapports de l'organe de gestion, des commissaires, des réviseurs d'entreprises ou des experts-comptables externes. Lorsqu'il est cependant possible de porter remède à l'irrégularité susceptible d'entraîner la nullité de la fusion, le tribunal compétent accordera aux sociétés intéressées un délai pour régulariser la situation¹⁴⁰.

¹³⁴ Articles 140 et 527 du Code de sociétés ; Voy. à ce sujet P. VAN OMMESLAGHE, « Développements récents de la responsabilité civile professionnelle en matière économique », *L'évolution récente du droit commercial et économique*, Bruxelles, Ed. Jeune Barreau, 1978, p. 30.

¹³⁵ Articles 528 et 140 du Code des sociétés.

¹³⁶ Article 1382 du Code civil ; Articles 140 et 530 du Code des sociétés.

¹³⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1049.

¹³⁸ T. TILQUIN, *op. cit.*, p. 383.

¹³⁹ Article 688 du Code des sociétés.

¹⁴⁰ Article 689 du Code des sociétés.

Enfin, « si la décision d'une des assemblées générales est susceptible d'être annulée, l'opération de fusion dans son ensemble est annulable »¹⁴¹. Ainsi, la fusion pourra être annulée (i) lorsque la décision prise est entachée d'une irrégularité de forme et si le demandeur prouve que cette irrégularité a pu avoir une influence sur la décision, (ii) en cas de violation des règles relatives au fonctionnement de l'assemblée ou en cas de délibération sur une question étrangère à l'ordre du jour lorsqu'il y a intention frauduleuse, (iii) lorsque la décision prise est entachée de tout autre excès de pouvoir ou de détournement de pouvoir, (iv) lorsque des droits de vote qui sont suspendus ont été exercés et que, sans ces droits de vote illégalement exercés, les quorums de présence ou de majorité requis pour les décisions d'assemblée générale n'auraient pas été réunis et (v) pour toute autre cause prévue dans le Code des sociétés¹⁴².

Si la nullité de la fusion est prononcée, elle ne portera toutefois pas atteinte par elle-même à la validité des obligations nées à la charge ou au profit des sociétés bénéficiaires entre le moment où la fusion est réalisée et la publicité de la décision prononçant l'annulation de la fusion, les sociétés ayant participé à la fusion répondant solidairement de ces obligations nées à la charge des sociétés bénéficiaires¹⁴³. Dans le cas particulier d'une fusion par constitution d'une société nouvelle, la décision judiciaire prononcera également la nullité de la nouvelle société¹⁴⁴.

Section 2. Les offres publiques d'acquisition

Mariage de cœur ou de raison, l'offre publique d'acquisition (« O.P.A. ») est un moyen pour l'offrant d'acquérir ou de renforcer son contrôle sur une société par le biais d'une acquisition de titres. Ainsi, « elle constitue un moyen d'opérer une fusion au sens économique du terme, en ce sens qu'elle aboutit à placer les ressources et les actifs de la société acquise sous la même gestion que celle de la société promotrice »¹⁴⁵.

Aujourd'hui récurrente et largement réglementée, la technique de l'O.P.A. permet également de rétablir « en faveur de l'actionnaire minoritaire un pouvoir réel de décision en réinstaurant un pouvoir vital efficient qui lui donne la faculté d'exercer les droits fondamentaux qui sont les siens »¹⁴⁶. Suite à la collectivisation du capital, il est devenu fréquent, voire habituel, qu'une société ne soit contrôlée en fait que par un petit nombre d'actionnaires¹⁴⁷, généralement appelé « groupe de contrôle » ; « l'assemblée générale n'est en réalité plus qu'un rituel soigneusement entretenu. L'actionnaire possède le droit de vote mais celui-ci est sans valeur »¹⁴⁸. Le mécanisme de l'O.P.A. réintègre une certaine égalité des actionnaires en permettant à la majorité, jusqu'alors dispersée et

¹⁴¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1051.

¹⁴² Article 64 du Code des sociétés.

¹⁴³ Article 692 du Code des sociétés.

¹⁴⁴ Article 690 du Code des sociétés.

¹⁴⁵ R. WITTERWULGHE, *L'offre publique d'acquisition – une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988, p. 12.

¹⁴⁶ *Ibid.*, p. 17.

¹⁴⁷ Pour une analyse approfondie de la notion de contrôle, voy. T. DELVAUX, « Le contrôle d'une société – Sens et contresens d'un concept polysémique. Variations sur un même thème en droit des sociétés, droit de la concurrence et droit des marchés publics », *J.T.*, 2007, pp. 788 à 803.

¹⁴⁸ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, p. 16.

silencieuse, de reconquérir son pouvoir et de revêtir le réel rôle d'arbitre de ce changement de contrôle¹⁴⁹. En effet, comme il sera vu *infra*, l'offre d'acquisition doit être adressée non au *management* de la société, mais bien à l'ensemble des actionnaires de celle-ci, ces derniers détenant dès lors le vrai pouvoir de décision.

Sous-section 1. Législations relatives aux offres publiques d'acquisition

Suite à la bataille pour la prise de contrôle de la Société Générale de Belgique en 1988¹⁵⁰, le législateur s'est attelé à réglementer précisément les offres publiques d'acquisition, qui, jusqu'alors n'étaient soumises qu'aux directives prétoriennes de la Commission bancaire et financière^{151, 152}. Ainsi, pendant près de vingt ans, les O.P.A. durent répondre aux prescrits de la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition¹⁵³ et de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés¹⁵⁴. Ce régime fut toutefois profondément réformé en 2007. En effet, insatisfait de la disparité législative ambiante, le législateur européen œuvra à l'adoption d'une directive d'harmonisation de la matière¹⁵⁵ dans le but de favoriser l'intégration économique et financière européenne. Subtil compromis entre les différents desiderata des Etats membres, mais toutefois décriée par un certain nombre d'auteurs¹⁵⁶, cette directive fut transposée en droit belge par la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (« *Loi O.P.A.* »)¹⁵⁷, ainsi que par deux arrêtés royaux du 27 avril 2007 : l'un relatif aux offres publiques d'acquisition (« *A.R. O.P.A.* »)¹⁵⁸, l'autre relatif aux offres publiques de reprise (« *A.R. O.P.R.* »)¹⁵⁹. Cette refonte du droit des O.P.A. allia, selon P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, à la fois nouveauté et continuité. En effet, si le législateur a maintenu les mécanismes originaires de défense anti-OPA ainsi que la relative stabilité des procédures, il a, entre autres, également élargi le champ d'application de la réglementation des offres volontaires à toutes les formes de titres, établi la règle de « *put up or shut up* », reconnu un mécanisme de « *sell out* » limité et modifié fondamentalement le régime des offres publiques obligatoires¹⁶⁰.

¹⁴⁹ Ceci n'est vrai que si le groupe de contrôle ne détient pas plus de 50% des actions.

¹⁵⁰ Pour plus de précisions sur cette affaire, voy. R. LAMY, *Narration authentique d'une O.P.A. – Bataille pour la Société Générale*, Louvain-la-Neuve, Duculot, 1990 et A. BENOIT-MOURY, « Cerus-de Benedetti contre la Société Générale de Belgique – Les grandes étapes juridiques d'une saga financière », *J.T.*, 1988, p. 217.

¹⁵¹ Aujourd'hui « Autorités des services et marchés financiers (« FSMA ») ».

¹⁵² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1104.

¹⁵³ Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989.

¹⁵⁴ Arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, *M.B.*, 11 novembre 1989.

¹⁵⁵ Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.*, L 142 du 30 avril 2004, pp. 2 et s.

¹⁵⁶ Voy. par exemple J. FRANTZEN, « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banc. Fin.*, 2004, p. 145.

¹⁵⁷ Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007.

¹⁵⁸ Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007.

¹⁵⁹ Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise, *M.B.*, 23 mai 2007.

¹⁶⁰ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *Les offres publiques d'acquisition – Le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 8.

Sous-section 2. Définitions, caractéristiques, formes et conditions

L'article 3, 1° de la Loi O.P.A. définit les offres publiques d'acquisition comme « *une offre s'adressant aux détenteurs de titres de la société visée et destinée à acquérir tout ou partie de leurs titres, que l'offre soit volontaire ou obligatoire* ». S'il est louable d'avoir enfin pris l'initiative de définir la notion¹⁶¹, il est néanmoins fâcheux que cette dernière revête un caractère tautologique, en ce sens que l'offre est, en fait, définie comme une offre. Force est donc de se référer au droit commun afin d'en saisir correctement les contours¹⁶². Ainsi, l'offre est un engagement unilatéral par lequel une personne, l'offrant, propose à une autre personne de conclure une convention. La proposition doit être à ce point détaillée qu'il suffit au destinataire de l'offre de l'accepter pour que le contrat soit formé¹⁶³.

Dans le cadre des O.P.A., la proposition devra répondre aux deux caractéristiques suivantes :

- Elle devra être effectuée sur le territoire belge ;
- Elle devra être publique, dans le sens où elle devra être adressée à tous les actionnaires en même temps¹⁶⁴.

L'offre publique d'acquisition peut adopter diverses formes. Si elle émane de la volonté de l'offrant, elle sera dite volontaire, tandis que, si « *elle est consécutive à l'acquisition, par une personne, de titres avec droit de vote qui a pour conséquence de lui faire franchir le seuil de 30% des titres avec droit de vote émis par une société dont les titres sont admis à la négociation* »¹⁶⁵, on la qualifiera d'obligatoire. Elle peut également être d'acquisition si la contrepartie consiste en espèces ou, d'échange, si la contrepartie consiste en titres. Enfin, elle sera amicale si le conseil d'administration de la société cible l'appuie ou hostile si, dans le cas contraire, il s'y oppose¹⁶⁶.

L'article 3 de l'A.R. O.P.A. reprend les différentes conditions auxquelles doit répondre toute offre publique d'acquisition. Ainsi et entre autres :

¹⁶¹ En effet, l'ancienne réglementation applicable aux OPA ne définissait pas le mécanisme.

¹⁶² P. VAN OMMESLAGHE, « Le droit des OPA et les matières connexes : droit civil, droit des sociétés, droit boursier », *Droit et pratique des OPA en Belgique. Une nouvelle réforme est-elle souhaitable ?*, Séminaire Skyroom du 20 octobre 1998, n°2 et s., spéc. n°8, p. 6.

¹⁶³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1103.

¹⁶⁴ L'article 6 de la Loi O.P.A. précise à cet égard que :

« *Le caractère public d'une offre d'acquisition lancée sur le territoire belge est établi :*

1° *lorsqu'il y a diffusion, sur le territoire belge, d'une communication adressée à des personnes, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, qui présente une information suffisante sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres et qui est faite par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui, ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes;*

2° *dès que sont mis en œuvre, sur le territoire belge, par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes, des procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition.*

Ne revêtent pas un caractère public, les catégories d'offres suivantes :

1° *les offres effectuées sur le territoire belge qui concernent des titres répandus uniquement parmi des investisseurs qualifiés au sens de l'article 10 de la loi du 16 juin 2006;*

2° *les offres adressées, à des conditions identiques, sur le territoire belge, à moins de 1 150 personnes physiques ou morales autres que des investisseurs qualifiés au sens de l'article 10 de la loi du 16 juin 2006;*

3° *les offres portant sur des titres dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 1 100 000 euros ».*

¹⁶⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1103.

¹⁶⁶ *Ibid.*, p. 1107.

- L'offre doit porter sur la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par la société visée et non encore détenus par l'offrant ou les personnes liées à l'offrant ;
- En cas d'offre publique d'achat, les fonds nécessaires à la réalisation de l'offre doivent être disponibles, soit en un compte auprès d'un établissement de crédit, soit sous la forme d'un crédit irrévocable et inconditionnel ouvert à l'offrant par un établissement de crédit¹⁶⁷. En cas d'offre publique d'échange, l'offrant doit disposer soit des titres à offrir en contrepartie, soit du pouvoir de les émettre ou du droit de les acquérir en nombre suffisant et dans le délai prévu pour le paiement ; et, s'il n'a pas le pouvoir de les émettre, il doit être en mesure, en droit ou en fait, d'obtenir que la personne morale concernée émette les titres ;
- L'offre doit être sérieuse en ce sens que ses conditions doivent permettre à l'offrant d'obtenir le résultat recherché¹⁶⁸ ;
- L'offrant doit s'engager, pour ce qui dépend de lui, à mener l'offre à son terme¹⁶⁹ ;
- La réception des acceptations et le paiement du prix doivent être assurés par un établissement de crédit ou par une société de bourse.

Sous-section 3. Déroulement d'une offre publique d'acquisition

§1. La procédure

(i) « Put up or shut up »

Si, par principe, nul ne peut annoncer, avant la publication de l'avis formel d'offre par l'Autorité des services et marchés financiers (« FSMA »), le lancement d'une offre, la FSMA peut toutefois contraindre un offrant potentiel à clarifier ses intentions lorsqu'il a suscité, suite à certaines déclarations, des interrogations quant à son intention de lancer une offre¹⁷⁰. Si la personne confirme cette dernière, elle sera tenue de se plier aux formalités obligatoires prévues à l'article 5 de l'A.R. O.P.A.¹⁷¹. Si au contraire elle ne la confirme pas, elle devra s'abstenir de lancer une offre pendant une période de six mois sur la société concernée^{172,173}.

¹⁶⁷ Il est probable que la FSMA n'acceptera que les attestations de disponibilité provenant d'établissements de crédit belges et non ceux émanant d'établissements de crédit établis au sein de l'Union européenne (J.-M. NELISSEN GRADE, « Kroniek van openbare overnamebiedingen (1996-2003) », *Dr. banc. Fin.*, 2007, p. 49).

¹⁶⁸ « Les conditions pourraient être irréalistes si elles comprennent, par exemple, l'obtention d'un seuil élevé de titres avec ou conférant le droit de vote alors qu'un actionnaire significatif a clairement indiqué qu'il n'accepterait aucune offre en provenance de l'offrant ou l'obtention d'un financement à des conditions bien plus favorables que celles existantes sur le marché et que l'offrant, vu son profil de risque, serait vraisemblablement incapable d'obtenir » (P. HAMER et D. CONEM, « La procédure d'offre publique d'acquisition, le rôle du conseil d'administration, les mesures de défense et la due diligence », *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Kluwer, Waterloo, 2007, p. 139).

¹⁶⁹ Cela ne signifie toutefois pas que l'offre ne puisse pas être assortie de conditions. Irrévocabilité n'est pas synonyme d'inconditionnalité (P. HAMER et D. CONEM, *op. cit.*, p. 141).

¹⁷⁰ Cette obligation de « dévoiler son jeu » trouve son origine dans les affaires françaises Pepsico-Danone et Pinault-Suez. Voy. à ce sujet F. MARTIN LAPRADE et G. GUILIANI, « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Rev. dr. banc. fin.*, 2006, pp. 61 et 62 et P. HAMER et D. CONEM, *op. cit.*, p. 126.

¹⁷¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, « La position de la société cible sous la législation OPA », *Dr. banc. Fin.*, 2009, p. 135.

¹⁷² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1114.

(ii) Avis et prospectus

La procédure d'offre publique d'acquisition se met officiellement en branle par le dépôt d'un avis par l'offrant auprès de la FSMA. Cet avis doit indiquer qu'il est satisfait aux exigences prévues à l'article 3 de l'A.R. O.P.A. et notamment mentionner le prix et les conditions de l'offre. A cet avis doit être également joint le projet de prospectus, document indispensable à toute O.P.A.¹⁷⁴. Une fois déposé, la FSMA « analyse ces éléments afin de déterminer la recevabilité de l'offre. Leur non-conformité entraîne la suspension du processus jusqu'à ce que l'autorité de contrôle soit satisfaite des modifications apportées par l'offrant »¹⁷⁵. Si le prescrit de la loi se trouve respecté, elle publie l'avis et en informe l'entreprise de marché concernée si des titres de la société visée sont admis à la négociation sur un marché réglementé belge, la société visée ainsi que l'offrant. Rendre l'avis public n'infère toutefois pas, selon la Commission bancaire et financière, l'autorisation de mener à terme l'opération dès lors que l'approbation du prospectus doit encore avoir lieu¹⁷⁶.

Comme évoqué ci-dessus, toute offre publique requiert également la publication préalable d'un prospectus¹⁷⁷. Ce dernier doit mentionner les conditions de l'offre ainsi que les renseignements nécessaires afin que les détenteurs de titres de la société visée puissent porter un jugement fondé sur l'opération¹⁷⁸¹⁷⁹. Conscient de la technicité de ce type de document, le législateur impose en outre la rédaction d'un résumé exposant brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'offre, de l'offrant, de la société visée, des intentions de l'offrant et, en cas d'offre d'échange, des titres offerts en contrepartie et de l'émetteur des titres offerts en contrepartie. Selon M. FYON et P. WAUTELET, « le recours à ce résumé en matière d'OPA constitue un développement majeur qu'il faut saluer. Il impose aux rédacteurs de prospectus et aux autorités de contrôle un bel exercice de synthèse et de clarté qui ne peut que contribuer à la bonne information des marchés »¹⁸⁰. Le prospectus devra, quant à lui, obligatoirement indiquer que :

- tout détenteur de titres qui a accepté dans le cadre de l'offre peut toujours retirer son acceptation pendant la période d'acceptation ;
- toute augmentation du prix de l'offre bénéficie également aux détenteurs de titres qui ont déjà accepté l'offre¹⁸¹.

Le prospectus doit être rédigé en français et en néerlandais à moins que l'offrant ne démontre que la société visée publie habituellement son information financière dans une seule langue nationale ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale¹⁸². Dans les dix jours ouvrables à dater de la présentation d'un dossier complet, la FSMA notifie à l'offrant sa décision d'approbation du

¹⁷³ Article 8 de l'A.R. O.P.A.

¹⁷⁴ Articles 5 et 6 de l'A.R. O.P.A.

¹⁷⁵ P. HAMER et D. CONEM, *op. cit.*, p. 129.

¹⁷⁶ CBF, *Rapport annuel*, 1995-1996, p. 97.

¹⁷⁷ Article 11 de la Loi O.P.A.

¹⁷⁸ Article 13 de la Loi O.P.A.

¹⁷⁹ Voy. J.-M. NELISSEN GRADE, « Het Vrijwillig openbaar overnamebod », *Openbaar bod en transparantie*, Kalmthout, Biblio, 2008, pp. 35 et s.

¹⁸⁰ M. FYON et P. WAUTELET, « Le champ d'application, les questions de droit international privé et le prospectus », *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Kluwer, Waterloo, 2007, p. 90.

¹⁸¹ Article 25 de l'A.R. O.P.A.

¹⁸² Article 16 de la Loi O.P.A.

prospectus ou son refus¹⁸³. Il faut faire remarquer que « *cette compétence est binaire : approbation pure et simple ou refus pur et simple d'approbation entraînant, sauf recours devant la cour d'appel de Bruxelles*¹⁸⁴, *une interdiction de lancer l'offre* »¹⁸⁵. S'il est approuvé, il sera, enfin, publié conformément au prescrit de l'article 12 de la Loi O.P.A. Cependant, dans le cas où un fait nouveau, une erreur ou une inexactitude substantielle serait constatée entre l'approbation du prospectus et la clôture de la période d'acceptation de l'offre, un supplément de prospectus devra être rédigé¹⁸⁶.

(iii) Mémoire en réponse

Après avoir étudié l'offre, l'organe d'administration de la société-cible devra établir un mémoire en réponse et le faire approuver par la FSMA¹⁸⁷. Celui-ci devra comporter au moins¹⁸⁸ :

- les remarques éventuelles concernant le prospectus;
- les clauses statutaires impliquant une limitation de la cessibilité ou de la possibilité d'acquérir des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote de la société visée, ainsi que, dans la mesure où l'organe d'administration de la société visée en a connaissance, une liste des droits préférentiels qui auraient été consentis à certaines personnes en vue d'acquérir de tels titres;
- un avis motivé concernant l'offre.

L'avis de l'organe d'administration est en réalité l'élément le plus important du mémoire en réponse¹⁸⁹. En effet, « *le conseil d'administration est par hypothèse, le plus au fait de la situation de la société et de ses perspectives. Il est dès lors le mieux placé pour évaluer le caractère satisfaisant ou non des termes de l'offre pour les détenteurs de titres et pour apprécier si ceux-ci disposent ou non d'une alternative* »¹⁹⁰. L'avis devra contenir le point de vue de l'organe sur (i) les répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société, des détenteurs de titres, des créanciers et du personnel, en ce compris l'emploi, sur (ii) les plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur les résultats de celle-ci ainsi que sur l'emploi et les sites d'activité de la société et sur (iii) l'opportunité, pour les détenteurs de titres, de céder à l'offrant, dans le cadre de l'offre, les titres qu'ils possèdent. L'intention ou non des membres du conseil d'administration d'apporter leurs titres à l'offre, l'application ou non des clauses d'agrément et de préemption ainsi que la position du conseil d'entreprise devront également être mentionnés dans l'avis¹⁹¹.

¹⁸³ Article 19 de la Loi O.P.A.

¹⁸⁴ Voy. par exemple Bruxelles, 19 janvier 2006, *Dr. banc. Fin.*, 2006, p. 211.

¹⁸⁵ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 60.

¹⁸⁶ Article 17 de la Loi O.P.A.

¹⁸⁷ Articles 22 et 23 de la Loi O.P.A. et article 27 de l'A.R. O.P.A.

¹⁸⁸ Article 24 de la Loi O.P.A.

¹⁸⁹ J.-M. NELISSEN GRADE, *op. cit.*, p. 66.

¹⁹⁰ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGGHE, *op. cit.*, pp. 143 et 144 ; Voy. également J.-M. GOLLIER, « L'OPA volontaire de l'actionnaire majoritaire – commentaires des affaires Tractebel et Cobepa », *R.P.S.*, 2002, p. 27.

¹⁹¹ Article 28 de l'A.R. O.P.A.

(iv) Communications à caractère promotionnel et consultation/information du personnel

Toute annonce relative à une offre publique d'acquisition spécifique et visant à influencer l'acceptation éventuelle de l'offre, quel que soit le support utilisé, devra être approuvée par la FSMA et remplir les conditions exigées par les articles 31 et 32 de la Loi O.P.A.

Dès qu'une offre ou son prospectus auront été rendus publics, les organes d'administration de la société visée et de l'offrant en informeront respectivement les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. S'il existe un conseil d'entreprise au sein de la société visée, ce dernier pourra décider d'entendre les représentants de l'organe d'administration de l'offrant, sauf décision unanime des membres de ce conseil d'entreprise de renoncer à une telle audition¹⁹².

§2. Les effets

Durant toute la durée de l'offre, les parties doivent respecter un certain nombre d'obligations prescrites par la Loi et l'A.R. O.P.A.¹⁹³.

Selon l'article 15 de l'A.R. O.P.A. et pendant toute la période d'offre, l'offrant ne peut ni retirer son offre ni modifier celle-ci, sauf dans un sens plus favorable pour les détenteurs de titres de la société visée. L'offre devient donc, sauf l'exception du sens plus favorable, irrévocable. Il existe toutefois certaines circonstances exceptionnelles lors desquelles l'offrant pourra modifier ou retirer son offre, moyennant l'accord de la FSMA. Celles-ci sont reprises aux articles 16 et 17 de l'A.R. O.P.A.

Si les titres avec droit de vote de la société visée sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un autre Etat membre, l'offrant devra rendre publics, dans cet Etat membre, conformément aux règles qui y sont applicables, tant la publication de l'avis annonçant l'offre que le prospectus, de manière à ce que les détenteurs de titres puissent disposer facilement et rapidement de ces informations et documents¹⁹⁴.

L'article 15 de l'A.R. O.P.A. impose également un alignement du prix de l'O.P.A. si, pendant la période d'offre, l'offrant ou les personnes agissant de concert avec lui acquièrent ou se sont engagés à acquérir, en dehors du cadre de l'offre, des titres de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre. Il n'est, en outre, pas permis à l'offrant ni aux personnes agissant de concert avec lui d'acquérir directement ou indirectement, pendant une période d'un an à compter de la fin de la période d'offre, des titres qui étaient visés par l'offre publique à des conditions plus avantageuses pour les cédants

¹⁹² Articles 42 à 45 de la Loi O.P.A.

¹⁹³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1119.

¹⁹⁴ Article 14 de l'A.R. O.P.A.

que celles prévues par l'offre publique en question, à moins de verser la différence de prix à tous les détenteurs de titres qui ont répondu à l'offre¹⁹⁵.

Si ces trois premières obligations ne s'appliquent en principe qu'à l'offrant, le législateur a également consacré certaines obligations à charge de l'ensemble des parties. Ainsi, les parties à l'offre doivent, tout d'abord, s'abstenir de publier ou de faire publier des déclarations, communications ou documents contenant des informations fausses ou susceptibles d'induire le public en erreur, se rapportant directement ou indirectement à une offre, à une contre-offre ou à une surenchère¹⁹⁶. Elles doivent également, à la demande de la FSMA, transmettre sans délai à cette dernière tous les accords susceptibles d'avoir une incidence substantielle sur l'évaluation de l'offre, son déroulement et son issue, ainsi qu'en publier les clauses pertinentes¹⁹⁷. Enfin, les parties ont l'obligation de déclarer à la FSMA, chaque jour ouvrable, l'ensemble des opérations reprises à l'article 12 de l'A.R. O.P.A.¹⁹⁸.

Dans les cas où la libre cessibilité des titres serait limitée par des clauses d'agrément ou de préemption et si l'agrément est refusé ou si la clause de préemption est appliquée, les titulaires des titres doivent se voir proposer, dans les cinq jours suivants la clôture de l'offre, l'acquisition de leurs titres à un prix au moins égal au prix de l'offre ou de la contre-offre, par une ou plusieurs personnes bénéficiant de l'agrément ou à l'égard desquelles le droit de préemption ne serait pas invoqué^{199,200}. Par dérogation à cette règle, les clauses d'agrément figurant soit dans les statuts, soit dans un acte authentique pourront être opposées à l'auteur de l'offre publique par le conseil d'administration de la société visée, sans obligation d'offrir au public le rachat de ses titres²⁰¹ et pour autant que le refus soit justifié par l'application constante et non discriminatoire des règles d'agrément adoptées par ledit conseil d'administration et communiquées à la FSMA²⁰².

§3. La clôture, la réouverture, les contre-offres et surenchères

La période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines ni supérieure à dix semaines. Elle débute au plus tôt soit cinq jours ouvrables après l'approbation du prospectus, soit – si celle-ci a eu lieu plus tôt – après l'approbation du mémoire en réponse de la société visée²⁰³. Dans les circonstances prévues à l'article 31 de l'A.R. O.P.A., elle pourra toutefois être prorogée.

Les résultats de l'offre ainsi que le nombre de titres que détient l'offrant à l'issue de l'offre doivent être rendus publics dans les cinq jours ouvrables qui suivent l'expiration de la période d'acceptation de l'offre²⁰⁴. Si l'offre était subordonnée à des conditions, l'offrant devra également faire savoir au public

¹⁹⁵ Article 45 de l'A.R. O.P.A.

¹⁹⁶ Article 10 de l'A.R. O.P.A.

¹⁹⁷ Article 11 de l'A.R. O.P.A.

¹⁹⁸ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, pp. 72 et 73.

¹⁹⁹ Article 511 du Code des sociétés.

²⁰⁰ Voy. L. SIMONT et P.-A. FORIERS, « Deux questions en matière d'offre publique », *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 899.

²⁰¹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1121.

²⁰² Article 512 du Code des sociétés.

²⁰³ Article 30 de l'A.R. O.P.A.

²⁰⁴ Article 32 de l'A.R. O.P.A.

si ces conditions sont remplies et, si tel n'est pas le cas, s'il y renonce ou non²⁰⁵. En cas de réussite de l'offre, l'offrant payera alors le prix dans les dix jours ouvrables qui suivent la publication des résultats de l'offre²⁰⁶.

Malgré la clôture, l'offre devra toutefois être rouverte si (i) l'offrant et les personnes qui lui sont liées détiennent, à l'expiration de la période d'acceptation de l'offre, 90% ou plus des titres avec droit de vote de la société visée, si (ii) l'offrant demande, dans les trois mois qui suivent l'expiration de la période d'acceptation de l'offre, la radiation des titres de la société visée du marché réglementé ou du MTF sur lequel ils sont admis et si (iii) l'offrant s'est engagé, avant l'expiration de la période d'offre, à acquérir des titres de la société visée à un prix supérieur au prix de l'offre²⁰⁷.

Il arrive qu'une O.P.A. fasse l'objet de contre-offres et de surenchères. P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI définissent la contre-offre comme « *une offre publique d'acquisition lancée par un nouvel offrant portant sur les mêmes titres qu'une offre antérieure dont l'avis d'O.P.A. a déjà été rendu public et pour laquelle l'avis d'O.P.A. est publié deux jours au moins avant l'expiration de la période d'acceptation de la première offre* »²⁰⁸. La surenchère est quant à elle « *une nouvelle offre plus favorable émanant d'un offrant à la suite d'une contre-offre ou d'une surenchère émanant d'un autre offrant* »²⁰⁹. Le législateur subordonne ces mécanismes à deux conditions : le prix d'une contre-offre ou d'une surenchère doit excéder d'au moins 5 % celui de la dernière offre, contre-offre ou surenchère et les conditions auxquelles est soumise la contre-offre ou surenchère ne peuvent être plus restrictives que celles auxquelles est soumise la dernière offre, contre-offre ou surenchère²¹⁰.

§4. Les moyens de défense

Bien que la plupart des O.P.A. soient amicales, il n'est toutefois pas rare que certaines d'entre elles soient hostiles ou à tout le moins non sollicitées²¹¹. Dans le but de décourager, de rendre compliquée et même de faire échouer une offre publique d'acquisition, les actionnaires de la société visée ou la société visée elle-même ont pris pour habitude de se protéger par le biais de nombreux mécanismes, parfois contestables. Ces moyens de défense²¹² prennent des formes diverses et variées, mais peuvent globalement être classés dans trois catégories : les mesures de défense structurelles, les mesures de défense, autres que structurelles, à mettre en place avant le lancement de l'O.P.A. et les mesures de défense immédiates. On peut citer comme mesures de défense structurelles le logement

²⁰⁵ Article 33 de l'A.R. O.P.A.

²⁰⁶ Article 34 de l'A.R. O.P.A.

²⁰⁷ Article 35 de l'A.R. O.P.A.

²⁰⁸ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, pp. 81 et 82.

²⁰⁹ *Ibid.*, p. 82.

²¹⁰ Articles 37 et 38 de l'A.R. O.P.A.

²¹¹ J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, p. 152.

²¹² Le législateur belge, exerçant la faculté d' « *opt-out* » prévue par la Directive O.P.A., n'a ni transposé le principe de passivité absolue du conseil d'administration de la société visée, ni transposé la règle de neutralisation des accords statutaires ou conventionnels en matière de restrictions aux transferts de titres ou à l'usage des droits de vote. Dès lors, et sous réserve des dispositions du Code des sociétés, les sociétés sont autorisées à mettre en place de nombreux moyens de défense contre les O.P.A. Si elles le souhaitent, elles peuvent toutefois appliquer, sur une base volontaire, ces deux principes (article 46 de la Loi O.P.A.) ; (J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1121 ; Voy. également P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, pp. 86 et s. pour une analyse plus détaillée du régime mis en place par la Directive O.P.A.).

de participations majoritaires ou importantes dans des structures externes contrôlées, l'émission de parts bénéficiaires, la création d'actions sans droit de vote, la rédaction de clauses d'inaliénabilité, etc. De manière non exhaustive, les mesures de défense, autres que structurelles, à mettre en place avant le lancement de l'O.P.A. sont les rachats d'actions propres, la technique du capital autorisé, l'émission de droits de souscription, la rédaction de clauses d'agrément et de préemption, etc. Enfin, les mesures de défense immédiates sont principalement le recours à la technique du « *chevalier blanc* » et la vente des « *joyaux de la couronne* »²¹³.

Certaines limites légales encadrent toutefois la mise en œuvre de tels moyens de défense.

Premièrement, dès la réception par une société de la communication faite par la FSMA selon laquelle elle a été saisie d'un avis d'offre publique d'acquisition la visant et jusqu'à la clôture de l'offre, seule l'assemblée générale peut prendre des décisions ou procéder à des opérations qui auraient pour effet de modifier de manière significative²¹⁴ la composition de l'actif ou du passif de la société, ou assumer des engagements sans contrepartie effective²¹⁵. Ces décisions ou opérations ne peuvent être prises ou exécutées sous condition de la réussite ou de l'échec de l'offre publique d'acquisition²¹⁶. Le conseil d'administration a toutefois la faculté de mener à terme les opérations suffisamment engagées avant la réception de la communication de la FSMA²¹⁷.

Deuxièmement, dès la réception par une société de la communication faite par la FSMA, selon laquelle elle a été saisie d'un avis d'offre publique d'acquisition la visant, et jusqu'à la clôture de l'offre, « *seule l'assemblée générale peut encore procéder à une augmentation de capital par apport en nature ou par apport en numéraire dérogeant au droit de préférence des actionnaires, ainsi que créer des titres conférant le droit de vote ou donnant droit à la souscription de tels titres qui ne seraient pas offerts par préférence aux actionnaires*²¹⁸. Autrement dit, le conseil d'administration ne peut plus agir dans le cadre du capital autorisé dès qu'il est avisé du lancement d'une O.P.A. »²¹⁹. Il peut être dérogé à cette règle lorsque le conseil d'administration a été expressément et préalablement habilité par une assemblée générale, statuant comme en matière de modification des statuts, tenue dans les trois années précédentes et pour autant que (i) les actions créées en vertu de l'augmentation de capital soient dès leur émission intégralement libérées, (ii) le prix d'émission des actions créées en vertu de l'augmentation du capital ne soit pas inférieur au prix de l'offre et (iii) le nombre d'actions

²¹³ Pour une analyse détaillée de ces moyens de défense, voy. J. MEUNIER et N. DE CROMBRUGHE, *op. cit.*, pp156 et s.

²¹⁴ Voy. P. VAN DER BEKEN, « Art. 557 », *Comm V. & V.*, Antwerpen, Kluwer, 2002, p. 8 pour un commentaire de la notion.

²¹⁵ L'hypothèse des « engagements sans contrepartie effective » est ici inopportune dès lors que le principe de spécialité des sociétés anonymes – le but de lucre – les empêche d'assumer des engagements sans contrepartie (K. GEENS et D. VAN GERVEN, « Berschermingsmaatregelen voor de doelwitvennootschap in het kader van de nieuwe O.O.B. reglementering », *T.R.V.*, 2000, p. 404).

²¹⁶ Article 557 du Code des sociétés.

²¹⁷ Le but est ici, selon la FSMA, d'éviter « *que le conseil d'administration n'appauvrisse la société en la rendant moins attrayante* » (CBFA, *Rapport 1997-1998*, pp. 120-121) ; Voy. également M. FYON, « Contrôle et mesures anti-OPA », *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, CJB, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 303.

²¹⁸ Article 607 du Code des sociétés.

²¹⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1128.

créées en vertu de l'augmentation de capital ne dépasse pas un dixième des actions représentatives du capital émises antérieurement à l'augmentation de capital²²⁰.

Troisièmement, tout rachat d'actions propres doit, normalement, être préalablement approuvé par une décision de l'assemblée générale des actionnaires et doit également remplir toute une série de conditions très strictes reprises à l'article 620 du Code des sociétés. Toutefois, les statuts peuvent prévoir que la décision de l'assemblée générale n'est pas requise lorsque l'acquisition est nécessaire pour éviter à la société un dommage grave et imminent²²¹. Cette possibilité n'est valable que pour une période de trois ans, mais est cependant prorogable.

Enfin, lorsqu'une O.P.A. est lancée sur une société, les articles 511 et 512 du Code des sociétés imposent le respect d'un régime particulier en cas de refus d'agrément ou d'application des clauses de préemption. Nous renvoyons au paragraphe 2 de la sous-section 3 de la présente section pour de plus amples explications.

Ces quatre limites légales font l'objet d'un contrôle de la FSMA. En vertu de l'article 35, § 2 de la Loi O.P.A., l'autorité est en effet chargée de veiller, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, à la régularité des actions de la société visée qui seraient susceptibles de faire échouer l'offre et contrôle en particulier le respect des dispositions des articles 510, 511, 512, 556, 557, 607 et 620 du Code des sociétés.

Pour une analyse plus détaillée du régime légal consacré aux mesures de défense, nous renvoyons à la contribution de K. BYTTEBIER et A. FRANÇOIS²²².

Section 3. La cession privée d'actions

Comme la plupart des auteurs s'accordent à le dire, la transmission d'une entreprise par le truchement d'une cession de ses actions est le moyen de reprise le plus courant au sein du monde des affaires actuel²²³ ; la cession de fonds de commerce²²⁴ étant devenue de plus en plus rare²²⁵.

Contrairement à la cession d'actifs (« *asset deal* »), la cession de l'entreprise ne porte ici non pas sur les actifs de la société en tant que tels mais sur la majorité, voire la totalité, des actions

²²⁰ Article 607 du Code des sociétés.

²²¹ Article 620 du Code des sociétés.

²²² K. BYTTEBIER et A. FRANÇOIS, « Vijandige overnames en beschermingsmechanismen », *De new OBA-wet*, Bruxelles, Bruylant, 2008, pp. 80 et s.

²²³ Voy. par exemple D. PHILIPPE, *Droit des affaires*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 156 ; P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 141 ; H. LAMON, *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises*, Bruxelles, Kluwer, 2003, p. 395.

²²⁴ Selon la Cour de cassation, « la seule vente des actions d'une société (...), quoi qu'ayant apparemment le même objet, ne constitue pas juridiquement une vente de fonds de commerce (...) celui-ci étant la propriété exclusive de la société » (Cass., 4 octobre 1934, *R.P.S.*, 1936, p. 227).

²²⁵ Voy. S. VAN CROMBRUGGE, « De rechtsverhouding tussen de koper en de verkoper van een controleparticipatie », *R.D.C.*, 1983, pp. 189 et 190 ; W. DEJONGHE, « De rechtspositie van de overemer bij de verwerving van een onderneming door acquisitie van aandelen », *V. & F.*, 1997, p. 86 ; A. COIBION, « Quelques réflexions sur les garanties conventionnelles en matière de cession d'actions et sur l'influence de la pratique anglaise », note sous Gand, 2 mars 1999, *R.D.C.*, 2001, p. 45.

représentatives de son capital, conférant ainsi au cessionnaire un pouvoir de contrôle sur la société²²⁶. Comme l'a fait remarquer R. WITTERWULGHE, cette opération n'a évidemment de sens que si « *le vendeur dispose d'un montant de titres suffisant pour permettre l'acquisition du contrôle de la société, et surtout qu'il soit d'accord de vendre ce contrôle qu'il exerce lui-même en cédant sa participation* »²²⁷. La convention de cession est donc conclue entre le cessionnaire et les actionnaires qui jugent librement de l'opportunité de céder leurs titres, sans préjudice toutefois des potentielles limites légales, statutaires ou conventionnelles à la libre cessibilité des titres²²⁸.

Dès lors que les cessions d'actions ne font pas l'objet d'une réglementation spécifique de la part du législateur, les conventions de cession doivent être soumises au droit commun, à savoir essentiellement le droit des obligations et le droit de la vente. Toutefois, « *la spécificité de l'objet vendu – une entité dotée de la personnalité morale, laquelle constitue l'« armature juridique »*²²⁹ *d'une entreprise parfois très importante – contraint les parties à examiner une multitude de questions d'ordre juridique touchant à diverses branches du droit : droit des sociétés, droit financier, droit fiscal, droit comptable, droit de l'environnement, droit social, droit de la propriété intellectuelle, etc.* »²³⁰

Sous-section 1. Déroulement du processus

§1. Les documents préliminaires

Dès lors que la conclusion d'une convention de cession donne habituellement et préalablement lieu à de longs et importants pourparlers concernant entre autres le prix ainsi que les modalités de la cession, il est fréquent que les parties signent un certain nombre de documents préliminaires avant de s'aventurer plus loin dans le processus de rédaction de la convention²³¹. Ainsi, nombreux sont les accords de principe, lettres d'intention, *memoranda of understanding* et autres qui fleurissent lors de ce premier stade du processus de négociation. Malgré leur importance, ces documents ne constituent toutefois pas une étape précontractuelle nécessaire juridiquement à la formation du contrat²³² et n'ont, dès lors, en principe aucun effet juridique contraignant pour leurs auteurs²³³. Toutefois, si les parties le désirent, elles pourront tout à fait leur conférer une portée contraignante (art. 1156 du Code civil).

Si tous les documents précités ont chacun leur propre importance dans le processus de cession, les engagements de confidentialité sont, quant à eux, essentiels et indispensables lors de ce même processus. En effet, tout au long de l'opération de négociation et de conclusion, et notamment lors de

²²⁶ D. PHILIPPE, *op. cit.*, p. 156.

²²⁷ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, p. 13.

²²⁸ D. PHILIPPE, *op. cit.*, p. 157.

²²⁹ X. DIEUX, « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ? », *Het vernieuwd juridisch kader van ondernemingen : financieel, venootschapsen boekhoudrecht*, Bruges, die Keure, 1993, pp. 84 à 124.

²³⁰ D. LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions – analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 8.

²³¹ *Ibid.*, p. 34.

²³² P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 144.

²³³ D. DEVOS, « La vente d'actions au porteur d'une société anonyme », *Mélanges offerts à Raymond Vander Elst*, Nemesis, Bruxelles, 1986, p. 162.

la phase de *due diligence*, certaines informations confidentielles relatives aux marchés de la société, à sa position concurrentielle, à la structure de ses coûts, etc. sont mises à disposition du potentiel acquéreur. Il est dès lors nécessaire pour la société de se protéger ; et ce, encore plus lorsque l'éventuel acquéreur n'est autre qu'un de ses concurrents directs²³⁴.

§2. La due diligence

L'opération de *due diligence* peut être grossièrement comparée à un « état des lieux de la société ». Compte tenu des importantes sommes généralement déboursées et des enjeux que représentent toute acquisition de société, cet audit précontractuel permet à l'acquéreur de notamment s'assurer qu'il n'existe pas de passifs occultes ou d'actifs inconsistants, que l'actif net et la rentabilité sont suffisants afin d'assurer la poursuite des activités, qu'il n'existe pas non plus d'engagements ou de risques susceptibles de réduire significativement la valeur de la société à l'avenir etc.²³⁵ L'opération de *due diligence* a donc « pour but de fournir à l'acheteur tous les éléments nécessaires afin de lui permettre de valider les hypothèses sur la base desquelles il a marqué son intérêt pour l'opération projetée et (...) de déterminer si la situation réelle de l'entreprise correspond bien à l'image qu'en présente le vendeur et à la perception que l'on peut en avoir dans le marché »²³⁶. Au terme de l'opération, il confirmera ou adaptera son prix en fonction des informations et éléments recueillis.

§3. Le prix

En vertu du principe de la liberté contractuelle, le prix de la cession est librement déterminé par les parties. Dès lors que le droit commun n'impose pas le respect du principe d'un juste prix²³⁷, les parties « pourraient parfaitement convenir d'un prix sans rapport aucun avec la valeur supposée des titres »²³⁸. A peine de nullité, le prix devra, en tout état de cause, être déterminé ou à tout le moins déterminable²³⁹ (article 1591 du Code civil). Il est fréquent qu'il soit composé d'une partie fixe et d'une partie variable (clause d'« *earn out* »), la partie variable étant généralement tributaire des résultats futurs de la société²⁴⁰.

Dans les cas où le paiement d'une partie du prix serait différé après le transfert des actions, le vendeur exigera certaines sûretés personnelles en garantissant le paiement. On pense à la garantie à première demande, à la garantie documentaire, à la caution, etc. Le vendeur peut également se protéger par le biais de sûretés réelles comme le gage ou l'hypothèque²⁴¹.

²³⁴ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, pp. 144 et 145 ; D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 41.

²³⁵ Y. BRULARD, O. D'AOUT, T. LEJUSTE et J. MARKO, *L'acquisition d'une société en pratique – Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2008, pp. 80 et 81.

²³⁶ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 42.

²³⁷ D. MARTIN, « Les critères d'évaluation et le droit des acquisitions », *R.D.A.I.*, 1988, p. 312.

²³⁸ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 178 ; Voy. également Bruxelles, 29 janvier 1969, *R.P.S.*, 1969, pp. 100 à 114.

²³⁹ La Cour de cassation considère que le prix est déterminable lorsqu'il peut être déterminé sur base d'éléments objectifs qui sont soustraits à la volonté des parties ou de la réalisation d'accords postérieurs à la conclusion de la vente (Cass, 21 septembre 1987, *Pas.*, 1988, p. 77).

²⁴⁰ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 182.

²⁴¹ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 307.

§4. L'aboutissement des négociations

Selon la théorie classique, un contrat est conclu lors de la rencontre d'une offre et de son acceptation. L'offre doit être complète (elle doit contenir tous les éléments essentiels du contrat) et ferme (elle doit traduire la volonté de l'auteur d'être lié en cas d'acceptation par le destinataire²⁴²²⁴³). Dans le cadre d'une cession d'actions, on considère généralement que le contrat est formé lors de la signature de la convention finale de cession et de ses annexes par les parties contractantes²⁴⁴. Il est nécessaire de bien avoir à l'esprit que signer le contrat n'emporte pas *de facto* la clôture de l'opération (le « *closing* ») et donc le transfert des actions. En effet, il est fréquent en pratique que ces deux étapes ne coïncident pas. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer cette césure temporelle. Tout d'abord, il se peut que les parties aient convenu que la *due diligence* serait effectuée entre le « *signing* » et le « *closing* ». Il est également possible que la convention soit assortie de conditions suspensives²⁴⁵, retardant ainsi le transfert des titres au moment de la réalisation de celle-ci. On pense, par exemple, à l'approbation d'une autorité publique particulière. Enfin, le « *closing* » sera différé si les parties ont décidé que l'une d'entre elles devait prendre un certain nombre de mesures préalables, comme procéder à une restructuration par exemple²⁴⁶.

§5. L'échec des négociations

Dès lors qu'en vertu du droit belge les parties sont souveraines quant à leur volonté de contracter ou de ne pas contracter, elles peuvent à tout moment rompre les négociations qu'elles ont entamées²⁴⁷,²⁴⁸. Cette rupture des négociations peut se faire d'un commun accord, mais il est des cas où elle se fait unilatéralement, à la discrétion d'une seule partie²⁴⁹. Si le refus de conclure la convention n'est pas *per se* fautif, les circonstances de la rupture peuvent toutefois, quant à elles, être constitutives d'une faute au sens des articles 1382 et 1383 du Code civil²⁵⁰. Concrètement, « *les juridictions retiennent régulièrement l'existence d'une faute précontractuelle, spécialement si la légitime confiance de l'autre partie a été trompée, par exemple, lorsqu'on rompt des pourparlers avancés de manière brutale et sans motif légitime ou que l'on prolonge artificiellement les négociations avec une partie qui a engagé des frais importants, alors que l'on n'a aucune intention de contracter et que l'on*

²⁴² La Cour de cassation justifie le caractère obligatoire de l'offre par la théorie de l'engagement par déclaration unilatérale de volonté (Cass., 16 mars 1989, *Pas.*, 1989, p. 737).

²⁴³ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 48.

²⁴⁴ *Ibid.*, p. 48.

²⁴⁵ Selon la Cour d'appel d'Anvers, une condition suspensive doit nécessairement avoir un caractère extérieur, complémentaire ou accidentel et ne peut nullement dépendre de l'exécution d'une obligation contractuelle (Anvers, 25 mai 1998, *A.J.T.*, 1999-2000, pp. 197 à 199).

²⁴⁶ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 49.

²⁴⁷ B. DE CONINCK, « Le droit commun de la rupture des négociations précontractuelles », *Le processus de formation du contrat*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 21.

²⁴⁸ Parce qu'un tiers proposerait des conditions plus avantageuses par exemple (Liège, 20 octobre 1989, *R.D.C.*, 1990, p. 521 ; Mons, 14 octobre 2008, *J.T.*, 2008, p. 758).

²⁴⁹ D. LECLERCQ, *op. cit.*, pp. 50 et 51.

²⁵⁰ « Une rupture de pourparlers ne peut être constitutive de *culpa in contrahendo* que si elle est entourée de circonstances établissant le manque de loyauté ou de prudence de la partie à qui elle est imputable » (Civ. Bruxelles, 10 novembre 1994, *J.L.M.B.*, 1995, p. 408 (somm.)).

négoce déjà avec un tiers »²⁵¹. Nous renverrons à l'étude de M. BOLLEN pour un approfondissement de la question de la responsabilité précontractuelle dans le cadre d'une cession d'actions²⁵².

Les parties peuvent également aménager conventionnellement les conséquences d'une rupture des pourparlers en prévoyant des clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité ou en imposant le paiement d'un montant déterminé (« *break up fees* ») à charge de la partie à laquelle serait imputable la rupture. Tout ceci relève, par conséquence, de la responsabilité contractuelle des parties²⁵³.

Sous-section 2. Les déclarations du vendeur et les garanties à sa charge

§1. Les déclarations du vendeur

Les déclarations du vendeur²⁵⁴ « *ont pour objet de décrire, de façon formelle, la situation – notamment sur le plan juridique, patrimonial, financier, économique et opérationnel – de la société dont les actions sont vendues* »²⁵⁵. Elles sont importantes pour trois raisons. Tout d'abord, elles permettent à l'acheteur d'actionner les garanties du vendeur en cas d'inexactitude de celles-ci. L'effet « *curatif* » est ici mis en avant. Elles jouent également un rôle préventif dans la mesure où, se sentant menacé par le risque de recours aux garanties, le vendeur est incité à fournir à l'acheteur des informations les plus précises possibles. Enfin, et si la convention le prévoit, l'acheteur aura le droit de renoncer à l'acquisition s'il découvre avant le « *closing* » une ou plusieurs inexactitudes significatives dans les déclarations du vendeur (« *walk away* »)²⁵⁶.

Les déclarations sont souvent suivies de ce que l'on qualifie, dans le jargon, de « *disclosures* ». Les « *disclosures sont les documents et informations dont les parties conviennent qu'ils constituent des exceptions aux déclarations ou à certaines d'entre elles, en ce sens que l'acheteur ne sera pas admis à mettre en œuvre la garantie du vendeur pour cause d'inexactitude des déclarations concernées si sa réclamation est fondée sur de tels documents ou informations* »²⁵⁷. Elles peuvent être générales et dès lors porter sur la totalité des déclarations du vendeur, ou spécifiques et se limiter à déroger à une ou plusieurs déclarations spécifiques²⁵⁸.

²⁵¹ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 51 ; W. DE BONDT, « Precontractuele aansprakelijkheid », *R.G.D.C.*, 1993, pp. 102 à 105. Voy. également Comm. Bruxelles, 24 juin 1985, *J.T.*, 1986, p. 236.

²⁵² M. BOLLEN, « Precontractuele aansprakelijkheid voor het afspringen van onderhandelingen, in het bijzonder m.b.t. een acquisitieovereenkomst », *R.G.D.C.*, 2003, pp. 136 à 160.

²⁵³ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 53.

²⁵⁴ Pour une analyse détaillée du contenu des déclarations, voy. Y. BRULARD, « Les différents contrats et actes juridiques nécessaires à la réalisation d'une opération d'acquisition d'une société belge », *L'acquisition d'une société en pratique – Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2008, pp. 244 et s.

²⁵⁵ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 153.

²⁵⁶ *Ibid.*, pp. 155 à 157.

²⁵⁷ *Ibid.*, p. 167.

²⁵⁸ Voy. « Disclosure : acquisition », *Share purchases practice manual*, Practical Law Company, 2007, p. 1.2.126.

§2. Les garanties du vendeur

Les garanties légales d'éviction et des vices cachés étant inopérantes en cas de cession d'actions²⁵⁹, la pratique leur a substitué un certain nombre de garanties conventionnelles par lesquelles « *l'acheteur cherche à assurer la concordance la plus parfaite possible entre le prix et la valeur réelle des titres ou actifs qui font l'objet de la convention* »²⁶⁰. Considérées comme licites par la jurisprudence²⁶¹, ces garanties, généralement mais inadéquatement qualifiées de « *garanties de passif* »²⁶², sont donc un outil contractuel de maîtrise des risques dans la mesure où le vendeur s'engage à indemniser l'acheteur dans le cas où le risque couvert²⁶³ par la garantie viendrait à se réaliser après le « *closing* » (si l'une des déclarations est inexacte par exemple)²⁶⁴. Le vendeur ne donnant pas garantie pour le futur, ne peuvent dès lors uniquement donner lieu à un appel à la garantie que les faits constitutifs d'inexactitudes des déclarations s'étant produits avant le « *signing* » (ou le « *closing* »), même s'ils ne se révèlent qu'après le « *closing* »²⁶⁵.

Le principe indemnitaire selon lequel l'indemnisation ne peut être source d'enrichissement pour l'acheteur n'a pas vocation à s'appliquer *de facto* dans le cadre d'une cession d'actions. Ainsi, le montant dû à titre de garantie ne devra pas nécessairement être calqué sur le préjudice réellement subi. En effet, « *admettre le contraire aboutirait à réduire la portée de la garantie, car la société ne subit pas à proprement parler de dommage résultant en particulier d'inexactitudes des déclarations du vendeur. En outre, si l'acheteur peut effectivement ressentir un préjudice dans une telle situation, il n'existe pas de corrélation automatique entre celui-ci et le supplément de passif ou le défaut d'actif de la société* »²⁶⁶. Les parties pourront toutefois prévoir contractuellement de limiter le montant dû au titre de la garantie au préjudice réellement subi par l'acheteur si elles le souhaitent.

§3. La « garantie de la garantie »

Si les garanties à charge du vendeur sont une protection essentielle pour l'acheteur dans le cadre d'une cession d'actions, elles sont toutefois impuissantes pour les cas où le vendeur se révélerait insolvable ou ne serait tout simplement pas enclin à respecter ses engagements. Par conséquent, la pratique a vu fleurir une série de clauses destinées à assurer l'acheteur de l'exécution des obligations

²⁵⁹ D. PHILIPPE, *op.cit.*, p. 159.

²⁶⁰ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 207.

²⁶¹ Voy. par exemple Bruxelles, 30 mai 1974, *R.P.S.*, 1976, p. 50 et Bruxelles, 5 juin 1980, *J.T.*, 1981, p. 140.

²⁶² En effet, le champ d'application matériel de ces garanties ne se limite souvent pas seulement à la seule garantie de l'inexistence, au moment de la cession, d'autres dettes que celles mentionnées dans la convention (A. GALIA-BEAUCHESNE, « Les clauses de garantie de passif dans les cessions d'actions et de parts sociales », *R.P.S.*, 1980, pp. 33 et 34).

²⁶³ Il existe une multitude de risques pouvant faire l'objet d'une clause de garantie. Nous en citons quelques-uns : la constitution régulière de la société, l'absence de redressement en cours, la validité des licences, le respect des formalités de dépôt et de publicité des comptes, l'enregistrement fidèle de toutes les opérations, la constitution des provisions requises, l'absence de contrats de longue durée ou comportant des clauses inhabituelles ou particulièrement onéreuses pour la société, l'absence d'engagements autres que ceux qui ont été portés à la connaissance du cessionnaire, l'existence et la détention en pleine propriété des actifs figurant au bilan, le bon état de fonctionnement et l'entretien des machines et des équipements, l'utilisation des actifs dans le respect des réglementations en vigueur en matière de sécurité et d'environnement, l'absence d'hypothèques ou gages autres que ceux mentionnés dans la convention, la libre négociabilité des titres, l'absence d'autres titres permettant de souscrire au capital de la société ou d'acquérir des titres autres que ceux mentionnés dans la convention, etc. (P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, pp. 208 et 209).

²⁶⁴ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 192.

²⁶⁵ *Ibid.*, p. 227.

²⁶⁶ *Ibid.*, pp. 241 et 242.

de garantie par le vendeur²⁶⁷, communément désignées comme « *garanties de la garantie* ». Elles peuvent se décliner sous plusieurs formes : sûretés personnelles²⁶⁸, sûretés réelles²⁶⁹, clauses prévoyant le paiement différé d'une partie du prix²⁷⁰ ou encore *escrow agreement*²⁷¹.

Sous-section 3. Les limites à la libre cessibilité des titres

Bien que caractérisé par un principe de libre négociabilité²⁷², le régime de la cessibilité des titres de la société anonyme connaît toutefois certaines limites d'ordre légal, statutaire, voire conventionnel.

En ce qui concerne les restrictions légales, le législateur limite à trois reprises la cessibilité des actions, et ce aux articles 500, 506 et 609 du Code des sociétés. L'article 500 prévoit, tout d'abord, une incessibilité temporaire d'actions nées de l'exercice de certains droits de souscription. L'article 506 prévoit, ensuite, un régime d'inopposabilité des cessions d'actions non entièrement libérées. Ce type de cession ne pourra, en outre, affranchir leurs souscripteurs de l'obligation de contribuer, à concurrence du montant non libéré, aux dettes antérieures à la publication²⁷³. Enfin, en cas d'augmentation de capital destiné au personnel ou au personnel des filiales de la société, les actions émises ne pourront être cédées pendant cinq ans, hors cas de licenciement, de mise à la retraite de l'intéressé et de décès ou invalidité du bénéficiaire ou de son conjoint (art. 609)²⁷⁴.

Les restrictions statutaires et conventionnelles, quant à elles, ont notamment pour but de prévenir l'introduction d'un tiers indésirable dans le capital de la société en empêchant ainsi une éventuelle modification de la répartition des pouvoirs existant au sein de la société²⁷⁵. Elles peuvent prendre plusieurs formes ; le Code des sociétés en organise trois. Tout d'abord, la cessibilité peut être restreinte par une clause d'incessibilité par laquelle une ou plusieurs parties s'engagent à ne pas céder leurs titres pendant une période donnée. La clause devra, à tout moment, être limitée dans le temps et justifiée par l'intérêt social²⁷⁶. Ensuite, les parties peuvent prévoir statutairement ou conventionnellement des clauses dites d'« *agrément* » obligeant l'actionnaire voulant céder ses titres à obtenir préalablement l'assentiment d'un organe de la société, d'un ou plusieurs autres actionnaires, voire d'un tiers²⁷⁷. Enfin, le Code autorise les clauses dites « *de préemption* » qui « *obligent l'actionnaire voulant céder ses titres à les proposer d'abord aux bénéficiaires désignés*

²⁶⁷ *Ibid.*, p. 413.

²⁶⁸ Voy. P. MOUSSERON, *Les conventions de garantie dans les cessions de droits sociaux*, 2^e éd., Levallois-Perret, Nouvelles éditions fiduciaires, 1997, pp. 226 à 230.

²⁶⁹ Voy. C. HAUSMANN et P. TORRE, *Les garanties du passif*, 3^e éd., Paris, EFE, 2007, p. 168.

²⁷⁰ Cela permettra à l'acheteur de « *compenser tout ou partie du paiement du solde du prix avec les montants qui lui seraient dus au titre de la garantie du vendeur, pour autant bien entendu que les conditions de compensation soient réunies* » (D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 413).

²⁷¹ Cette pratique consiste à verser sur un compte bloqué ouvert au nom du vendeur la partie du prix qui ne lui est pas versée au « *closing* ».

²⁷² C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY, et A. GREGOIRE, *Traité des sociétés anonymes*, Bruxelles, Swinnen, t. I, 1981, p. 437.

²⁷³ Article 507 du Code des sociétés ; Bruxelles, 4 juin 1958, *R.P.S.*, 1960, p. 26.

²⁷⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 553.

²⁷⁵ *Ibid.*, p. 554.

²⁷⁶ Article 510, al. 1 et 2 du Code des sociétés.

²⁷⁷ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 352 ; Voy. également E. POTTIER, « Les cessions d'actions ou de parts au sein des sociétés anonymes, des sociétés privées à responsabilité limitée et des sociétés coopératives », *Le statut des actionnaires (S.A., S.P.R.L., S.C.) – Questions spéciales*, CUP, Bruxelles, Larcier, 2006, p. 36.

dans la clause, qui sont généralement tout ou partie des actionnaires existants mais qui peuvent également être des tiers »²⁷⁸. Si ces deux dernières clauses ne doivent pas, contrairement aux clauses d'incessibilité, être limitées dans le temps, elles ne peuvent toutefois aboutir à ce que l'incessibilité soit prolongée plus de six mois à dater de la demande d'agrément ou de l'invitation à exercer le droit de préemption²⁷⁹.

Contrairement aux trois clauses précitées, les clauses de sortie commune ne sont, quant à elles, pas spécifiquement réglées par le droit belge. Très fréquentes en pratique, elles « *obligent un actionnaire de la société désirant céder ses titres à permettre au bénéficiaire de la clause de céder également ses titres aux mêmes conditions et au même prix que lui (« tag along »)*. Elles permettent, en quelque sorte, d'obtenir conventionnellement un résultat similaire à celui qu'impose la réglementation des cessions de contrôle »²⁸⁰. Dans certains cas, le mécanisme est inversé afin de permettre au cédant d'obliger la cession des titres des autres actionnaires en même temps et dans les mêmes conditions que les siens.

Chapitre 4. Comparaison des moyens de reprise

Les régimes légaux applicables aux fusions, aux offres publiques d'acquisition et aux cessions privées d'actions venant d'être développés, il est maintenant temps de nous pencher sur la question de savoir lequel de ces trois moyens s'avère le plus profitable dans le cadre de la reprise d'une entreprise en difficulté. Quel est celui qui constitue la meilleure stratégie pour un repreneur souhaitant acquérir une telle société ? Afin de tenter d'apporter une réponse à ces questions, nous avons choisi de les comparer sur base de cinq critères : l'objet de l'acquisition, le contrôle par une éventuelle autorité externe, le coût total de l'opération, les possibles garanties en faveur du repreneur, ainsi que le sort des restrictions à la libre cessibilité des titres.

Section 1. Objet de l'acquisition

Chaque société possède un patrimoine composé d'une part d'actifs et d'autre part d'un passif, représentant respectivement ce qui lui appartient et ce qu'elle doit. La situation de détresse d'une entreprise en difficulté résulte, dans certains cas, de l'existence d'un important passif – composé par exemple de nombreuses dettes – auquel elle peine à faire face. Quels sont les éléments transmis à l'acquéreur lorsque celui-ci souhaite réaliser l'acquisition d'une telle société par le biais d'une fusion, d'une O.P.A. ou d'une cession d'actions ? Peut-il « *faire le tri* » dans le patrimoine de la société et n'acquérir que ce qu'il souhaite ou est-il obligé de reprendre l'ensemble du patrimoine et recueillir

²⁷⁸ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 556.

²⁷⁹ Article 510, al. 3 et 4 du Code des sociétés.

²⁸⁰ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 558.

ainsi non seulement les actifs, mais également les innombrables dettes qui affaiblissent chaque jour, de plus en plus, la santé de l'entreprise ?

Dans le cas où l'acquéreur opérerait pour la fusion comme mécanisme de reprise, l'article 682 du Code des sociétés prévoit que l'ensemble du patrimoine (actif et passif) de la société dissoute est transféré à la société bénéficiaire²⁸¹. Par conséquent, si les actifs de la société absorbée sont transférés de plein droit, sans qu'aucune formalité ne soit requise²⁸², la société absorbante sera également tenue du passif de la société dissoute, et ce sans aucune limitation²⁸³.

L'offre publique d'acquisition permet, quant à elle, d'acquérir le contrôle d'une société par l'acquisition publique de ses titres. Comme déjà mentionné dans la section 2, chapitre 3 du présent titre, l'O.P.A. « constitue un moyen d'opérer une fusion au sens économique du terme, en ce sens qu'elle aboutit à placer les ressources et les actifs de la société acquise sous la même gestion que celle de la société promotrice »²⁸⁴. Si les actifs et le passif de la société en difficulté ne sont pas, à proprement parler, cédés à l'offrant, ce dernier en prend toutefois le contrôle par le biais de l'acquisition des titres de la société.

A l'instar de l'O.P.A., la cession d'actions est caractérisée par le fait que « les éléments d'actif et de passif qui constituent le patrimoine de l'entreprise qui fait l'objet de la convention ne sont pas juridiquement cédés. Seules les actions représentatives de son capital font l'objet d'un transfert de propriété »^{285,286}. Par cette technique de reprise, le cessionnaire acquiert ainsi également un pouvoir de contrôle sur l'entièreté du patrimoine, actifs et passif confondus.

Aucun de ces trois moyens d'acquisition de sociétés ne permet donc au repreneur de fragmenter le patrimoine afin de n'acquérir que certains des éléments le composant ; chacun générant les mêmes conséquences sur le plan de la transmission du patrimoine. Dans tous les cas, il devra reprendre la totalité de celui-ci : les actifs, le passif visible, mais également le passif invisible, à savoir les éventuelles dettes occultes dont il n'aurait pas eu connaissance préalablement à l'acquisition, ainsi que le passif social²⁸⁷.

Puisque l'acquéreur est dans l'obligation de reprendre l'intégralité du patrimoine, une évaluation préalable et attentive du passif social est préconisée. Celle-ci est d'autant plus importante que l'entreprise-cible est une entreprise en proie à des difficultés. En effet, en plus des dettes connues et

²⁸¹ H. LAMON, *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises – Instruments financiers, structures d'acquisition et mécanismes de contrôle sous l'angle fiscal, comptable et financier*, Bruxelles, Larcier, 2015, p. 549.

²⁸² *Voy. Civ. Bruxelles*, 23 mai 1907, *Pand. Pér.*, 1907, p. 988 ; *Civ. Bruxelles*, 29 novembre 1911, *Pand. Pér.*, 1912, p. 436.

²⁸³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1039 ; *Voy. également Civ. Anvers*, 4 janvier 1933, *J.T.*, 1933, col. 171.

²⁸⁴ R. WITTERWULGHE, *op. cit.*, p. 12.

²⁸⁵ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 156 ; *Voy. également M. WAUTERS*, « Garanties bij overdracht van aandelen », *DAOR*, 1998, pp. 22 et 23 ; *Cass.*, 10 mai 1966, *Pas.*, 1966, p. 1152.

²⁸⁶ Les auteurs considèrent toutefois qu'il s'agit bien là d'une véritable technique de cession d'entreprises. *Voy. par exemple W. DEJONGHE et M. CORYNEN*, « De rechtspositie van overnemer bij de verwerving van een onderneming door acquisitie van aandelen », *V&F*, 1997, p. 85.

²⁸⁷ Le passif social est constitué de l'ensemble des engagements (pension, indemnités de licenciement, etc.) pris à l'égard des travailleurs. Pour plus d'informations, *voy. l'interview de F. DRIESENS en annexe*.

de celles qui auraient pu lui être cachées, l'acquéreur sera bien souvent amené à devoir restructurer l'entreprise et à supporter, dès lors, toutes les indemnités liées aux licenciements nécessaires afin de relancer au mieux l'activité. Nous renvoyons à l'interview de F. DRIESSENS en annexe pour un commentaire pratique à propos de cette problématique.

Si le passif « *connu* » de la société est trop important et si le risque d'existence d'un passif social ou de dette occultes pouvant grever de façon significative le patrimoine de la société s'avère non négligeable, il sera plus prudent pour le repreneur d'envisager la reprise de la société non par O.P.A., fusion ou cession d'actions, mais par cession d'actifs. En effet, cette technique a comme avantage de permettre « à l'acquéreur de n'acquérir qu'une partie des actifs d'une entreprise, ou de n'acquérir que les actifs de celle-ci, à l'exclusion de toute dette »²⁸⁸. Par conséquent, même si le prix sera bien souvent supérieur à une reprise pure et simple de la société en difficulté²⁸⁹, ce mécanisme permettra au cessionnaire d'éviter d'être tenu des anciennes obligations de la société – alors même que ces dernières se rapporteraient aux actifs cédés – dès lors qu'elles ne font pas l'objet de la convention de cession²⁹⁰.

Ce quatrième mode d'acquisition semble donc, *a priori*, être une solution à tous les maux frappant les reprises d'entreprises en difficulté. Il est toutefois nécessaire de garder à l'esprit que toute médaille a son revers. La cession d'actifs est, tout d'abord, caractérisée par une lourdeur administrative rare. En effet, elle requiert l'accomplissement d'un certain nombre de formalités propres aux règles de transfert applicables à chaque élément d'actif (ou de passif) transféré. Il s'agit donc « d'une procédure plus fastidieuse par rapport à une vente d'actions pour laquelle l'opposabilité du transfert se limite à une transcription dans les registres des actionnaires »²⁹¹. Elle ne peut, ensuite, se faire en méconnaissance des intérêts de la société. Si l'opération est de nature à vider la société de sa substance, les actionnaires minoritaires pourront s'y opposer²⁹². Enfin, la cession d'actifs suppose que le prix payé soit considéré comme raisonnable ou à tout le moins équivalent à celui qui serait ressorti d'une négociation à distance²⁹³.

Section 2. Le contrôle de l'opération par une autorité externe

La reprise d'une entreprise en difficulté est-elle soumise à un éventuel contrôle par une autorité externe et indépendante de la société ? Dans l'affirmative, ce contrôle est-il de nature contraignante

²⁸⁸ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 150.

²⁸⁹ En effet, le coût de la reprise d'une société est généralement calculé en fonction de son actif net contrairement à la cession d'actifs où le prix de cession équivaut normalement au prix réel des biens. Dans le cas d'une entreprise en difficulté, il semble que nous pouvons vraisemblablement affirmer que son actif net sera bien souvent très largement inférieur à la valeur de ses actifs en raison des nombreuses dettes dont elle est tenue. Voy. interview de S. DANTINNE en annexe.

²⁹⁰ *Ibid.*, pp. 150 et 151.

²⁹¹ H. LAMON, *op. cit.*, p. 465.

²⁹² P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 151 ; Voy. également E. POTTIER, « L'abus de majorité ou de minorité dans les sociétés anonymes », *Les conflits entre actionnaires*, Séminaire Vanham & Vanham, 23 avril 1998, p. 29.

²⁹³ P. VAN HOOGHTEEN, « Acquisitieve overeenkomsten », *DAOR*, 1990, p. 61 ; P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 151.

ou, au contraire, s'exerce-t-il de façon marginale de sorte qu'il apparaît, en fait, aux yeux du repreneur comme une simple formalité ?

Sous-section 1. La FSMA

Comme le lecteur l'aura bien compris suite à la lecture de la section 2, chapitre 3 du présent titre, la FSMA joue, en cas d'O.P.A., un « rôle central dès lors que c'est elle qui est maîtresse de l'approbation du prospectus et qui suit l'opération à chaque étape »²⁹⁴. A côté de la mission générale dont elle a été chargée par le législateur, l'Autorité s'est vu attribuer certains pouvoirs spéciaux que l'on qualifie de dérogation, d'investigation, d'injonction et de sanction.

La mission générale de la FSMA, selon l'article 35, §1^{er} de la Loi O.P.A., est de contrôler la régularité des opérations qui lui sont soumises, et ce dans les limites prévues par la loi et ses arrêtés d'exécution²⁹⁵. Le contrôle par l'Autorité est donc limité à la légalité et à la régularité de l'offre²⁹⁶ ; son approbation ne peut être considérée ou analysée comme un jugement sur l'opération et sur la situation de l'offrant²⁹⁷. La FSMA exerce cette compétence à l'exclusion de toute autre autorité administrative²⁹⁸, les tribunaux de l'ordre judiciaire conservant toutefois leurs compétences dans les cas où il serait porté atteinte, lors de la procédure, à un droit subjectif²⁹⁹. Compétence exclusive certes, mais compétence qui doit toutefois être interprétée de manière restrictive : la FSMA ne jouit que des compétences qui lui sont attribuées par la loi et commettrait un excès de pouvoir si elle prétendait exercer d'autres prérogatives³⁰⁰, même dans l'intérêt des porteurs de titres³⁰¹. En sus de sa mission générale de contrôle, la FSMA contrôle également la régularité des moyens de défense qui pourraient être mis en œuvre par la société-cible dans le but de faire échouer l'O.P.A.³⁰².

Le pouvoir de dérogation de l'Autorité l'autorise, quant à lui, à accorder, dans des cas spéciaux, des dérogations motivées aux dispositions de la Loi O.P.A. ou de ses arrêtés d'exécution et à assortir ces dérogations de conditions³⁰³ dans le but d'éviter « qu'une application stricte ou immédiate de certaines règles empêche en réalité d'atteindre des objectifs globaux de la réglementation ou de faire face à des difficultés transitoires. Ces dérogations permettent dès lors de mieux tenir compte, dans les faits, de l'esprit de la loi »³⁰⁴.

²⁹⁴ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 237.

²⁹⁵ *Ibid.*, p. 238.

²⁹⁶ C.A., 14 mai 2003, n°64/2003, point B.7.3 (en matière d'offre publique de reprise).

²⁹⁷ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 239.

²⁹⁸ O. CREPLET et A.-P. ANDRE-DUMONT, « L'affaire *Electrabel* ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offres publiques d'acquisition », *R.P.S.*, 2005, pp. 345 et s.

²⁹⁹ Le gouvernement déclare en effet, dans son exposé des motifs, qu'il ne prétend aucunement, en attribuant cette compétence exclusive à la FSMA, « modifier en quoi que ce soit la notion de droit subjectif, soumis à la protection des tribunaux de l'ordre judiciaire » (Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch., s.o. 2001-2002, n°50-1842/001, p. 121).

³⁰⁰ *Voy.* Bruxelles, 25 février 2005, *Dr. banc. Fin.*, 2005, p. 135 et Bruxelles, 10 février 2006, *Dr. banc. Fin.*, 2006, p. 224.

³⁰¹ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 243.

³⁰² Article 35, §2 de la Loi O.P.A.

³⁰³ Article 35, §1^{er}, al. 2 de la Loi O.P.A.

³⁰⁴ Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch., s.o. 2006-2007, n°51-2834/001, pp. 28 et s.

A côté de sa mission générale et de son pouvoir de dérogation, la FSMA s'est vu attribuer un pouvoir d'investigation en ce sens qu'elle peut prendre les mesures nécessaires et adresser des injonctions pour assurer la correcte application des dispositions de la Loi et des arrêtés d'exécution³⁰⁵. Le législateur a fait suivre ce principe général d'une liste exemplative et non limitative de mesures que la FSMA peut notamment adopter³⁰⁶ dans le but de mettre en œuvre ce pouvoir d'investigation. Nous renvoyons à l'article pour de plus amples informations³⁰⁷.

Le quatrième pouvoir confié à la FSMA est un pouvoir dit « d'injonction » ; La FSMA peut, de manière générale, enjoindre à toute personne concernée de se conformer à la réglementation, de mettre fin à l'irrégularité constatée ou d'en supprimer les effets³⁰⁸. Elle peut plus particulièrement interdire ou suspendre une offre³⁰⁹, enjoindre de lancer une offre obligatoire³¹⁰, enjoindre ou suspendre l'offre pour cause de mauvaise information du public³¹¹, enjoindre d'établir un mémoire en réponse³¹², etc. Tout non-respect d'une injonction donnera lieu à diverses sanctions comme la publication de la décision de l'Autorité, une astreinte, une amende, voire dans certains cas une sanction pénale.

Le pouvoir de sanction est le cinquième et dernier pouvoir attribué à la FSMA. Cette dernière peut ainsi infliger amendes³¹³ et astreintes³¹⁴ et rendre public le fait qu'une partie à l'offre ne se conforme pas à ses obligations ou à toute décision d'injonction ou de suspension. Comme le font remarquer P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, « *la seule crainte de la publication d'une décision prise par la FSMA à l'égard d'un acteur économique qui ne respecte pas les règles du jeu peut avoir un effet dissuasif* »³¹⁵. Le législateur a toutefois imposé le respect de certaines limites à ce dernier pouvoir : il est interdit de recourir à la sanction « *publicité* » lorsque celle-ci risque de perturber gravement les marchés financiers ou causer un préjudice disproportionné aux parties en cause³¹⁶.

Lorsqu'une acquisition de société se réalise par offre publique d'acquisition, l'offrant est donc, tout au long de la procédure, contraint de supporter le contrôle pesant de la FSMA et d'accomplir, sous peine de sanctions, les actes qu'elle détermine. Les opérations de fusion et de cession privée d'actions ne sont, quant à elles, pas soumises à ce genre de contrôle. Si le respect d'une stricte procédure est également imposé par le législateur en cas de fusion, elle ne fait toutefois pas l'objet d'un quelconque contrôle par une autorité externe aux sociétés. La cession d'actions est, elle, le moyen d'acquisition le moins réglementé des trois dès lors qu'elle n'est tenue de satisfaire que les dispositions du droit commun, ce dernier n'imposant aucune obligation de procédure ni de contrôle externe.

³⁰⁵ Article 36 de la Loi O.P.A.

³⁰⁶ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 251.

³⁰⁷ L'Autorité pourra, par exemple, effectuer des inspections et expertises sur place, prendre connaissance et copie sur place de tout document, fichier et enregistrement et avoir accès à tout système informatique, afin de s'assurer du respect des dispositions de la Loi O.P.A. et de ses arrêtés d'exécution, étant entendu que ces pouvoirs d'investigation ne s'étendent pas à des habitations privées (Article 36, §1^{er}, al. 2, 13° de la Loi O.P.A.).

³⁰⁸ Article 36, §1^{er}, al. 2, 1° de la Loi O.P.A.

³⁰⁹ Article 36, §1^{er}, al. 2, 5° de la Loi O.P.A.

³¹⁰ Article 36, §1^{er}, al. 2, 14° de la Loi O.P.A.

³¹¹ Article 36, §1^{er}, al. 2, 4°, 7° et 8° de la Loi O.P.A.

³¹² Article 36, §1^{er}, al. 2, 15° de la Loi O.P.A.

³¹³ Article 37 de la Loi O.P.A.

³¹⁴ Article 36, §4 de la Loi O.P.A.

³¹⁵ P. A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *op. cit.*, p. 262.

³¹⁶ Article 36, §1^{er}, al. 2, 11° et 12° de la Loi O.P.A.

Sauf dans le cas où l'actionnariat serait trop dispersé que pour pouvoir recourir à la cession privée d'actions, nous pensons, si l'on ne s'attarde que sur ce critère de comparaison, que l'acquisition d'une entreprise en difficulté par offre publique d'acquisition n'est pas un moyen adéquat de reprise. Il nous semble en fait inopportun pour un repreneur qui a jeté son dévolu sur une société en proie à des difficultés de supporter une telle lourdeur procédurale et administrative alors que nul ne sait de quoi sera fait demain. En effet, s'il est possible que l'acquéreur parvienne à redresser l'entreprise, le contraire est malheureusement également probable, rendant ainsi vains tous les efforts et moyens fournis afin de se conformer à la réglementation applicable aux O.P.A. et aux contrôles incessants de la FSMA.

Sous-section 2. L'Autorité belge de la concurrence

La FSMA est-elle la seule autorité susceptible d'intervenir dans le cadre d'une procédure d'acquisition ? Les opérations de fusion et de cession d'actions ne sont-elles jamais soumises à un quelconque contrôle ? Il est des cas où la reprise d'une société nécessite l'aval d'une seconde autorité : l'Autorité belge de la concurrence³¹⁷. Dans le cas où elle est considérée comme une opération de concentration³¹⁸, la reprise devra ainsi être préalablement soumise à l'accord de l'Autorité « *si les entreprises concernées totalisent ensemble en Belgique un chiffre d'affaires de plus de 100 millions d'euros, et qu'au moins deux des entreprises concernées réalisent chacune en Belgique un chiffre d'affaires d'au moins 40 millions d'euros* »³¹⁹. Le rôle de l'Autorité est de déterminer si l'opération n'a pas pour conséquence d'entraver de manière significative une concurrence effective dans le marché belge ou une partie substantielle de celui-ci, notamment par la création ou le renforcement d'une position dominante. Si tel est le cas, l'opération sera considérée comme inadmissible. Afin de se prononcer sur l'admissibilité ou non de la reprise, l'Autorité devra tenir compte (i) de la nécessité de préserver et de développer une concurrence effective dans le marché national eu égard notamment à la structure de tous les marchés en cause et à la concurrence réelle ou potentielle d'entreprises situées à l'intérieur ou à l'extérieur du territoire belge ; et (ii) de la position sur le marché des entreprises concernées et de leur puissance économique et financière, des possibilités de choix des fournisseurs et des utilisateurs, de leur accès aux sources d'approvisionnement ou aux débouchés, de l'existence d'entraves juridiques ou factuelles à l'entrée sur le marché, de l'évolution de l'offre et de la demande des produits et services concernés, des intérêts des consommateurs intermédiaires et finaux ainsi que de l'évolution du progrès technique et

³¹⁷ Si l'opération est de dimension européenne, l'autorité compétente sera non pas l'Autorité belge, mais bien la Commission européenne, sous réserve d'une éventuelle possibilité de renvoi. Nous renvoyons au Règlement (CE) n°139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations pour plus de précisions concernant les seuils déterminant le caractère européen des opérations ainsi que pour les conditions de renvoi.

³¹⁸ En effet, une concentration est réalisée lorsqu'un changement durable du contrôle résulte (i) de la fusion de deux ou de plusieurs entreprises antérieurement indépendantes ou parties de telles entreprises ou (ii) de l'acquisition, par une ou plusieurs personnes détenant déjà le contrôle d'une entreprise au moins ou par une ou plusieurs entreprises, du contrôle direct ou indirect de l'ensemble ou de parties d'une ou de plusieurs autres entreprises, que ce soit par prise de participations au capital ou achat d'éléments d'actifs, contrat ou tout autre moyen (Article IV.6, §1^{er} du livre IV du Code de droit économique).

³¹⁹ Article IV.7, §1^{er} du livre IV du Code de droit économique.

économique, pour autant que celle-ci soit à l'avantage des consommateurs et ne constitue pas un obstacle à la concurrence^{320,321}.

L'accord de l'Autorité belge de la concurrence est-il toujours nécessaire dans le cadre de la reprise d'une entreprise en difficulté ?

Il faut toutefois d'abord bien garder à l'esprit que l'accord ne sera requis que dans le cas où l'acquisition est opérée par une autre société. Si tel est à chaque fois le cas lors d'une reprise par fusion, l'O.P.A. et la cession privée d'actions peuvent, quant à elles, émaner soit de l'initiative d'une personne physique, soit de celle d'une société. En fonction de la qualité du repreneur, la conclusion de telles opérations sera donc tantôt soumise à l'accord de l'Autorité, tantôt pas.

L'obligation de s'adresser à l'Autorité est également subordonnée à la condition d'un chiffre d'affaires cumulé de plus de 100 millions d'euros, et d'un chiffre d'affaires propre d'au moins 40 millions d'euros par société. Est-il probable que la reprise d'une entreprise en difficulté remplisse cette seconde condition ? On peut, selon nous, en douter. En effet, un des signes évidents de difficulté consiste en la baisse significative du chiffre d'affaires de la société. A moins que cette dernière ne soit une entreprise de relativement grande taille engrangeant un important chiffre d'affaires – même si ce dernier est en baisse – il nous semble que la plupart des cas de reprise ne rempliront pas cette condition. Ne peut-on pas compter sur les doigts d'une main le nombre d'entreprises belges en difficulté qui parviennent, malgré tout, à engendrer un chiffre d'affaires de plus de 40 millions d'euros ?

Dans le cas où la reprise serait toutefois soumise à l'accord préalable de l'Autorité de la concurrence, on peut se demander si l'autorité de contrôle sera encline à accorder plus facilement son autorisation dès lors que l'opération envisagée peut permettre à la société reprise de continuer à vivre et non à survivre. L'Autorité est-elle susceptible de prendre en compte, dans le cadre de son appréciation, certaines considérations politiques comme par exemple le fait que la reprise de l'entreprise permettra, on l'espère, de sauvegarder un bon nombre d'emplois alors qu'il est fort probable qu'en l'absence d'une telle opération la société est vouée à déperir ? Cette réflexion est toutefois d'ordre purement hypothétique et ne relève pas de la science juridique. C'est pourquoi nous ne nous risquons pas à y répondre, mais laissons la porte ouverte à la réflexion.

³²⁰ Article IV. 9 du livre IV du Code de droit économique.

³²¹ Voy. P. GOFFINET, « Le nouveau régime belge du contrôle des concentrations », *R.C.B.*, 2013, pp. 145 et s pour une analyse détaillée du contrôle des opérations de concentration par l'Autorité belge de la concurrence.

Section 3 : Le coût de l'opération

Par « *coût de l'opération* » nous entendons non seulement le prix de transaction, mais également les divers frais connexes qui viennent s'y ajouter. Ce coût est-il susceptible de varier fortement en fonction du mode de reprise choisi ou, au contraire, cette variation est-elle dérisoire ?

En cas d'O.P.A., la fixation du prix est totalement libre³²² et relève de la seule responsabilité de l'offrant³²³. Le législateur considère en effet que cette opération est soumise aux lois du marché dès lors qu'elle ne constitue qu'une simple « *opération de marché* »³²⁴. Ni la FSMA, ni les cours et tribunaux ne peuvent intervenir dans le processus de détermination du prix³²⁵ ; la première considérant qu'il ne relève pas de son rôle de se prononcer sur l'adéquation du prix en cas d'offre publique volontaire^{326,327}. Le prix pourrait, donc, non seulement présenter une décote par rapport au cours de bourse existant³²⁸, mais également lui être supérieur puisqu'aucun minimum ni maximum n'est imposé par la législation. Dans quels cas l'offrant serait-il susceptible de proposer un prix supérieur au cours de bourse ? P. DELLA FAILLE en relève trois : lorsque l'entreprise est mal gérée, lorsqu'elle est mal évaluée ou lorsqu'il est possible de développer des synergies (seulement si l'offrant est une société et non une personne physique). Si l'entreprise est mal gérée, le montant de la prime que l'offrant est disposé à offrir correspondra à la hausse de valeur qu'il espère provoquer en rationalisant la gestion de celle-ci. Si l'entreprise est mal valorisée, le montant de la prime correspondra à la différence entre la valeur réelle de la société et celle que lui attribue le marché³²⁹. Si l'offrant acquiert la société dans le but de développer des synergies valorisables, le prix qu'il devra logiquement être disposé à offrir pour les titres « *correspondra à la valeur stratégique de la société cible telle qu'elle est appréhendée par lui, compte tenu des restructurations auxquelles il envisage de procéder et des synergies qu'il envisage de développer* »³³⁰.

Le principe de libre détermination du prix s'applique également en cas de cession privée d'actions. En effet, en vertu du principe de la liberté contractuelle, les parties sont libres de négocier et de déterminer le prix auquel l'acquéreur reprendra les titres des actionnaires de la société cédée. Ainsi, il est parfaitement concevable que le montant convenu soit *in fine* sans rapport avec la valeur supposée des titres³³¹. Contrairement à l'O.P.A., le repreneur ne sera toutefois pas tenu de respecter

³²² Voy. J.-M. NELISSEN GRADE, « De prijs van het openbaar overnamebod uitgebracht door de aandeelhouder die de contrôle uitoefent », *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Bruxelles, Bruylant, 2005, pp. 483 à 512.

³²³ P. LAMBRECHT, « La protection des actionnaires minoritaires par le droit financier et les relations entre actionnaires minoritaires et la Commission bancaire », *Droits et obligations des actionnaires minoritaires dans les sociétés anonymes*, Séminaire CEPAC, 17 novembre 1992, p. 25.

³²⁴ H.-P. LEMAITRE, « Les offres publiques de reprise », *Droit et pratique des O.P.A. en Belgique*, Skyroom Events, 20 octobre 1998, p. 9.

³²⁵ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1122.

³²⁶ Commission bancaire et financière, *Rapport annuel*, 1993-1994, p. 84.

³²⁷ Dire que la FSMA n'exerce aucun contrôle sur le prix n'est toutefois pas entièrement vrai. Elle devra, en effet, vérifier que le prix proposé permet à l'offrant d'obtenir le résultat recherché (article 3 de l'A.R. O.P.A.).

³²⁸ Si les détenteurs de titres considèrent, qu'en cas de décote, le prix est insuffisant, il leur suffira de refuser d'apporter leurs titres à l'offrant (P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 243).

³²⁹ *Ibid.*, p. 244 ; Voy. également T. COPELAND, T. KOLLER et J. MURRIN, *Measuring and managing the value of companies*, New York, Wiley, 1990, p. 27.

³³⁰ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, pp. 243 à 245.

³³¹ *Ibid.*, p. 178.

une éventuelle égalité entre les actionnaires et pourra, s'il le souhaite, proposer des prix différents en fonction de l'actionnaire avec lequel il a engagé des pourparlers³³². Si ce dernier est majoritaire, il est alors fort probable que le prix offert sera plus important que celui proposé aux actionnaires minoritaires. Le tribunal de commerce d'Anvers a confirmé cette position en rejetant la requête d'un actionnaire minoritaire qui prétendait devoir se faire offrir la reprise de ses titres au même prix que celui qui avait été proposé à un actionnaire majoritaire³³³.

La fusion diffère des deux mécanismes de reprise précédents en ce que la rémunération des actionnaires de la société absorbée pour leurs actions se fait non pas en espèces, mais en actions, sous réserve d'une éventuelle soulte qui pourra leur être remise en contrepartie partielle de leurs actions afin de résoudre les possibles problèmes de différence de valeur. Cette dernière ne pourra, dans tous les cas, pas dépasser le dixième de la valeur nominale ou, à défaut, du pair comptable des actions émises en contrepartie de l'apport³³⁴. Afin de déterminer le nombre d'actions qui doit leur être remis, les sociétés doivent établir un rapport de parité et un rapport d'échange. Le rapport de parité est la « *proportion entre la valeur conventionnelle de la société absorbante et la valeur conventionnelle de la société absorbée* »³³⁵, alors que le rapport d'échange est « *le nombre de titres de la société absorbée qui doivent être échangés contre des titres de la société absorbante* »³³⁶. Le deuxième est établi sur base du premier : « *connaissant le nombre d'actions de chacune des sociétés appelées à fusionner, on divise la valeur globale de chaque société par le nombre de titres en circulation et on établit alors la parité d'échange par comparaison de la valeur d'une action de l'absorbante et d'une action de l'absorbée. Il faut ensuite appliquer cette parité ou ce rapport d'échange au nombre d'actions de la société absorbée pour pouvoir déterminer le nombre d'actions que devra émettre la société absorbante* »³³⁷. Si le législateur n'impose aucune méthode afin d'établir le rapport d'échange ou afin d'estimer la valeur des sociétés³³⁸, certains principes doivent toutefois être respectés³³⁹. Tout d'abord, les méthodes d'évaluation doivent être multiples. Certaines d'entre elles seront, le cas échéant, combinées ou, si nécessaire, écartées³⁴⁰. Les méthodes doivent ensuite être appliquées de manière homogène afin de permettre la « *comparabilité des évaluations* » des sociétés appelées à fusionner³⁴¹. Les méthodes doivent également être appropriées en ce sens « *qu'il ne suffit pas d'énoncer quelques critères d'évaluation issus d'ouvrages économiques mais qu'il faut les appliquer concrètement aux sociétés concernées* »³⁴². Enfin, le rapport d'échange devra être

³³² K. GEENS, « Fusie of openbaar bad ? Over de keuze van het overnameinstrument en de bescherming van de betrokken belangen », *Rev. Banq.*, 1990, p. 448.

³³³ Comm. Anvers, 26 octobre 1995, *T.R.V.*, 1996, p. 409.

³³⁴ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1030.

³³⁵ *Ibid.*, p. 1029.

³³⁶ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 435.

³³⁷ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, pp. 1029 et 1030.

³³⁸ Voy. G.-A. DAL et M. VAN DEN ABEELE, « Les lignes de force et les principes de la loi du 29 juin 1993 », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994, p. 52 ; B. VANDERPOORTEN, « La détermination du prix des actions et le droit des sociétés », *L'expert-comptable belge*, 1995, p. 33.

³³⁹ Ces principes sont tirés des articles 694 et suivants du Code des sociétés, des recommandations de la FSMA et des normes de l'Institut des réviseurs d'entreprises en matière de contrôle des opérations de fusion et de scission de sociétés commerciales.

³⁴⁰ T. TILQUIN, *op.cit.*, p. 167.

³⁴¹ P. DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 438 ; Voy. également l'article 2.4.2 de la norme de l'Institut des réviseurs d'entreprises du 6 octobre 1995 relative au contrôle des opérations de fusion et de scission de sociétés commerciales.

³⁴² T. TILQUIN, *op.cit.*, p. 168.

contrôlé soit par le commissaire, soit, à défaut, par le réviseur d'entreprise ou l'expert-comptable externe, qui vérifiera si celui-ci est pertinent et raisonnable.

Le coût d'une opération de reprise ne se limitant pas au prix proposé ou au nombre d'actions offert aux actionnaires de la société que le repreneur souhaite acquérir, de nombreux frais supplémentaires vont venir alourdir le montant total que l'acquéreur sera tenu de déboursier afin de mener à bien l'opération. De quels frais parlons-nous ici ?

Tout d'abord, et pour chacun des trois modes de reprise, un certain nombre d'acteurs sont susceptibles d'intervenir tout au long de la procédure de négociation et de conclusion de la transaction. Nous pensons aux divers conseils juridiques, fiscaux et financiers, comme par exemple les avocats, les notaires, les experts chargés de la valorisation de l'entreprise, les commissaires et autres réviseurs d'entreprises, les éventuels intermédiaires bancaires chargés par l'acquéreur de l'aider à mener à bien l'opération... Ces prestataires de services n'agissant à titre gratuit que dans une société parfaitement utopique, leurs commissions, honoraires et autres rémunérations devront être pris en charge et comptabilisés dans le coût total de l'acquisition.

Ensuite, dans le cas où l'acquéreur ne disposerait pas des liquidités suffisantes afin de procéder au rachat des titres et serait, dès lors, dans l'obligation de souscrire un emprunt auprès d'une banque, il ne doit pas perdre de vue que les intérêts de cet emprunt viendront également grossir le coût de l'opération.

Enfin, mais seulement si le repreneur choisit de procéder par O.P.A. afin d'acquérir l'entreprise, il sera tenu de supporter des frais supplémentaires, propres à ce mode d'acquisition. Tout d'abord, la réglementation O.P.A. imposant le respect de diverses obligations d'information et de publicité, l'offrant sera tenu de recourir à certains procédés de publicité (comme par exemple la presse écrite, la diffusion de circulaires, etc.³⁴³) afin de se conformer à ces exigences légales et conférer, ainsi, à son offre un caractère public, indispensable à toute offre publique d'acquisition. Toutes ces formalités ont évidemment un coût qui viendra s'ajouter aux nombreux frais déjà à charge de l'offrant. Ensuite, ce dernier devra également rémunérer la FSMA pour son rôle majeur dans le processus d'O.P.A., notamment pour l'approbation du prospectus. En effet, le contrôle de l'Autorité a un prix et ce dernier sera nécessairement supporté par l'offrant. Cette contribution sera calculée sur base d'un barème variant en fonction de l'ampleur de l'opération (elle sera comprise entre 10.544 et 65.898€). Nous renvoyons à l'arrêté royal du 17 mai 2012 relatif à la couverture des frais de fonctionnement de la FSMA pour plus de précisions³⁴⁴. Enfin, les coûts de réalisation du prospectus sont également très importants. En effet, sa rédaction est un processus fastidieux, long³⁴⁵ et onéreux qui nécessite

³⁴³ Voy. l'article 6 de la Loi O.P.A.

³⁴⁴ Arrêté royal du 17 mai 2012 relatif à la couverture des frais de fonctionnement de la fsma, pris en exécution de l'article 56 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 21 juin 2012.

³⁴⁵ Un prospectus compte généralement plusieurs centaines de pages.

beaucoup de temps et, du fait de la dimension extrêmement technique du document, l'intervention de spécialistes.

Les spécificités propres aux O.P.A. rendent donc ce mode de reprise très coûteux. Outre le prix des actions et les divers frais communs à toute reprise d'entreprise, l'offrant devra non seulement supporter les frais liés à l'obligation de publicité, à la rédaction du prospectus, mais également ceux liés au contrôle de la FSMA.

On peut donc raisonnablement penser qu'en cas de reprise d'une entreprise en difficulté, il n'est pas opportun, au regard du critère de coût de l'opération, de procéder par O.P.A. en raison des nombreux frais excessifs par rapport à la faible valeur de l'entreprise. D'autant plus qu'il faut garder à l'esprit que de multiples débours, nécessaires à la relance de l'activité, viendront également s'ajouter au coût total de l'acquisition. Exceptionnellement toutefois, si la reprise de la société en difficulté s'avère une opération particulièrement lucrative en raison sa valeur très largement sous-évaluée aussi bien d'un point de vue comptable que d'un point de vue des perspectives industrielles et qu'un accord sur une cession d'actions ou sur une fusion semble difficile à obtenir, on peut imaginer que, dans ce cas, l'acheteur pourra avoir recours à l'O.P.A., même si cela signifie qu'il devra supporter des frais plus importants et généralement offrir un prix par action plus élevé que le cours (afin d'être sûr d'obtenir des actionnaires leurs titres). Dans ce cas particulier, les espoirs de rentabilité future viendront compenser la somme conséquente que l'offrant sera tenu de déboursier dans le but de mener à bien l'opération. Hormis ce cas particulier, la fusion nous semble le meilleur moyen de reprise dès lors que, dans le meilleur des cas, la société absorbante n'aura à supporter financièrement que les frais relatifs à la procédure. En effet, sauf en cas de soulte, elle ne devra offrir aux actionnaires de la société en difficulté que des actions et pourra par conséquent réinvestir dans la relance de l'activité les sommes qu'elle aura évité de déboursier pour la reprise des titres.

Section 4. Les garanties

L'acquisition d'une société en difficulté présente des risques beaucoup plus importants que l'acquisition d'une société saine. En effet, l'acquéreur est parfois confronté à un management peu scrupuleux, qui, luttant pour la survie de son entreprise, est prêt à tout pour attirer un repreneur et va même parfois jusqu'à masquer la réelle gravité de la situation de l'entreprise³⁴⁶. Ainsi, si l'acquéreur sait que la société ne se porte pas bien, il est toutefois loin de se douter de la véritable galère dans laquelle il s'embarque.

Les trois modes d'acquisition étudiés permettent-ils de faire face efficacement au risque de retrouver ce que l'on appelle fréquemment des « *cadavres dans les placards* » ? Existe-t-il des mécanismes propres aux O.P.A., aux fusions et aux cessions d'actions permettant de neutraliser cette menace ?

³⁴⁶ P. PIERRON, « Acquisition ou reprise d'une société en difficulté : un rapport rendement / risque attractif », disponible sur http://www.fusacq.com/buzz/ae64_acquisition-ou-reprise-d-une-societe-en-difficulte-un-rapport-rendement-risque-attractif.html.

L'O.P.A. et la fusion n'offrent aucune garantie propre susceptible de répondre aux besoins de l'acquéreur confronté à un danger de passifs occultes. Dans les deux cas, le repreneur sera tenu de supporter ces passifs qui lui étaient inconnus lors de l'acquisition de la société. Un examen attentif et consciencieux de la situation de la société par une *due diligence* de qualité est donc préconisé afin d'éviter toute mauvaise surprise. La société absorbante trompée pourrait-elle, faute de mieux, demander la nullité de la fusion ? Il nous semble qu'il faut répondre par la négative à cette question. En effet, la 3^{ème} Directive a expressément entendu limiter les causes de nullité³⁴⁷ et « *il serait dès lors totalement contradictoire à leurs dispositions et à leurs finalités d'y ajouter une cause qui n'y est pas explicitement reprise* »³⁴⁸. Le seul moyen d'action pour un acquéreur qui aurait été trompé nous paraît ainsi être la mise en cause de la responsabilité des auteurs de tels faits sur base de l'article 1382 du Code civil. Le repreneur devra alors prouver que les dirigeants, administrateurs ou autres ont commis une faute et que cette faute est en lien causal avec le dommage qu'il a subi. On peut également imaginer que ces personnes pourraient engager leur responsabilité sur le plan pénal dans le cas où la tromperie résulterait d'un faux bilan, voire encore d'un abus de confiance ou d'une escroquerie.

La cession d'actions permet, quant à elle, à l'acquéreur de prendre ses précautions face au risque de passifs occultes. En effet, comme expliqué dans la section 5, chapitre 3 du présent titre, les garanties conventionnelles sont nombreuses et rendent l'opération beaucoup plus sécurisée. Dans le cas où certaines déclarations du vendeur se révéleraient *a posteriori* inexactes, et pour autant que l'acheteur n'en ait pas eu connaissance, ce dernier pourra exiger du vendeur qu'il preste sa garantie, dès lors que les éléments traduisant l'existence d'inexactitudes n'ont pas été pris en compte dans la détermination du prix et des autres conditions de la cession³⁴⁹. Ce mécanisme de garantie permet donc au cessionnaire de se retourner contre le vendeur et d'exiger la réparation de son préjudice.

Il faut garder à l'esprit que l'appel à la garantie du vendeur n'emporte pas nullité de la convention. Si le repreneur estime qu'il a été délibérément trompé par son cocontractant et que les dommages et intérêts prévus à titre de garantie ne l'intéressent pas, il pourra tenter de demander la nullité de la convention pour dol. Toutefois, il n'est pas certain que cette demande aboutisse à chaque fois. Le dol requiert, non seulement, la réunion de conditions très strictes, caractéristiques de situations assez exceptionnelles³⁵⁰, mais on constate également que les tribunaux sont assez réticents à alourdir l'obligation d'information qui pèse sur les épaules du vendeur^{351, 352}.

³⁴⁷ Nous renvoyons à la section 1, chapitre 3 du présent titre.

³⁴⁸ G. HORMANS, « Les nullités et les sanctions », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994, p. 231.

³⁴⁹ D. LECLERCQ, *op. cit.*, p. 217.

³⁵⁰ *Ibid.*, p. 79.

³⁵¹ A. COIBION, « Le dol en matière de conventions de cession d'actions. La revanche de l'ingénu », note sous Comm. Gand, 2 mars 1999, *R.D.C.*, 2001, p. 57.

³⁵² Selon le Tribunal de commerce de Bruxelles, une convention de cession d'actions ne pourra être annulée pour cause de dol que si ce dernier a été un élément déterminant du consentement du cessionnaire. L'expérience professionnelle et les compétences du cessionnaire devront être prises en compte lors de l'appréciation des manœuvres dolosives mais, en aucun cas, la convention ne pourra être annulée pour dol si le cessionnaire a contracté sur base d'informations incomplètes (Comm. Brux. (24e ch.), 15 octobre 2008, *T.R.V.*, 2011, pp. 587 à 592).

Ainsi, sur le plan de la garantie du passif, il semble préférable pour l'acquéreur de recourir au mécanisme de cession d'actions et non à la fusion ou à l'O.P.A. Ce mécanisme présente en effet l'avantage de le rassurer et de lui éviter que certaines circonstances ou opérations inconnues au moment de la transaction ne viennent grever le prix de cession d'un surplus difficilement supportable.

Section 5. Les restrictions à la libre cessibilité des titres

Quel est le sort des clauses restreignant la libre cessibilité des titres dans le cadre de la reprise d'une entreprise par fusion, cession privée d'actions et O.P.A. ? Le repreneur est-il dans l'obligation de respecter leurs prescrits ou peuvent-elles être facilement écartées ?

En cas d'acquisition par cession d'actions, la réponse est claire : les clauses d'incessibilité, d'agrément et de préemption devront être respectées pour autant que celles-ci répondent aux conditions imposées par le Code des sociétés. Si les actions sont incessibles en raison d'une clause d'incessibilité, si la clause de préemption est appliquée ou si l'agrément est refusé, l'acquéreur ne pourra s'y opposer et échouera peut-être alors dans sa tentative de reprise de l'entreprise.

En outre, dans le cas où l'acquisition se ferait par le biais d'une fusion, le sort de ces clauses est différent. En effet, elles ne peuvent avoir pour effet de priver les sociétés du droit de fusionner que leur attribue la loi³⁵³. On ne peut admettre que, « *par le simple jeu d'une stipulation contractuelle, on puisse remettre en cause l'un des effets légaux obligatoires de la fusion* »³⁵⁴, à savoir l'attribution *ipso facto* aux associés de la société absorbée de la qualité d'actionnaires de la société absorbante par la transmission universelle du patrimoine de la première³⁵⁵. Cette solution est également retenue par les tribunaux français. En effet, la Cour d'appel de Rouen s'est prononcée sur le sujet dans les termes suivants : « *La Cour d'appel adopte une solution dissidente et décide que la clause qui soumet à agrément le transfert d'actions à un tiers non actionnaire de la société, ne s'applique pas à un transfert d'actions résultant d'une fusion-absorption* »³⁵⁶.

Enfin, lorsque l'acquéreur reprend une société par offre publique d'acquisition, les restrictions s'appliquent *a priori* également. Toutefois, la législation O.P.A. prévoit un régime particulier pour les cas où l'agrément serait refusé ou si la clause de préemption était appliquée. Comme expliqué au chapitre 3, section 2 du présent titre, les titulaires des titres doivent alors se voir proposer, dans les cinq jours suivants la clôture de l'offre, l'acquisition de leurs titres à un prix au moins égal au prix de l'offre ou de la contre-offre, par une ou plusieurs personnes bénéficiant de l'agrément ou à l'égard desquelles le droit de préemption ne serait pas invoqué^{357,358}. Par dérogation à cette règle, les

³⁵³ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1044.

³⁵⁴ M. JEANTIN, « Clauses d'agrément et fusion des sociétés commerciales », *Dr. Soc.*, 1988, p. 2.

³⁵⁵ G. KEUTGEN et J.-F. TOSSENS, « La situation des actionnaires et leurs recours », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés, op. cit.*, p. 120.

³⁵⁶ CA Rouen, 9 juin 2011, n°10/05530.

³⁵⁷ Article 511 du Code des sociétés.

clauses d'agrément figurant soit dans les statuts, soit dans un acte authentique pourront, toutefois, être opposées à l'auteur de l'offre publique par le conseil d'administration de la société visée, sans obligation d'offrir au public le rachat de ses titres³⁵⁹ et pour autant que le refus soit justifié par l'application constante et non discriminatoire des règles d'agrément adoptées par ledit conseil d'administration et communiquées à la FSMA³⁶⁰.

Au regard du critère de comparaison « *restrictions à la libre cessibilité des titres* », la cession privée d'actions et l'O.P.A. apparaissent donc *a priori* comme des moyens de reprise plus malaisés à appliquer que la fusion.

L'O.P.A. et la cession d'actions ne peuvent toutefois, selon nous, être laissées sur le même pied d'égalité lorsqu'il s'agit de la reprise d'une entreprise en difficulté. En effet, si nous maintenons le fait que la fusion est le mode le plus approprié de reprise lorsque l'on ne prend en compte que ce critère de comparaison, le fait que les personnes bénéficiant de l'agrément ou à l'égard desquelles le droit de préemption ne serait pas invoqué soient tenues de proposer l'acquisition des titres à un prix au moins égal au prix de l'offre ou de la contre-offre rend préférable la reprise par O.P.A. à la reprise par cession privée d'actions. Deux arguments nous permettent d'appuyer cela. Imaginons tout d'abord une société en difficulté en raison de gros problèmes de trésorerie et dont les statuts contiennent une clause imposant l'agrément du conseil d'administration pour tout nouvel actionnaire. Ne pouvons nous pas soutenir que, dans ce cas, il sera peu probable que le conseil d'administration refuse d'agréer l'offrant ? En effet, si l'on suit le prescrit de la loi, le conseil d'administration devra proposer l'acquisition des titres à un prix au moins égal au prix de l'offre ; ce qu'il ne peut, par hypothèse, pas faire dès lors que la société ne dispose pas des liquidités suffisantes. Celui-ci sera, par conséquent, contraint d'agréer l'offrant ; contrainte rendant ainsi inefficace la clause sensée prévenir l'arrivée d'un actionnaire indésirable au sein de la société. Le deuxième argument qui nous permet de justifier cette affirmation est le suivant. Prenons le cas d'une société qui rencontre certaines difficultés, en raison par exemple, non pas d'une insuffisance de trésorerie, mais d'une mauvaise gestion. La société est sous-évaluée par ses actionnaires et dirigeants, ceux-ci ne parvenant pas à s'imaginer les perspectives de rentabilité qu'elle pourrait offrir si elle était correctement redressée. Dans ses statuts figure une clause d'agrément ou de préemption stipulée, soit en faveur d'un actionnaire, soit en faveur d'un organe de la société, le conseil d'administration par exemple. Dans ce cas, il nous paraît à nouveau plus avantageux pour l'acquéreur, conscient quant à lui du potentiel de la société, de procéder à la reprise de l'entreprise par O.P.A. et non par cession privée d'actions. En effet, en proposant un prix suffisamment élevé, il est probable que l'offrant puisse se voir attribuer les titres sans opposition aucune de la part de l'actionnaire ou du conseil d'administration bénéficiant du droit de préemption ou d'agrément. En raison de leur piètre appréciation de l'entreprise, on peut penser que ceux-ci n'opposeront pas ou peu de résistance dès lors que, dans le cas contraire, ils seront

³⁵⁸ Voy. L. SIMONT et P.-A. FORIERS, « Deux questions en matière d'offre publique », *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 899.

³⁵⁹ J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT et P. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1121.

³⁶⁰ Article 512 du Code des sociétés.

tenus de reprendre les actions pour un montant leur paraissant exorbitant au vu de la situation peu reluisante de la société.

Ainsi, que les difficultés de la société soient liées ou non à des problèmes de trésorerie, l'O.P.A. nous semble être un moyen de reprise plus avantageux que la cession privée ; l'offrant ayant la possibilité de contourner les restrictions à la libre cessibilité des titres, contrairement à la cession privée, où celles-ci s'appliqueront *de facto*.

Conclusion

Est-il réellement possible de déterminer laquelle de la fusion, de l'O.P.A. ou de la cession d'actions constitue le meilleur moyen de reprise d'une entreprise en difficulté ? La comparaison qui vient d'être faite permet-elle de dégager « Le » moyen qui, en toutes circonstances, génèrera pour l'acquéreur d'une telle entreprise les conséquences les plus profitables ? Rien ne semble être moins sûr. En effet, chaque cas d'espèce étant caractérisé par ses particularités propres, il est peu probable qu'un même moyen puisse être appliqué à tous, sans exception. Toutefois, toute question mérite réponse. Sur base de ce qui a été développé dans le présent mémoire, quelle est donc la meilleure stratégie juridique pour la reprise d'une entreprise en difficulté ?

L'offre publique d'acquisition nous apparaît être, suite à l'analyse de son régime ainsi qu'à la comparaison réalisée au chapitre 4 du titre 2, le moyen le moins approprié pour procéder à la reprise d'une entreprise en proie à des difficultés. En effet, ce mode d'acquisition pèche notamment par son coût excessif par rapport à la valeur de la société, par l'absence totale de garantie de passif ainsi que par un contrôle trop pesant de la FSMA. Le fait que l'O.P.A. ne constitue pas la meilleure façon d'acquérir une société en difficulté ne signifie toutefois pas pour autant qu'elle doive être écartée en toute hypothèse. En effet, dans le cas où l'actionnariat serait beaucoup trop dispersé que pour pouvoir opérer par cession privée d'actions et qu'une fusion ne serait pas non plus envisageable en raison, par exemple, de la qualité du repreneur, ce moyen de reprise sera alors indiqué malgré les différents inconvénients qui le caractérisent.

La fusion et la cession privée d'actions apparaissent, quant à elles, être deux opérations plus opportunes afin de procéder à la reprise d'une entreprise en difficulté.

La fusion offre, en effet, l'avantage d'éviter à l'acquéreur de devoir déboursier des sommes conséquentes afin de procéder à la reprise ; les actionnaires recevant en contrepartie de leurs actions, non pas des espèces, mais de nouvelles actions. Elle lui permet également de contourner les éventuelles restrictions à la libre cessibilité des titres de la société absorbée et n'est soumise, en outre, que dans de très rares cas au contrôle de l'Autorité belge de la concurrence. L'opération de fusion présente toutefois un inconvénient d'autant plus important que l'entreprise reprise est une

société en difficulté : l'absence de garantie de passif. La société absorbante ne disposera, en effet, que de très peu de recours contre un *management* peu scrupuleux qui, dans le but de « *rendre la mariée plus belle* », aurait intentionnellement masqué certaines dettes.

La cession privée d'actions protège, quant à elle, efficacement le cessionnaire contre ces dettes occultes. En effet, les garanties de passif qu'offre ce mécanisme s'avèrent être un atout majeur dans le cadre de la reprise d'une entreprise en difficulté. En plus de ces garanties, le cessionnaire aura également, dans certains cas, la possibilité de faire annuler la convention pour vice de consentement, et plus particulièrement pour dol. La cession d'actions, lorsque réalisée par une personne physique, présente, en outre, l'avantage de n'être soumise à aucune forme de contrôle par une autorité externe mais oblige toutefois le repreneur à respecter les éventuelles restrictions à la libre cessibilité des titres. Enfin, contrairement aux deux précédents moyens de reprise, la cession d'actions laisse une grande place à la liberté contractuelle et ne doit pas se plier à une procédure ou à un formalisme particulier.

Quelle stratégie donc pour la reprise d'une entreprise en difficulté ? Il faut, selon nous, distinguer deux hypothèses afin de pouvoir répondre à cette question. Si le repreneur est une personne physique, le mode d'acquisition à préconiser afin de mener à bien l'opération semble être la cession privée d'actions et non l'offre publique d'acquisition. Dans le cas où l'acquéreur s'avèrerait, par contre, être une société, il aura le choix : soit procéder par fusion, soit par cession d'actions. Si la fusion lui permettra de réinvestir dans le redressement de l'entreprise les sommes que ce mode lui aura évité de dépenser, la cession d'actions, quant à elle, le protégera efficacement des éventuelles dettes qui, parce que l'entreprise est en difficulté, risquent d'être multiples. Sa préférence se portera sur l'un ou l'autre en fonction du but qu'il poursuit, des moyens qu'il possède et des risques qu'il encourt.

Le lecteur gardera toutefois à l'esprit que cette conclusion n'est déduite que de la comparaison de cinq critères se rapportant au droit des sociétés et, qu'en réalité, de nombreuses autres considérations propres au repreneur entreront généralement en compte, qu'elles soient financières, économiques, fiscales, sociales ou autres.

C'est par une proposition de recherche future que nous mettrons un point final à ce mémoire. Dans la continuité de cette étude, ne serait-il pas intéressant d'explorer et de tenter d'isoler, non plus la meilleure stratégie juridique de reprise, mais celle permettant de redresser et de remettre sur pied, le plus efficacement possible, une entreprise en difficulté ?

Bibliographie

Communications de la Commission européenne

Communication de la Commission concernant la non-imposition d'amendes ou la réduction de leur montant dans les affaires portant sur des ententes, *J.O.C.E.*, n° C 207, 18 juillet 1996.

Communication de la Commission sur l'immunité d'amendes et la réduction de leur montant dans les affaires portant sur des ententes, *J.O.C.E.*, n° C 045, 19 février 2002.

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil et à l'Eurogroupe – Résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) No 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, COM(2014) 150 final, 5 mars 2014.

Communication de la Commission comportant les lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers, *J.O.U.E.*, C 249, 31 juillet 2014.

Législations belge et européenne

Troisième Directive du Conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions des sociétés anonymes, *J.O.C.E.*, n° L. 295, 20 octobre 1978.

Règlement (CE) n°139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations, *J.O.*, L 24, 24 janvier 2004.

Directive 2004/25/CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.*, L 142, 30 avril 2004.

Directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux, *J.O.U.E.*, n° L. 310, 25 novembre 2005.

Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989.

Loi du 29 juin 1993 modifiant, en ce qui concerne les fusions et les scissions de sociétés, les lois sur les sociétés commerciales, coordonnées le 30 novembre 1935, *M.B.*, 21 juillet 1993.

Norme de l'Institut des réviseurs d'entreprises du 6 octobre 1995 relative au contrôle des opérations de fusion et de scission de sociétés commerciales.

Loi du 17 juillet 1997 relative au concordat judiciaire, *M.B.*, 28 octobre 1997.

Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 26 avril 2007.

Loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises, *M.B.*, 9 février 2009.

Arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, *M.B.*, 11 novembre 1989.

Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007.

Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise, *M.B.*, 23 mai 2007.

Arrêté royal du 3 mai 2007 fixant le régime de chômage avec complément d'entreprise, *M.B.*, 8 juin 2007.

Arrêté royal du 17 mai 2012 relatif à la couverture des frais de fonctionnement de la fsma, pris en exécution de l'article 56 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 21 juin 2012.

Articles 64, 138, 140, 507, 510, 511, 512, 527, 528, 530, 557, 607, 620, 633, 670, 676, 677, 685, 688, 689, 690, 692, 693, 694, 695, 696, 699, 700, 701, 702, 703, 706, 707, 708, 709, 713, 714, 715, 716, 717 du Code des sociétés.

Article 1382 du Code civil.

Articles IV.6, IV.7 et IV.9 du livre IV du Code de droit économique.

Rapports annuels de la CBFA

CBFA, *Rapport annuel*, 1993-1994.

CBFA, *Rapport annuel*, 1995-1996.

CBFA, *Rapport 1997-1998*.

Documents parlementaires

Doc. parl., Chambre, 1989-1990, 1214/1.

Doc. parl., Chambre, 2001-2002, n°50-1842/001.

Doc. parl., Chambre, 2006-2007, n°51-2834/001.

Doc. parl., Chambre, 2007-2008, n°52-160/1.

Doc. parl., Chambre, 2012-2013, n°53-2692/1.

Doctrine

ANGENIEUX, G., *Les fusions et l'évaluation des entreprises*, Paris, Dunod, 1970.

BEN JABEUR, S., FAHMI, Y., TAGHZOUTI, A. et SADOK, H., « La défaillance des entreprises: une revue de littérature », *Working paper series*, Paris, IPAG Business School, 2014.

BENOIT-MOURY, A., « Cerus-de Benedetti contre la Société Générale de Belgique – Les grandes étapes juridiques d'une saga financière », *J.T.*, 1988.

IDEM, « Dix ans de jurisprudence en matière de sociétés », *Act. Dr.*, 1991.

BESCOS, P.-L., *Défaillance et redressement des P.M.I : Recherche des indices et des causes de défaillance*, Cahier de Recherche du CEREG, Université de Paris IX - Dauphine, n°8701, 1987.

BLOCKERYE, T., *Acquisitions et fusions*, Bruxelles, Bruylant, 2004.

IDEM, T., *Acquisitions, fusions et réorganisations de sociétés*, Limal, Anthémis, 2012.

BOLLEN, M., « Precontractuele aansprakelijkheid voor het afspringen van onderhandelingen, in het bijzonder m.b.t. een acquisitieovereenkomst », *R.G.D.C.*, 2003.

BOUTHINON-DUMAS, H. et MASSON, A. (sous la direction de), *Stratégies juridiques des acteurs économiques*, Bruxelles, Larcier, 2012.

BOUTHINON-DUMAS, H., « Les stratégies juridiques : essai sur les articulations entre droit, économie et management », *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009.

BRULARD, Y. et DEMOLIN, P., *La restructuration des entreprises en difficulté au regard des nouvelles lois du 17 juillet 1997 sur le concordat judiciaire et du 8 août 1997 sur la faillite*, Diegem, Ced.samson, 1997.

BRULARD, Y., « Les différents contrats et actes juridiques nécessaires à la réalisation d'une opération d'acquisition d'une société belge », *L'acquisition d'une société en pratique – Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2008.

BRULARD, Y., D'AOUT, O., LEJUSTE, T. et MARKO, J., *L'acquisition d'une société en pratique – Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2008.

BYTTEBIER, K. et FRANÇOIS, A., « Vijandige overnames en beschermingsmechanismen », *De new OBA-wet*, Bruxelles, Bruylant, 2008.

CARLTON, D. et PERLOFF, J., *Economie Industrielle*, Bruxelles, De Boeck, 1998.

CASTA, J.-F. et ZERBIB, J.-P., « Prévoir la défaillance des entreprises ? », *Revue française de comptabilité*, 1979.

CHAMPAUD, C., *Droit des affaires*, Paris, P.U.F., 1981.

COIBION, A., « Le dol en matière de conventions de cession d'actions. La revanche de l'ingénu », note sous Comm. Gand, 2 mars 1999, *R.D.C.*, 2001.

IDEM, « Quelques réflexions sur les garanties conventionnelles en matière de cession d'actions et sur l'influence de la pratique anglaise », note sous Gand, 2 mars 1999, *R.D.C.*, 2001.

COLLARD, C. et ROQUILLY, C., *La performance juridique : pour une vision stratégique du droit dans l'entreprise*, Paris, Lextenso éditions, 2010.

COMBIER, J. et BLAZY, R., *Les défaillances d'entreprises*, Paris, PUF, 1998.

COPELAND, T., KOLLER, T. et MURRIN, J., *Measuring and managing the value of companies*, New York, Wiley, 1990.

COPPENS, P. et T'KINT, F., « Le transfert des créances, des dettes et des contrats dans les fusions de sociétés », *La transmission des obligations*, Bruxelles, Bruylant, 1980.

COULIBALY, A., *La défaillance des PME belges : analyse des déterminants et modélisation statistique*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Université catholique de Louvain, 2004.

CREPLET, O. et ANDRE-DUMONT, A.-P., « L'affaire *Electrabel* ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offres publiques d'acquisition », *R.P.S.*, 2005.

CRUCIFIX, F. et DERNI, A., *Le redressement de l'entreprise – les symptômes de défaillance et les stratégies*, Louvain-la-Neuve, Academia, 1992.

CRUTZEN, N., *Essays on the Prevention of Small Business Failure : Taxonomy and Validation of Five Explanatory Business Failure Patterns (EBPFs)*, Liège, Editions de l'Université de Liège, 2009.

DAL, G.A. et VAN DEN ABEELE, M., « Les fusions et scissions de sociétés commerciales », *R.P.S.*, 1993.

IDEM, « Les lignes de force et les principes de la loi du 29 juin 1993 », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994.

DE BONDT, W., « Precontractuele aansprakelijkheid », *R.G.D.C.*, 1993.

DE CALLATAÏ, V. et DELLA FAILLE, P., *La loi sur la continuité des entreprises – recueil de législation, doctrine et jurisprudence*, Limal, Anthémis, 2013.

DE CONINCK, B., « Le droit commun de la rupture des négociations précontractuelles », *Le processus de formation du contrat*, Bruxelles, Bruylant, 2002.

DE CORDT, Y., « Commentaire de l'art. 682 C. soc. », *Commentaire systématique du Code des sociétés*, Waterloo, Kluwer, f. mob.

IDEM, *L'égalité entre actionnaires*, Bruxelles, Bruylant, 2004.

DEJONGHE, W. et CORYNEN, M., « De rechtspositie van overnemer bij de verwerving van een onderneming door acquisitie van aandelen », *V&F*, 1997.

DELLA FAILLE, P., *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises – Une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001.

DELVAUX, T., « Le contrôle d'une société – Sens et contresens d'un concept polysémique. Variations sur un même thème en droit des sociétés, droit de la concurrence et droit des marchés publics », *J.T.*, 2007.

DEVOS, D., « La vente d'actions au porteur d'une société anonyme », *Mélanges offerts à Raymond Vander Elst*, Nemesis, Bruxelles, 1986.

DIEUX, X., « La société anonyme : armature juridique de l'entreprise ou « produit financier » ? », *Het vernieuwd juridisch kader van ondernemingen : financieel, vennootschapsen boekhoudrecht*, Bruges, die Keure, 1993.

FERRIER, O., *Les très petites entreprises*, Bruxelles, De Boeck, 2002.

FORIERS, P. A., HIRSCH, S., MARQUETTE, V. et JAFFERALI, R., *Les offres publiques d'acquisition – Le nouveau régime*, Bruxelles, Larcier, 2008.

FRANTZEN, J., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Dr. banc. Fin.*, 2004.

FYON, M. et WAUTELET, P., « Le champ d'application, les questions de droit international privé et le prospectus », *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Kluwer, Waterloo, 2007.

FYON, M., « Contrôle et mesures anti-OPA », *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, CJB, Bruxelles, Larcier, 2009.

GALIA-BEAUCHESNE, A., « Les clauses de garantie de passif dans les cessions d'actions et de parts sociales », *R.P.S.*, 1980.

GEENS, K. et VAN GERVEN, D., « Berschermingsmaatregelen voor de doelwitvennootschap in het kader van de nieuwe O.O.B. reglementering », *T.R.V.*, 2000.

GEENS, K., « Fusie of openbaar bad ? Over de keuze van het overnameinstrument en de bescherming van de betrokken belangen », *Rev. Banq.*, 1990.

IDEM, « Les effets de la fusion », *Les Fusions et Scissions internes de sociétés en droit commercial et en droit fiscal*, Edition du Jeune Barreau de Bruxelles, 1993.

GERARD, P., WINDEY, J. et GREGOIRE, M., *Le concordat judiciaire et la faillite – Lois des 17 juillet et 8 août 1997*, Bruxelles, Larcier, 1998.

GOFFINET, P., « Le nouveau régime belge du contrôle des concentrations », *R.C.B.*, 2013.

GOLLIER, J.-M., « L'OPA volontaire de l'actionnaire majoritaire – commentaires des affaires Tractebel et Cobepa », *R.P.S.*, 2002.

GRESSE, C., *Les entreprises en difficulté*, Paris, Economica, 1994.

HAMER, P. et CONEM, D., « La procédure d'offre publique d'acquisition, le rôle du conseil d'administration, les mesures de défense et la due diligence », *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Kluwer, Waterloo, 2007.

HAUSMANN, C. et TORRE, P., *Les garanties du passif*, 3^e éd., Paris, EFE, 2007.

HENRION, L.-M., « Les mesures préventives à la procédure de réorganisation judiciaire », *La continuité des entreprises, Bilan de trois années d'application de la loi du 31 janvier 2009*, séminaire Vanham & Vanham, 22 mars 2012.

HORSMANS, G., « Les nullités et les sanctions », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994.

IDEM, « Introduction », *L'entreprise en difficulté – Solutions et nouveaux outils juridiques*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009.

HUWART, J.-Y. et VERDIER, L., « La mondialisation économique : Origines et conséquences », *Les essentiels de l'OCDE*, Éditions OCDE, 2012.

JEANTIN, M., « Clauses d'agrément et fusion des sociétés commerciales », *Dr. Soc.*, 1988.

KEUTGEN, G. et TOSSENS, J.-F., « La situation des actionnaires et leurs recours », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994.

KEUTGEN, G., « Le nouveau régime des directives européennes en matière de fusion et opérations assimilées », *Modes de rapprochement structurel des entreprises – Tendances actuelles en droit des affaires*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1988.

KOENIG, G., « Entreprises en difficulté : des symptômes aux remèdes », *Revue Française de Gestion*, janvier-février 1985.

LAGA, H., « Enige bedenkingen omtrent fusie en overgang van *intuitu personae* overeenkomsten », *Liber Amirocum Jan Ronse*, 1986.

LAMBRECHT, P., « La protection des actionnaires minoritaires par le droit financier et les relations entre actionnaires minoritaires et la Commission bancaire », *Droits et obligations des actionnaires minoritaires dans les sociétés anonymes*, Séminaire CEPAC, 17 novembre 1992.

LAMON, H., *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises*, Bruxelles, Kluwer, 2003.

IDEM, *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises – Instruments financiers, structures d'acquisition et mécanismes de contrôle sous l'angle fiscal, comptable et financier*, Bruxelles, Larcier, 2015.

LAMY, R., *Narration authentique d'une O.P.A. – Bataille pour la Société Générale*, Louvain-la-Neuve, Duculot, 1990.

LECLERCQ, D., *Les conventions de cession d'actions – analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009.

LEMAÎTRE, H.-P., « Les offres publiques de reprise », *Droit et pratique des O.P.A. en Belgique*, Skyroom Events, 20 octobre 1998.

MALECOT, J.-F., « Les défaillances : un essai d'explication », *Revue Française de Gestion*, septembre/octobre 1981.

MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P. et MALHERBE, P., *Précis de droit des sociétés – Droit européen et droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 2011.

MARTIN LAPRADE, F. et GUILIANI, G., « La réforme des offres publiques d'acquisition », *Rev. dr. banc. fin.*, 2006.

MARTIN, D., « Les critères d'évaluation et le droit des acquisitions », *R.D.A.I.*, 1988.

MASSON, A. (sous la direction de), *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009.

MEUNIER, J. et DE CROMBRUGGHE, N., « La position de la société cible sous la législation OPA », *Dr. banc. Fin.*, 2009.

MOTTA, M. et LANGUS, G., « The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation », *CEPR discussion paper*, n° DP6176, 2007.

MOURLON BEERNAERT, F. et SOBRANA GENNARI CURLO, P., « Les enquêtes commerciales et le fonctionnement des chambres d'enquête », *L'entreprise en difficulté*, Bruxelles, Larcier, 2012.

MOUSSERON, P., *Les conventions de garantie dans les cessions de droits sociaux*, 2^e éd., Levallois-Perret, Nouvelles éditions fiduciaires, 1997.

NELISSEN GRADE, J.-M., « De prijs van het openbaar overnamebod uitgebracht door de aandeelhouder die de contrôle uitoefent », *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Bruxelles, Bruylant, 2005.

IDEM, « Het Vrijwillig openbaar overnamebod », *Openbaar bod en transparentie*, Kalmthout, Biblio, 2008.

IDEM, « Kroniek van openbare overnamebiedingen (1996-2003) », *Dr. banc. Fin.*, 2007.

NGUIHE KANTE, P., « Réflexions sur la notion d'entreprise en difficulté dans l'acte uniforme portant organisation des procédures collectives d'apurement du passif Ohada », *Pénant*, 2002.

NICAISE, P., « La procédure et le rôle des conseils d'administration », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994.

PAILLUSSEAU, J., « Le droit est aussi une science de gestion », *RTD com.*, 1989.

PETIT, N., « Les stratégies juridiques en droit des coordinations entre entreprises – Une approche scénarisée », *Stratégies juridiques des entreprises*, Bruxelles, Larcier, 2009.

PHILIPPE, D., *Droit des affaires*, Bruxelles, Larcier, 2013.

POTTIER, E., « L'abus de majorité ou de minorité dans les sociétés anonymes », *Les conflits entre actionnaires*, Séminaire Vanham & Vanham, 23 avril 1998.

IDEM, « Les cessions d'actions ou de parts au sein des sociétés anonymes, des sociétés privées à responsabilité limitée et des sociétés coopératives », *Le statut des actionnaires (S.A., S.P.R.L., S.C.) – Questions spéciales*, CUP, Bruxelles, Larcier, 2006.

RENARD, J.-P., RENARD, V., OUCHINSKY, N. et DAVID, W., *La loi relative à la continuité des entreprises après la réforme de 2013 : mode d'emploi*, Waterloo, Kluwer, 2014.

RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A. et GREGOIRE, A., *Traité des sociétés anonymes*, Bruxelles, Swinnen, t. I, 1981.

SIMONT, L. et FORIERS, P.-A., « Deux questions en matière d'offre publique », *Mélanges John Kirkpatrick*, Bruxelles, Bruylant, 2004.

SPIRITUS-DASSESE, A. et DE WOLF, M., « Entreprises en difficulté : la procédure d'alerte », *Handelsrechtbanken en bedrijfsrevisoren : welke samenwerking ?*, Bruxelles, Bruylant, 2003.

T'KINT, F. et CORBISIER, I., « La transmission des contrats et la protection des créanciers », *Rapport présenté au Colloque organisé par l'UCL le 22 octobre 1992*, n^{os} 18-20.

IDEM, « La transmission des contrats et la protection des créanciers », *Le nouveau droit des fusions et des scissions de sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1994.

TILQUIN, T., *Traité des fusions et scissions*, Bruxelles, Kluwer, 1993.

VAN BAEL, J., « Is enkele oprichtingsakte wel een akte van oprichting ? Kanttekening bij het wetsontwerp inzake fusie en splitsing van vennootschappen », *R.W.*, 1991-1992.

VAN CROMBRUGGE, S., « De rechtsverhouding tussen de koper en de verkoper van een controleparticipatie », *R.D.C.*, 1983.

VAN DER BEKEN, P., « Art. 557 », *Comm V. & V.*, Antwerpen, Kluwer, 2002.

VAN HOOGHTEN, P., « Acquisitieovereenkomsten », *DAOR*, 1990.

VAN OMMESLAGHE, P., « Développements récents de la responsabilité civile professionnelle en matière économique », *L'évolution récente du droit commercial et économique*, Bruxelles, Ed. Jeune Barreau, 1978.

IDEM, « Le droit des OPA et les matières connexes : droit civil, droit des sociétés, droit boursier », *Droit et pratique des OPA en Belgique. Une nouvelle réforme est-elle souhaitable ?*, Séminaire Skyroom du 20 octobre 1998, n^o2 et s.

VAN RYN, J. et VAN OMMESLAGHE, P., « Examen de jurisprudence. Les sociétés commerciales », *R.C.J.B.*, 1973.

VAN UYTVANCK, J., « Le droit, une ressource pour l'entreprise ? », in *Le droit dans la gestion des entreprises. Le temps des convergences*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1991.

VANDEN EYNDE, J., *Précis des fusions, scissions et opérations assimilées des sociétés anonymes belges dans le Code des sociétés*, Gent, Story publishers, 2009.

VANDERPOORTEN, B., « La détermination du prix des actions et le droit des sociétés », *L'expert-comptable belge*, 1995.

VERSTRAELEN, J. et ERNST, P., Reorganisatie van vennootschappen. Fusie, (partiële) splitsing, inbreng van bedrijfstak of van algemeenheid, Malines, Ced.Samsom, 2002.

WAUTERS, M., « Garanties bij overdracht van aandelen », *DAOR*, 1998.

WITTERWULGHE, R., *L'offre publique d'acquisition – une analyse juridique*, Bruxelles, De Boeck, 1988.

WYMEERSCH, E., « Cession de contrôle et offres publiques obligatoires », *R.P.S.*, 1991.

X., *Le droit dans la gestion des entreprises. Le temps des convergences*, Bruxelles, E.Story-Scientia, 1991.

X., « Disclosure : acquisition », *Share purchases practice manual*, Practical Law Company, 2007.

X., *L'entreprise en difficulté*, Bruxelles, Larcier, 2012.

ZOPOUNIDIS, C., *Evaluation du risque de défaillance de l'entreprise*, Paris, Economica, 1995.

Articles de presse et sites internet

« 15,7 milliards : la "facture" du sauvetage des banques belges », *Trends Tendances*, 20 décembre 2011, disponible sur <http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/15-7-milliards-la-facture-du-sauvetage-des-banques-belges/article-normal-190745.html>.

ATRADIUS, *Les dix principales causes de faillites*, disponible sur <http://www.atradius.be/fr/blog-atradius/conseils-et-astuces/les-10-principales-causes-de-faillites.html>.

Communiqué de presse du Gouvernement wallon du jeudi 4 juin 2015, « Small Business Act wallon 2015-2019 : le Plan d'action PME », disponible sur <http://gouvernement.wallonie.be/communiqu-s-de-presse-du-gouvernement-wallon-du-jeudi-4-juin-2015>.

« Grande dépression et grande récession : mêmes causes, mêmes effets », *Le Monde*, 11 septembre 2014.

« La faillite de Lehman Brothers ébranle le système financier mondial », *Le Monde*, 15 septembre 2008.

« Les subprimes sont une forme de crédit permettant l'accès à l'immobilier à des ménages ne présentant pas de garanties nécessaires pour accéder aux emprunts ordinaires (dits « primes »). Il s'agit d'hypothèques à haut rendement avec un risque élevé de défaut de la part de l'emprunteur », S. PAULO, *L'Europe et la crise économique mondiale – expliquée en 10 fiches*, 2011, disponible sur <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-200-fr.pdf>.

« Lundi noir après la faillite de Lehman Brothers », *Le Monde*, 15 septembre 2009.

PAULO, S., *L'Europe et la crise économique mondiale – expliquée en 10 fiches*, 2011, disponible sur <http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-200-fr.pdf>.

PIERRON, P., « Acquisition ou reprise d'une société en difficulté : un rapport rendement / risque attractif », disponible sur <http://www.fusacq.com/buzz/ae64,acquisition-ou-reprise-d-une-societe-en-difficulte-un-rapport-rendement-risque-attractif.html>.

« Pourquoi Fortis et Dexia sont secoués », *Le Soir*, 11 juin 2008.

« Sauvetage nocturne pour le groupe franco-belge Dexia », *Le Figaro*, 1^{er} octobre 2008, disponible sur <http://www.lefigaro.fr/societes/2008/10/01/04015-20081001ARTFIG00338-sauvetage-nocturne-pour-le-groupe-franco-belge-dexia-.php>.

Annexe 1. Interview de Frédéric DRIESSENS, Directeur des services administratifs chez *Meusinvest*.

Réalisée le 17 juillet 2015.

Frédéric DRIESSENS : Reprendre une entreprise en difficulté qui a beaucoup de personnel par rapport à une entreprise en difficulté qui n'en a pas beaucoup car elle est toujours en phase de recherche, est-ce une approche que vous abordez? Car c'est le côté beaucoup plus pratique des choses. Une entreprise avec beaucoup de personnel a ce que l'on appelle un passif social, qui est un élément très préoccupant lors de la reprise d'une telle société. En effet, on fait souvent face à une opération où, ce qui est proposé à l'actionnaire, est de céder ses actions pour 1 € symbolique afin que la transaction soit matérialisée par un transfert d'argent. Dans ce cas, l'acheteur, certes, ne paye pas grand chose mais se retrouve avec une société où, à l'actif il a, dans le meilleur des cas, un bâtiment voire un tout petit peu de trésorerie, mais surtout, au passif, il récupère non seulement le passif visible, c'est-à-dire l'endettement de la société mais également le passif invisible, qui est ce fameux « *passif social* ». Par le terme « *passif social* », on entend le fait que si, à un moment donné, la société va vraiment mal et qu'elle doit licencier du personnel, ça va lui coûter à elle et non au vendeur ; ça va coûter à l'acquéreur qui s'est rendu propriétaire des actions. C'est un élément crucial qui est transféré par définition à l'acquéreur de l'entreprise alors que le vendeur, quant à lui, une fois qu'il a cédé ses parts, n'a plus à se préoccuper de cela. Là est la clef du problème ; en particulier pour nous en tant qu'outil de la Région wallonne, que ce soit *Meusinvest* ou les autres outils que sont la *SOGÉPA* (au niveau de la Région wallonne) et la *SRIW*. Reprendre une entreprise n'est pas faisable pour nous. Certes la transaction ne nous coûte rien mais, après, nous nous retrouvons avec du personnel qu'il va falloir, peut être à un moment donné, licencier. Le passif social est donc transféré sur l'outil ; cela n'a pas beaucoup de sens.

Laurane LUCAS : Reprenez-vous cependant parfois des sociétés en totalité ?

Frédéric DRIESSENS : Ça peut arriver mais pour un moment très réduit dans le temps. On peut très bien à un moment donné, pour sauver une situation ou pour donner une chance à la société, se rendre momentanément propriétaire des actions et trouver une solution pour remettre autour de la table des acteurs privés. Normalement nous ne pouvons pas, dans nos statuts, dans notre mode de fonctionnement, détenir une société à plus de 50%. C'est la règle. Sauf vraiment dans la situation particulière où « pendant un temps très réduit, on va se retrouver actionnaire à 100% ».

Laurane LUCAS : Le but, à ce moment-là, est donc de céder *a posteriori* tout ou partie de la participation ?

Frédéric DRIESSENS : C'est ça. Mais sur 30 ans d'histoire de Meusinvest, ceci est peut-être arrivé 3 fois alors que près de 500 sociétés sont passées dans notre portefeuille. Ce n'est donc pas vraiment comme cela que l'on fait habituellement.

Laurane LUCAS : J'ai vu sur votre site internet que le Gouvernement wallon a débloqué près de 20 millions d'euros pour mettre en place un crédit à court terme en faveur des entreprises en difficulté. Pourrais-je avoir un peu plus d'informations à ce sujet ?

Frédéric DRIESSENS : Certainement. Je vais toutefois d'abord remettre les choses dans l'ordre chronologique d'évolution afin de bien expliquer ce que l'on fait. Nous sommes une société d'investissement de droit privé (nous ne sommes pas en mission déléguée par la Région wallonne, au contraire de la *SOGÉPA* par exemple). Nous prenons donc nos propres décisions d'investissement. Nous fonctionnons, cependant, en effet avec des capitaux publics. Nos moyens d'actions sont des droits de tirage sur la Région wallonne. Un droit de tirage est une sorte d'endettement. La Région nous octroie un prêt de moyens d'action et cet argent vient au passif de notre bilan. Nous investissons ensuite cet argent dans des sociétés et ce, de différentes manières. Soit nous achetons des actions de la société et nous nous rendons alors propriétaire en partie de celle-ci (ce sont des participations au capital), soit nous octroyons des prêts à la société.

Initialement, dans la plupart des cas, les moyens que nous avions étaient des moyens purs « Région wallonne » et donc notre *core business*, en tout cas chez *Meusinvest*, était prioritairement axé sur le capital : nous faisons du capital à risque. Que cela signifie-t-il concrètement ? On rentrait dans le capital de la société et si ces sociétés avaient besoin d'endettement, on octroyait un endettement complémentaire ; soit en prêt subordonné, soit en emprunt obligataire convertible, soit de temps en temps en prêt garanti. Cette situation était celle d'avant les années 2000 ; les sociétés de notre portefeuille étaient à la fois au niveau du capital et au niveau prêt.

Ensuite, début des années 2000, nous avons eu l'opportunité de bénéficier des fonds FEDER. Ce sont des fonds européens octroyés aux zones européennes, en l'occurrence ici à la Région wallonne. Les montants sont alloués en fonction des différentes régions. Une partie de ces fonds est destinée aux infrastructures (ex : si la Ville de Liège veut construire la passerelle, elle va demander des fonds FEDER à la Région wallonne). Une autre partie est destinée à l'investissement dans les PME. Nous avons donc, depuis 2000, reçu des enveloppes de fonds FEDER afin d'investir dans les PME. La première rentrait tout à fait dans le cadre de l'activité de *Meusinvest* et nous pouvions donc faire du capital et du prêt. Cela s'inscrivait dans notre stratégie. La deuxième enveloppe, celle de 2008-2013,

était, quant à elle, exclusivement en prêt. Contrairement à la première, nous ne pouvions donc plus investir dans le capital des différentes entreprises. A partir de ce moment là, nous avons alors commencé à octroyer des prêts aux entreprises même si celles-ci n'étaient pas dans notre portefeuille. Ces prêts ont généralement été consentis afin de permettre aux entreprises de faire des investissements lorsqu'elle veut, par exemple, faire une extension de son usine, diversifier son activité, racheter une branche d'activités, investir dans du nouveau matériel etc. Les fonds FEDER sont donc le deuxième pan d'activités.

Notre troisième pan d'activités est de nous occuper de la création d'entreprises. Initialement, nous avons commencé avec ce qu'on appelle les *spin-off*. Ce sont des sociétés issues du monde universitaire, du domaine de la recherche. Si un professeur d'université a une idée, il va « mettre ses assistants sur le coup » et, si l'idée a une chance de réussir sur le marché, on crée une *spin-off*. Nous intervenons pour le financement de ces *spin-off*, principalement au niveau du capital de départ car une *spin-off* qui démarre n'a pas la possibilité de rembourser un prêt. Cette situation est comparable à celle d'un étudiant qui achèterait une maison et qui prendrait un prêt hypothécaire ; cela n'a pas de sens car, étant donné que l'étudiant n'a pas de revenu, il ne sait pas rembourser son prêt. Ici, c'est la même chose, la *spin-off* n'a pas de revenu puisqu'au début elle doit d'abord construire son modèle, faire de la recherche, etc. Comme expliqué avant, une société qui a beaucoup de personnel n'est pas comparable à une société qui fait de la recherche. Il faut donc au début qu'elle soit capitalisée et là, nous lui amenons du support. On fait la même chose au niveau des *start-up*, c'est-à-dire des jeunes sociétés qui sont lancées soit par le monde industriel, soit par des jeunes entrepreneurs. On investit également en capital dans ces sociétés.

Donc trois pans d'activités : *core business* (capital, prêt), prêts avec les fonds européens et création d'entreprises.

Arrive cette « fameuse question » sur le crédit court-terme. On se trouve ici dans un contexte de crise. Le gouvernement wallon s'est rendu compte qu'il y avait ce que l'on appelle un « credit crunch », un manque de crédit au niveau bancaire, et en particulier, un manque de crédit court terme. Un certain nombre d'entreprises font face, depuis le début de la crise, à un trou de trésorerie, soit momentané, soit récurrent mais, dans tous les cas, un trou de trésorerie qui pourrait être comblé à un moment donné pour des raisons diverses. A quoi peut être dû ce manque de trésorerie ? Le carnet de commande a peut-être prévu des commandes long-terme où il n'y a pas d'acompte et il faut, donc, investir beaucoup avant d'obtenir paiement. Il a fallu peut-être également recruter beaucoup d'intérimaires pour faire un travail en particulier et comme on le sait tous, le personnel réclame fort justement son salaire tous les mois, alors que le client, quant à lui, ne se presse pas à payer tous les mois (il y a toujours un décalage entre le moment où on paye le personnel et le moment où on touche ce que le personnel a créé comme valeur ajoutée). Et cætera, et cætera. Donc à ce moment là, vu que les banquiers étaient devenus très « frileux » à cause de la crise et avaient également eux-mêmes un problème de liquidité, le gouvernement a décidé de proposer aux *Invests* des prêts

spécifiques qu'ils peuvent donner sous forme de crédit à court terme. On sort donc un peu du cadre habituel. D'habitude, lorsqu'on rentre dans une société, on étudie d'abord le dossier pendant un certain temps, ensuite on rentre au capital, on met un administrateur, on installe une gouvernance et on fait un accompagnement. Ceci correspond au métier classique des *Invests*. Le crédit à court terme est différent. On arrive dans une société qui a un besoin le lundi et, le vendredi, il faut que ça soit réglé. On intervient un peu comme des « *pompiers* ». C'est pour cela que c'est une enveloppe spécifique qui nous a été octroyée. On est, en fait, très loin de permettre par cette enveloppe spécifique la reprise d'une entreprise en difficulté. Ce n'est pas le but. Le but est très clairement de dire : « *il y a un problème momentané et on aide de manière momentanée* ». Parce que les banques ne le font pas, parce que, parce que ... La procédure d'octroi de ce crédit court terme était certes beaucoup plus rapide que la procédure d'octroi traditionnelle chez nous, mais également beaucoup plus stricte. Nous avons une sorte de comité de crédit en interne qui analyse en détail les garanties disponibles, la capacité de remboursement de la société à court terme, etc. Nous avons aussi la possibilité de faire contre-garantir tout ceci par un autre organisme de la Région wallonne.

Laurane LUCAS : Peut-on toutefois envisager qu'un repreneur (société ou personne physique) qui souhaite reprendre une société en difficulté fasse appel à *Meusinvest* ?

Frédéric DRIESSENS : A priori, les *Invests* ne sont pas là pour ça. Mais c'est bien *a priori*. Pourquoi ? Si l'acquéreur reprend l'entreprise pour 1 euro, il n'a pas besoin de s'adresser à *Meusinvest*. Toutefois, s'il y a un réel prix de transaction, il se peut qu'il veuille faire appel à nous. Nous sommes, en fait, généralement réticents face à ce genre de dossiers. En effet, l'argent que *Meusinvest* va investir dans l'opération va aller dans la poche du vendeur. Le vendeur ne va *a priori* pas l'injecter dans la société mais va, soit dans le meilleur des cas, recréer une autre entreprise et relancer un business, soit s'en servir pour rembourser son prêt hypothécaire, soit s'acheter un appartement à la mer... L'argent va donc sortir du circuit. Vous pouvez donc comprendre que ce n'est pas après ce genre de dossiers que l'on court. Nous avons par contre beaucoup d'autres dossiers de reprise, mais ceux-ci s'inscrivent dans un esprit d'assurance de la pérennité au niveau de l'entreprise qui est cédée. Imaginons une entreprise où il y a de l'emploi, où on sent qu'il y a des perspectives, où on sent qu'il y a une possibilité de reprise qui est bénéfique à l'entreprise et donc au personnel occupé et qui est bénéfique à l'économie régionale. Dans ce cas-là, nous allons nous intéresser à la reprise. Nous allons tout d'abord, avec l'acheteur, essayer de diminuer le prix (car nous ne sommes évidemment pas là pour enrichir celui qui vend mais plutôt pour enrichir l'entreprise qui doit continuer à vivre). Il se peut ensuite que, pour pouvoir redresser l'entreprise, l'acquéreur ait besoin de moyens. Ces sommes vont donc au delà du montant qu'il doit payer au vendeur. Là, notre rôle est important et très concret. Nous allons, avec l'acquéreur, construire le tour de table, c'est-à-dire que nous allons l'aider à amener un banquier autour de la table, d'autres investisseurs privés, d'autres industriels s'il s'agit d'une entreprise industrielle etc. Ce tour de table de la reprise va être construit en pensant surtout à l'investissement dans l'entreprise pour qu'elle sorte des difficultés. Je vais prendre un

exemple concret : une entreprise est en difficulté parce qu'elle n'a plus investi depuis un certain temps car elle n'en avait pas les moyens. Elle a continué à faire « *son petit bonhomme de chemin* » et a honoré les commandes qu'elle avait en utilisant son propre matériel, ses propres machines. Cette société est ainsi, par exemple, une société qui possède sa propre chaîne de production, ses propres machines mais dont le tapis de ces dernières avance toujours mais avec une manivelle. Autre cas également, celui où les dirigeants de l'entreprise, trop âgés, ne veulent pas investir, n'ont pas suivi l'évolution de la technique (certaines entreprises ont une résistance très forte au changement...) et n'ont donc investi ni dans l'informatique, ni dans le personnel alors qu'en réalité, investir dans le personnel (en recrutant de nouvelles compétences par exemple), c'est investir dans la pérennité de l'entreprise. Une entreprise qui n'a pas investi dans l'évolution de la technique peut donc se retrouver en difficulté. Le repreneur d'une telle entreprise devra, pour que son *business plan* soit crédible, investir en premier lieu dans tout ce qui n'a pas été fait. Cela a évidemment un coût et là, nous pouvons intervenir. C'est notre métier. On fait des investissements qui vont assurer la pérennité de l'entreprise, sa croissance et son développement. C'est vrai que, si à un moment donné, une partie de l'argent apporté part vers le revendeur, cela nous dérangera moins puisqu'on aura assuré la pérennité de l'emploi, d'un produit, d'une économie locale etc. Nous avons au moins 10 dossiers de ce type par an.

Laurane LUCAS : J'analyse les motifs d'une reprise d'entreprises en difficulté. Un des motifs auquel j'ai pensé est le fait que, dans le cas où l'acquéreur souhaiterait restructurer l'entreprise, il sera plus facile de trouver des accords avec les organisations syndicales. Qu'en pensez-vous ?

Frédéric DRIESSENS : Oui bien sûr, c'est un point important ! On constate cependant très souvent que ça peut aller dans les deux sens. Quand on reprend une entreprise en difficulté, les organisations syndicales doivent être autour de la table ; c'est indispensable. Mais c'est une arme à double tranchant ! On peut très bien se retrouver dans une situation où on a besoin d'eux pour, en effet, construire ensemble la poursuite de la pérennité. Il faut toutefois qu'eux-mêmes y croient et aient vraiment envie que ça fonctionne. En effet, à ce moment là, si on adopte une démarche positive vis-à-vis d'eux et qu'ils sont clairement impliqués dans le processus, c'est un avantage pour l'acquéreur. L'acquéreur apparaît alors comme « le sauveur », comme celui qui va permettre de maintenir l'emploi et de continuer le *business*. Inversement, le repreneur arrive parfois dans un climat où les organisations syndicales préféreraient presque qu'il n'y ait pas de reprise. Dans ce contexte, elles risquent de tout mettre en œuvre pour l'empêcher d'aller plus loin. Nous avons personnellement eu des cas où elles ont été un frein plutôt qu'un moteur, où elles ont, par exemple, mis des affiches aux valves en disant « *faites grève, arrêtez de produire... car le repreneur ne convient pas* ». Dans ce cas, elles veulent clairement qu'on « *débranche la prise* » et veulent toucher les fonds de fermeture. Chaque cas est particulier et l'attitude des syndicats variera en fonction des circonstances. Si on prend, par exemple, la situation où l'entreprise en difficulté dépend d'un grand groupe et que ce

dernier veut s'en séparer, les organisations syndicales vont immédiatement penser que cela n'est qu'une stratégie pour faire tomber le passif social. En effet, pour le grand groupe, c'est une économie puisqu'il n'aura pas à supporter le passif social. Ils vendent pour un euro en se disant « *je préfère perdre la société en la vendant à un euro plutôt que d'avoir une perte de plusieurs millions d'euros si je dois licencier tout le monde* ». L'organisation syndicale va, elle, réagir en disant que le groupe a les moyens de payer les préavis. Le repreneur, qui est peut-être un jeune entrepreneur, n'en a, par contre, lui pas les moyens, même s'il a *Meusinvest* avec lui. Dans ce cas là, l'attitude des syndicats sera très défavorable pour le repreneur. On a connu cela à Liège avec la société Cuivre et Zinc. Les organisations sont très méfiantes vis-à-vis de ce que l'on appelle les « *fossoyeurs* ». Ce sont des gens qui rachètent des sociétés pour 1 euro et les mettent ensuite en faillite. Ce sont en fait des « *fausses reprises* », par des gens qui viennent pour enterrer l'entreprise à moindre coût dès lors qu'ils savent pertinemment qu'ils n'auront pas les moyens pour payer les préavis. Le passif social étant trop lourd pour eux, ils déclareront l'entreprise en faillite. C'est cette situation que les syndicats veulent à tout prix empêcher en étant contre une reprise. Elle est le plus souvent observée dans les grands groupes.

Frédéric DRIESSENS : Parlez-vous des raisons de se retrouver en difficulté ?

Laurane LUCAS : Oui, j'ai tout un chapitre à ce sujet.

Frédéric DRIESSENS : Nathalie CRUTZEN a publié une thèse de doctorat sur les entreprises en difficulté. Elle parle des principales sources de difficulté. Atradius, ancienne assurance-crédit a également fait plusieurs études sur les principales causes de faillite. Ils citent, par exemple, les raisons suivantes : le client principal fait faillite, la fraude, le non-investissement dans du personnel compétent, la mauvaise structure financière de la société, etc. Cette dernière cause est notre cheval de bataille. Il faut que les sociétés aient un juste équilibre entre les fonds propres et l'endettement. Malheureusement, certaines sociétés ont très peu de fonds propres mais beaucoup d'endettement. L'entreprise arrive alors dans un système où elle ne sait plus assumer l'endettement car elle n'a pas accueilli autour de la table d'investisseurs ayant apporté des fonds propres et, en particulier, des sociétés comme la nôtre.

Il me semble également essentiel de rajouter ceci. L'avocat est très important dans le cadre d'une reprise d'une entreprise. La *due diligence* financière, c'est très simple ! On regarde les comptes, le carnet de commande et le personnel. Mais il y a également tout l'aspect juridique. Il faut regarder l'ensemble des contrats de l'entreprise. Y a-t-il des contrats fournisseurs ? Des contrats de sous-traitance ? Des contrats avec certains clients contenant des obligations de continuer, par exemple, à fournir alors que ce qu'on fournit est en dessous du prix de revient et que c'est donc très contraignant pour la survie de l'entreprise ? Il faut aussi regarder les contrats de travail (est-ce que le personnel ne bénéficie pas de clauses du style « *à 60 ans je touche la moitié du bénéfice de l'entreprise* ») et toutes les assurances que l'entreprise a souscrites (est-ce que l'entreprise est bien assurée ? est-ce

que les produits sont assurés ? est ce qu'il y a des garanties décennales à donner aux clients ?). L'avocat devra également prévoir des clauses de garantie de passif pour ce qui est notamment fiscal et social (est-ce qu'on a toujours bien payé l'ONSS ? Est-ce qu'on a pas fraudé l'ONSS ? Est-ce qu'on utilise pas des polonais pour faire les travaux ?). Il y a donc toute une matière juridique qui est énorme et que *Meusinvest* appelle la due diligence juridique. Elle est essentielle et nécessite l'aide d'un avocat.

Annexe 2. Interview de Stéphane DANTINNE, Partner et Responsable opérationnel chez *Investsud S.A.*

Réalisée le 2 juillet 2015.

Fusion	Cession d'actions	Cession d'actifs
<ul style="list-style-type: none"> • Permet de trouver un repreneur de l'activité. • Permet de faire un échange d'actions sans rien avoir à déboursier et, si ça se passe bien, faire un bon résultat. • Il faut une bonne complémentarité ! Il est nécessaire de créer de synergies, de coopérer. • Pas de garantie du passif. • Les fusions s'opèrent parfois en deuxième temps, après une acquisition. • Si l'entreprise est trop petite pour le marché, il vaut mieux fusionner. • Points négatifs : (i) mauvaise acceptation du marché, (ii) complémentarité et (iii) la surévaluation possible des activités. 	<ul style="list-style-type: none"> • L'acquéreur reprend tout l'actif et le passif et supporte donc les risques futurs (comme les garanties décennales par exemple). • Elle n'est pas amortissable. • On rachète souvent les actions au prix de l'actif net. • Il faut faire attention à la qualité du repreneur. Il se pourrait qu'il ne s'y connaisse pas. Mieux vaut un professionnel du secteur. • Garanties de passif. • Pourquoi ça peut ne pas marcher ? (i) achat trop cher, (ii) pas de capacité de management du repreneur, (iii) trop de dettes (celles reprises + celles contractées pour l'achat des actions) et (iv) trop de réinvestissements à faire • Processus entièrement contractuel 	<ul style="list-style-type: none"> • L'acquéreur ne reprend pas les dettes mais uniquement certains biens. • Elle pourra être amortie. • L'acquéreur ne supporte pas les risques futurs. • Les actifs sont repris au prix du bien et non pas en fonction de la valeur de l'actif net.

Table des matières

Remerciements.....	3
Introduction	7
Titre 1. L'entreprise en difficulté.....	8
Chapitre 1. Facteurs macroéconomiques.....	8
Chapitre 2. Facteurs microéconomiques.....	11
Chapitre 3. Indices juridiques de difficulté	13
Chapitre 4. Définition de l'entreprise en difficulté.....	15
Titre 2. Quelle stratégie pour la reprise d'entreprises en difficulté ?	18
Chapitre 1. Avantages et motifs de la reprise d'une entreprise en difficulté.....	18
Chapitre 2. Les stratégies juridiques.....	21
Section 1. Notion.....	21
Section 2. Le droit, une contrainte ?	21
Chapitre 3. Les moyens de reprise.....	24
Section 1. La fusion.....	24
Sous-section 1. Droit européen.....	24
Sous-section 2. Droit belge.....	26
§1. Définitions et caractéristiques.....	26
§2. Procédure.....	28
§3. Effets.....	30
§4. Fixation de sûretés, responsabilité et nullité.....	31
Section 2. Les offres publiques d'acquisition	34
Sous-section 1. Législations relatives aux offres publiques d'acquisition.....	35
Sous-section 2. Définitions, caractéristiques, formes et conditions	36
Sous-section 3. Déroulement d'une offre publique d'acquisition.....	37
§1. La procédure.....	37
§2. Les effets	40
§3. La clôture, la réouverture, les contre-offres et surenchères.....	41
§4. Les moyens de défense.....	42
Section 3. La cession privée d'actions	44
Sous-section 1. Déroulement du processus.....	45
§1. Les documents préliminaires	45
§2. La due diligence.....	46
§3. Le prix.....	46
§4. L'aboutissement des négociations.....	47
§5. L'échec des négociations.....	47
Sous-section 2. Les déclarations du vendeur et les garanties à sa charge.....	48
§1. Les déclarations du vendeur	48
§2. Les garanties du vendeur	49
§3. La « garantie de la garantie ».....	49
Sous-section 3. Les limites à la libre cessibilité des titres.....	50
Chapitre 4. Comparaison des moyens de reprise	51
Section 1. Objet de l'acquisition.....	51
Section 2. Le contrôle de l'opération par une autorité externe	53
Sous-section 1. La FSMA.....	54
Sous-section 2. L'Autorité belge de la concurrence	56
Section 3 : Le coût de l'opération.....	58
Section 4. Les garanties.....	61
Section 5. Les restrictions à la libre cessibilité des titres.....	63
Conclusion.....	65

Bibliographie.....	67
Communications de la Commission européenne	67
Législations belge et européenne	67
Rapports annuels de la CBFA.....	68
Documents parlementaires	69
Doctrines	69
Articles de presse et sites internet	77
Annexe 1. Interview de Frédéric DRIESSENS, Directeur des services administratifs chez <i>Meusinvest</i>	79
Annexe 2. Interview de Stéphane DANTINNE, Partner et Responsable opérationnel chez <i>Investsud S.A.</i>	87
Table des matières	88

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/drt

