LIÈGE université Library

https://lib.uliege.be

https://matheo.uliege.be

Contribution à l'analyse de l'impact des modifications apportées par le Code des sociétés et des associations sur les mécanismes d'offre publique d'acquisition

Auteur : Close, Seyrane
Promoteur(s) : Aydogdu, Roman
Faculté : Faculté de Droit, de Science Politique et de Criminologie
Diplôme : Master en droit, à finalité spécialisée en gestion
Année académique : 2019-2020
URI/URL : http://hdl.handle.net/2268.2/10109

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

LIÈGE université
Droit, Science Politique & Criminologie

HEC Liège
Ecole de Gestion de l'Université de Liège

Contribution à l'analyse de l'impact des modifications apportées par le nouveau Code des sociétés et des associations sur les mécanismes d'offre publique d'acquisition

Seyrane CLOSE

Jury

Promoteur :

Monsieur Roman AYDOGDU,
Professeur à l'ULiège

Lecteurs :

Monsieur Georges HÜBNER,
Professeur à l'ULiège

Maître Eric POTTIER, avocat au Barreau de Bruxelles

Année académique 2019-2020

Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de Master en droit, à finalité spécialisée en gestion

RESUME & ABSTRACT

L'entrée en vigueur du Code des sociétés et des associations le 1er mai 2019 a substantiellement modifié le droit belge des sociétés afin de lui apporter davantage de simplicité, de flexibilité ainsi qu'accroitre l'attractivité de la Belgique dans cette grande compétition législative.

Le législateur a fait table rase des diverses formes sociales et n'a conservé que les plus essentielles ; il a modifié de manière substantielle la règlementation concernant les sociétés privée à responsabilité limitée leur permettant, désormais, de faire admettre leur titre à la cotation, et, enfin, s'inspirant de législations étrangères, il a instauré la possibilité de doter certaines actions d'un double droit de vote.

Toutes ces innovations vont avoir des conséquences sur de nombreuses matières et, notamment sur le cadre juridique règlementant les offres publiques d'acquisition.

Notre étude consistera en une contribution à l'analyse de l'impact de ces modifications apportées par le nouveau Code des sociétés et des associations sur les mécanismes d'offre publique d'acquisition.

The Code of Companies and Associations coming into effect on 1st May 2019 has substantially improved Belgian company law in order to make it simpler and more flexible and to increase Belgium's attractiveness in this great legislative competition.

The legislator has removed the diverse social forms and retained only the most essential ones; he has substantially amended the regulations concerning private limited liability companies, henceforth allowing them to have their shares admitted to public listing. Finally, inspired by foreign legislation, he has introduced the possibility of providing a double voting right to certain shares.

All these innovations will have consequences in many areas, more specifically on the legal framework governing takeover bids.

Our study will consist of a contribution to the analysis of the impact of these changes introduced by the new Code of Companies and Associations on takeover bid mechanisms.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier toutes les personnes ayant contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Je remercie, tout d'abord, mon promoteur, Monsieur le Professeur Aydogdu pour avoir suscité mon intérêt dans le domaine du droit des sociétés ainsi que pour m'avoir guidée et conseillée dans la rédaction de ce travail. Je remercie également mes lecteurs, Monsieur le Professeur Hübner et Maître Pottier, pour l'intérêt porté à celui-ci et le temps qu'ils y ont accordé.

Mes remerciements s'adressent également à Madame Nathalie Pirotte, pour avoir accepté de relire minutieusement mon travail et conseillé quant à mon style d'écriture.

Au terme de ce parcours, j'adresse mes plus sincères remerciements à celles et ceux qui me sont chers et qui n'ont cessé de m'encourager tout au long de ce parcours universitaire. J'aimerais exprimer ma reconnaissance envers ma famille et mon compagnon pour leur soutien moral et leur confiance dans mes choix. J'ai une pensée toute particulière pour mon grand-père, Jean-Paul Francart, qui, dès ma plus tendre enfance, m'a toujours poussée à donner le meilleur de moi-même et avait les plus grandes ambitions pour moi.

Enfin, j'aimerais remercier mes amis qui m'ont toujours soutenue tout au long de ces années et qui m'ont apporté leur soutien sans faille.

A tous ces intervenants, je présente mes plus sincères remerciements, mon respect et ma gratitude.

TABLE DES MATIERES

I.- APERÇU DU REGIME DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION INTRODUIT PAR LA LOI DU 1ER AVRIL 2007 5

A.- LES GRANDES ORIENTATIONS DE LA DIRECTIVE ET DE LA LOI OPA 5

B.- LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION 6

1) Les offres publiques d'acquisition volontaires 7

a) Champ d'application 7

b) Conditions de recevabilité 8

2) Les offres publiques d'acquisition obligatoires 9

a) Champ d'application 10

b) Naissance de l'obligation de lancer une offre : franchissement du seuil 10

c) Dérogations à l'obligation de lancer une offre 11

3) Les mesures de défense anti-OPA 12

a) Droits et engagements d'une société suite au lancement d'une OPA 12

b) Modification de la composition de l'actif et du passif de la société cible 13

c) Augmentation du capital de la société par le mécanisme de capital autorisé 13

d) Augmentation du capital de la société par le mécanisme d'acquisition d'actions propres 14

e) Clauses d'agrément ou de préemption 14

II.- LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION SOUS L'EMPIRE DU CSA 16

A.- LIGNES DIRECTRICES DU CSA 16

1) Un droit simplifié 17

2) Un droit plus flexible 17

3) Un droit plus adapté aux évolutions européennes 18

B.- MODIFICATIONS APPORTEES PAR LE CODE DES SOCIETES ET DES ASSOCIATIONS .18

1) Nouvelle définition de la société cotée et suppression de la notion de société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne 18

2) Suppression de la société en commandite par actions 19

3) La société à responsabilité limitée 20

a) De la SPRL à la SRL 20

1. Libre cessibilité des titres 21

1. Suppression du capital social 21

2. La SRL cotée 22

b) La SRL et la législation OPA 23

1. Champ d'application 23

a. OPA volontaire 23

b. OPA obligatoire 24

2. Mesures de défense anti-OPA 24

a. Clauses de préemption et d'agrément 24

b. Droits et engagements d'une société liés au lancement d'une OPA 25

c. Modification du passif et de l'actif de la société cible 25

d. Augmentation du capital social par le mécanisme de capital autorisé 25
e. Acquisition d'actions propres 26
(i) Conditions 26
(a) Autorisation préalable de l'assemblée générale 26
(b) Distribution de la somme affectée 27
(c) Actions entièrement libérées 27
(d) Egalité de traitement des actionnaires 27
(ii) Exceptions 27
f. Aliénation d'actions propres 28
(i) Autorisation de l'assemblée générale 28
(ii) Egalité de traitement 29
(iii) Cas particulier : le dommage grave et imminent 29
4) Le droit de vote 29
a) Le droit de vote multiple 30
1. Le droit de vote dans les sociétés non cotées 30
2. Le droit de vote dans les sociétés cotées 32
a. Conditions d'obtention 33
(i) Modification des statuts 33
(ii) Les actions concernées 33
(iii) Multiplicateur 34
(iv) Détention ininterrompue durant deux ans 34
b. Conciliation avec le droit de vote multiple 35
c. Tempérament 35
b) Signification et impact du droit de vote double sur l'OPA 36
1. OPA volontaire 36
2. OPA obligatoire 37
3. Mesures anti-OPA 39
a. Augmentation du capital social par le mécanisme de capital autorisé 39
b. Le droit de vote double en tant que mesure anti-OPA 40
(i) Suppression de la disposition statutaire introduisant le double droit de vote 40
(ii) L'octroi d'un droit de vote double afin de faciliter l'adoption de mesures de défense 41
III.- ANALYSE DE CERTAINES LEGISLATIONS ETRANGERES . 43
A.- LE DROIT DE VOTE DOUBLE 43
1) La France 44
a) Le droit français 44
1. Le mécanisme de droit de vote double avant 2014 44
a. Critiques du système français avant 2014 45
2. Les nouveautés apportées par la loi Florange 46
a. Critiques de la loi Florange 47
3. Impact sur les OPA 49
2) L'Italie 51
a) Le droit italien 51
b) Critiques 52
c) Impact sur les OPA 53

3) Les Pays-Bas 53
a) Le cadre juridique néerlandais 54
b) Impact sur les OPA 56
B.- ANALYSE DE LA LEGISLATION BELGE AU REGARD DES PAYS ETRANGERS 57
1) Le paysage socio-économique belge 57
2) L'instauration du droit de vote double en Belgique 58
3) Prévision du marché belge des OPA 59
a) Seuil de franchissement 59
b) Stabilisation de l'actionnariat 59
4) Critiques 61

INTRODUCTION

L'offre publique d'acquisition (ci-après, « OPA ») est définie par le législateur comme étant « une offre s'adressant aux détenteurs de titres de la société visée et destinée à acquérir tout partie de leurs titres, que l'offre soit volontaire ou obligatoire »[1].

Opérant transposition de la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (ci-après, « directive OPA »)[2], la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après, « loi OPA ») détermine les conditions nécessaires pour lancer une OPA.

Ce mécanisme est cependant dépendant du droit des sociétés auquel il est lié. Ainsi, le 1er mai 2019, lors de l'entrée en vigueur du Code des sociétés et des associations (ci-après, « CSA ») qui entendait réformer l'ancien Code des sociétés, le cadre juridique des OPA a été modifié.

L'objet de la présente étude consistera à contribuer à l'analyse de l'impact de ce nouveau Code des sociétés et des associations sur les mécanismes d'offre publique d'acquisition.

A cette fin, nous allons procéder en trois parties.

Dans la première (I.), nous présenterons la législation OPA telle qu'elle a été adoptée par le législateur belge. Nous distinguerons les règles applicables aux OPA volontaires et aux OPA obligatoires pour exposer, ensuite, quelques-uns des mécanismes de défense dont les sociétés peuvent user lorsqu'elles font l'objet d'une offre.

Dans la deuxième (II.), nous présenterons le CSA, guidé dans sa modernisation du droit des sociétés par trois grandes lignes directrices, ainsi que les modifications qu'il a apportées et qui auront une incidence certaine sur la législation OPA, en s'intéressant tout particulièrement à la redéfinition de la société cotée passant par la suppression de la notion de société faisant ou ayant fait appel public à l'épargne, à la suppression de la société en commandite par actions, en la refonte de la SPRL en la SRL et, enfin, au droit de vote multiple.

Enfin (III.), considérant que le droit de vote double est l'innovation qui aura le plus d'incidence sur la matière des OPA, nous tenterons, par l'analyse de certaines législations étrangères, de prévoir l'impact de ce mécanisme sur le marché belge.

---

[1] Loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, art. 3, *M.B.*, 26 avril 2007, pp. 22378-22402.

[2] Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, J.O.C.E., 30 avril 2004, L 142, pp. 12-23.

I.- APERÇU DU RÉGIME DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION INTRODUIT PAR LA LOI DU 1ER AVRIL 2007

Avant d'étudier les innovations apportées par le CSA, un court aperçu du fonctionnement des OPA nous semble nécessaire. Dans ce but, nous allons nous remémorer les grandes orientations de la directive ainsi que de la loi OPA (A.), pour ensuite exposer les différents types d'OPA et leur déroulement (B.) et, enfin, les mesures de défenses qui peuvent contrecarrer une OPA (C.).

A.- LES GRANDES ORIENTATIONS DE LA DIRECTIVE ET DE LA LOI OPA

La pluralité de législations nationales en matière d'OPA a incité le législateur européen à mettre en place une cadre juridique harmonisé dans ce domaine afin de promouvoir l'intégration économique et financière européenne[3].

Par conséquent, le Parlement et le Conseil ont édicté la directive OPA, treizième directive européenne en la matière, ayant pour but de « définir les orientations minimales pour la conduite des offres publiques d'acquisition et [de] garantir un niveau de protection adéquat aux détenteurs de titres dans toute la Communauté »[4].

Quelques années plus tard, le législateur belge a opéré transposition de cette directive par le biais de la loi OPA qui poursuit diverses grandes orientations.

Premièrement, la loi met en exergue l'importance de l'égalité de traitement entre les différentes catégories de détenteurs de titres. Ils doivent être traités de manière équivalente et protégés dans le cas où une personne acquerrait le contrôle de la société. Deuxièmement, les détenteurs de titres doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre leur décision concernant l'offre en toute connaissance de cause. Ensuite, le législateur oblige l'organe d'administration à agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble. En outre, la loi requiert que le marché ne soit pas faussé du fait de l'offre ou du comportement des parties à l'offre. De plus, l'offrant doit s'assurer de disposer de la contrepartie en espèces ou en titres

---

[3] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, Bruxelles, 2020, p. 908.

[4] Directive OPA, considérant 25. ; Nombreux sont ceux qui ont qualifiés cette directive d'échec car, étant le fruit d'un compromis politique, elle ne fait que légiférer de manière facultative concernant les points les plus sensibles, notamment quant aux mesures de défenses anti-OPA, *voy*. notamment J.-M. NELISSEN GRADE, « De dertiende Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *La revue pratique des sociétés*, 2006. ; J. FRANTZEN, « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Droit bancaire et financier*, 2004, p. 145.

avant d'annoncer son offre. Enfin, l'offre ne doit pas déranger le déroulement des activités dans la société au-delà d'un délai raisonnable[5].

Ces orientations ont un caractère *non self-sufficient* et ne créent dès lors pas de droits dans le chef de parties spécifiques[6]. Cela étant, le Roi, a tout de même dû en tenir compte dans l'élaboration de l'arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition (ci-après « arrêté royal OPA »)[7].

B.- LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

L'offre publique d'acquisition est « 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 »[8].

Ce mécanisme a pour but de permettre à l'offrant de renforcer, voire d'acquérir un contrôle sur la société cible, sans passer par les formalités de la fusion. Les actionnaires de cette société reçoivent un prix, exprimé en espèces ou en titres, généralement plus élevé que le cours de la bourse des titres de la société visée à ce moment[9].

Lorsque le conseil d'administration de la société soutient l'OPA, elle est dite « amicale ». A l'inverse, quand il y est opposé, elle devient « hostile ». Dans ce dernier cas, ceux-ci chercheront à faire échouer l'offre en mettant en place des dispositifs anti-OPA (3))[10].

Comme l'indique la définition précitée, l'OPA se décline donc en deux variantes : l'OPA volontaire (1)) et l'OPA obligatoire (2)). Nous allons aborder les deux mécanismes afin d'en comprendre au mieux le fonctionnement[11].

---

[5] Loi OPA, art. 9.
[6] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, Bruxelles, 2016, p. 174.
[7] Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27736.
[8] Loi OPA, art. 3, 1°.
[9] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 910.
[10] *Ibid.*
[11] Pour davantage de précisions sur certains termes spécifiques aux OPA, *voy*. l'article 2 de la directive OPA, l'article 3 de la loi OPA, M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », 2007, vol. 4, p. 245-247. ; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, pp. 175-180. ; J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 907 et s. ; P.-A. FORIERS, S. HIRSCH et V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 2018, pp. 13-23.

1) Les offres publiques d'acquisition volontaires

Nous allons ici aborder le champ d'application de l'OPA volontaire (a)) ainsi que les conditions de recevabilité à réunir afin de pouvoir en faire usage (b)). Nous avons fait le choix de faire l'impasse sur la procédure relative au lancement de telles OPA.

Au préalable, les OPA sont dites volontaires « lorsqu'elles émanent d'un offrant souhaitant acquérir ou renforcer le contrôle d'une société »[12].

a) Champ d'application

Ayant un champ d'application plus large que celui de la directive OPA, la loi OPA dispose que toutes les offres volontaires lancées en Belgique sont régies par le droit belge[13]. Il n'existe aucune distinction quant à la nationalité de la société, sa nature, ou la nature des titres visés par l'offre[14]. Elle concerne donc tous les titres émis par toute forme de société et effectuée en tout ou en partie sur le territoire belge[15], les deux critères de rattachement étant le siège statutaire et le marché principal[16].

Ce principe connait néanmoins quelques exceptions afin de simplifier la démarche en cas d'offre transfrontalière[17]. L'article 4 de la loi OPA établit le régime en cas d'externalité comme disposé ci-dessous.

En premier lieu, lorsque tant le siège statutaire que le marché principal de la société visée sont situés dans un autre Etat membre, l'offre est régie par la loi de l'Etat membre dans lequel cette société a son marché principal. Ne seront régis par le droit belge que la reconnaissance en Belgique du prospectus approuvé dans cet autre Etat membre et les communications promotionnelles diffusées en Belgique.

En second lieu, lorsque le siège statutaire est situé en Belgique mais que, d'une part, les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé belge et que, d'autre part, le marché principal est situé dans un autre Etat membre, l'offre est régie par le droit de l'Etat membre dans lequel cette société a son marché principal. Ne seront régies par le droit belge que

---

[12] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 908.
[13] Loi OPA, art. 4, § 1er, 1°.
[14] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 912.
[15] P.-A. FORIERS, S. HIRSCH et V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition*, *op. cit.*, p. 11.
[16] La notion de marché principal est très importante pour la détermination du champ d'application ratione loci. L'article 3 § 1er, 14° de la loi OPA[16] le définit comme « l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres avec droit de vote de la société visée sont admis à la négociation », « si les titres avec droit de vote de la société visée sont admis à la négociation sur les marchés réglementés de plus d'un Etat membre, l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société ont été admis à la négociation en premier lieu », ou encore, « si les titres avec droit de vote de la société visée sont ou ont été admis en premier lieu à la négociation simultanément sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres, l'un des Etats membres concernés tel que désigné par la société visée ». La société a donc potentiellement le choix du droit applicable et de l'autorité de contrôle compétente, *voy*. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.*, p. 254.
[17] M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.*, p. 253.

la reconnaissance du prospectus approuvé dans cet autre Etat membre, les communications promotionnelles diffusées en Belgique, l'information à fournir au personnel et les questions de droit des sociétés[18].

Enfin, lorsque le siège statutaire de la société cible est établi dans un autre Etat membre mais que son marché principal est situé en Belgique, l'offre sera soumise à la loi OPA et à l'arrêté royal OPA concernant les questions relatives à la contrepartie offerte et à la procédure d'offre.

Toute OPA portant sur des titres admis à la négociation sur un marché belge doit être étendue au territoire belge, même si la Belgique n'est pas le marché principal[19].

b) Conditions de recevabilité

L'article 3 de l'arrêté royal OPA prévoit certaines conditions auxquelles une OPA doit répondre.

Premièrement, l'offre droit être totale comme l'indique le « *full bid principle* ». En d'autres termes, l'OPA volontaire 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 lui[20].

Cette condition rend l'OPA d'autant plus couteuse puisqu'elle empêche la limitation de l'offre à la simple quotité de titres nécessaires à l'acquisition du contrôle. Cependant, les détenteurs d'actions au sein de la société visée sont ainsi protégés ; ils n'auront pas à rester titulaires de titres qui sont devenus moins liquides suite à l'OPA[21].

Si l'offrant n'obtient pas une certaine proportion des actions de la société, il peut annoncer la caducité de son offre[22].

Deuxièmement, l'intégralité des fonds nécessaires à la réalisation de l'offre doivent être disponibles. Ces fonds doivent être bloqués[23] afin d'assurer le paiement du prix d'achat des titres acquis dans le cadre de l'offre ou être affectés exclusivement à cette fin[24]. L'établissement de crédit délivre alors une attestation de disponibilité des fonds que l'offrant joindra à son avis[25].

Troisièmement, les conditions et les règles de l'offre doivent être conformes aux dispositions de la législation OPA et doivent permettre à l'offrant d'obtenir le résultat recherché[26].

---

[18] Incluant les conditions dans lesquelles l'organe de gestion de la société cible peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre.

[19] Loi OPA, art. 4, § 4.

[20] Arrêté royal OPA, art. 3, 1°. ; L'article 35 de la loi OPA permet à la FSMA d'octroyer des dérogations motivées aux dispositions de la règlementation OPA et, dès lors, de déroger à ce principe.

[21] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 204.

[22] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 914 ; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 204.

[23] Soit sur un compte tenu auprès d'un établissement de crédit, soit sous la forme d'un crédit irrévocable et inconditionnel ouvert à l'offrant par un établissement de crédit.

[24] Arrêté royal OPA, art. 3, 2°.

[25] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p 205.

[26] Arrêté royal OPA, art. 3, 4°.

Cependant, il est admis que cette règle ne permet pas à l'Autorité des services et marchés financiers (ci-après, « FSMA ») de se prononcer sur l'opportunité ou le caractère équitable du prix[27]. Elle ne peut refuser d'approuver un prospectus, à moins que le prix soit manifestement insignifiant au point de rendre tout succès de l'offre impossible[28].

Quatrièmement, si l'offre porte sur des titres de catégories différentes, il n'est admis de différence de prix entre chacune de ces catégories que découlant des caractéristiques respectives de chaque catégorie[29], et ce afin de respecter le principe d'égalité des actionnaires.

Ensuite, la réception des acceptations et le paiement du prix sont assurés par un établissement de crédit ou par une société de bourse[30].

Enfin, si les autorités de la concurrence estiment que l'OPA soulève de sérieux doutes quant à sa compatibilité avec les règles en matière de concurrence, l'offrant peut se voir obligé de retirer son offre ou de renoncer au bénéfice de la condition suspensive[31].

Suite à cela, l'offrant pourra déposer un avis auprès de la FSMA qui indique qu'il est satisfait aux exigences de l'article 3 de l'arrêté royal OPA. Ainsi, l'offre volontaire est lancée[32] et l'offrant devra s'engager, pour ce qui dépend de lui, à mener l'offre à son terme[33]. Il ne pourra la retirer que dans certaines conditions énumérées à l'art. 16 et 17 de l'arrêté royal OPA.

2) Les offres publiques d'acquisition obligatoires

Quant à elle, l'offre publique d'acquisition est dite obligatoire lorsqu'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%, voire 50%, des titres avec droit de vote émis par une société dont les titres sont admis à la négociation »[34]. Nous allons exposer brièvement son champ d'application

---

[27] Selon l'article 3, 4° de l'arrêté royal OPA, le prix est déterminé par l'offrant et doit lui permettre d'obtenir le résultat recherché. La FSMA ne peut imposer à l'offrant d'augmenter son prix ni refuser de rendre un avis d'OPA public. Elle a uniquement le pouvoir de s'assurer que le public reçoive une information adéquate à ce propos pour que chacun puisse juger du caractère équitable de l'offre et prendre sa décision en toute connaissance de cause. Dès lors, elle pourrait refuser d'approuver le prospectus s'il ne contient pas une justification adéquate du prix, *voy*. X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 209.

[28] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 915.

[29] Arrêté royal OPA, art. 3, 5°.

[30] Arrêté royal OPA, art. 3, 7°.

[31] En effet, l'article 18 de l'arrêté royal OPA prévoit que l'offrant ne peut, si l'offre tombe dans le champ d'application d'un régime relevant du droit de la concurrence en matière de contrôle des concentrations, subordonner celle-ci qu'à la condition suspensive que la Commission européenne ou les autorités nationales compétentes en matière de concurrence prennent une décision. Les autorités de la concurrence ont alors deux possibilités, soit elles se déclareront sans compétence à l'égard de l'OPA, soit elles approuveront l'opération à l'issue de la première phase d'approbation, *voy*. M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.*, p. 258.

[32] Concernant la procédure à suivre pour le lancement d'une OPA volontaire, *voy*. l'arrêté royal OPA ; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.* ; M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.* ; J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*

[33] Arrêté royal OPA, art. 3, 6°.

[34] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 907.

(a)) ainsi que le seuil de franchissement donnant naissance à l'obligation de lancer une offre (b)) pour ensuite aborder les dérogations au régime (c)).

La loi OPA, transposant la directive OPA de 2004, introduit les conditions qui, une fois réunies, obligent l'actionnaire à lancer une offre obligatoire.

a) Champ d'application

Le champ d'application des OPA obligatoires est plus restreint que celui des OPA volontaires[35].

La loi OPA s'applique aux offres publiques obligatoires « portant sur les titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par une société qui a son siège statutaire en Belgique et dont une partie au moins des titres avec droit de vote sont admis à la négociation sur un marché réglementé » ou sur les systèmes multilatéraux de négociations (ci-après, « MTF » pour *multilateral trading facility*) que sont les marchés financiers Alternext et le Marché Libre d'Euronext Brussels[36].

Toute offre obligatoire lancée à l'étranger doit, si elle revêt un caractère public en Belgique, être ouverte sur le Royaume[37].

b) Naissance de l'obligation de lancer une offre : franchissement du seuil

L'article 5 de la loi OPA dispose que lorsque, à la suite d'une acquisition[38], une personne détient directement ou indirectement, plus de 30% des titres avec droit de vote - 50% si la société a fait admettre une partie au moins des titres avec droit de vote à la négociation sur un MTF - d'une société ayant établi son siège statutaire en Belgique et dont une partie au moins des titres avec droit de vote sont admis à la négociation sur un marché réglementé, elle est tenue de lancer une offre publique d'acquisition sur la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par cette société. Le Roi a précisé les contours de cette obligation de lancer une offre dans les articles 50 à 52 de l'arrêté royal OPA.

Toute opération d'achat, en bourse ou ailleurs, d'échange, d'apport, de souscription, lors d'une augmentation de capital ou suite à l'exercice de warrants ou d'un droit de conversation, ainsi que les acquisitions réalisées lors d'une fusion ou de tout autre transfert à titre universel,

---

[35] P.-A. FORIERS, S. HIRSCH et V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition*, *op. cit.*, p. 11.

[36] Loi OPA, art. 4, § 1er, 2° ; Arrêté royal OPA, art. 49. ; Dans trois cas, l'application du droit belge ne sera que partielle. Tout d'abord, lorsqu'une société a son siège statutaire en Belgique mais, d'une part, n'y fait pas admettre ses titres sur un marché réglementé et, d'autre part, a son marché principal à l'étranger. A contrario, lorsqu'une société a son siège statutaire à l'étranger et qu'elle n'y est pas admise à la négociation sur un marché réglementé, pour autant que son marché principal soit situé en Belgique. Enfin, pour les autres OPA qui sont ouvertes en Belgique, *voy*. l'article 4 de la loi OPA.

[37] Loi OPA, art. 4, § 4, 2°.

[38] L'acquisition peut être faite par cette personne elle-même, par des personnes agissant de concert avec elle ou par des personnes agissant pour le compte de ces personnes.

peuvent donner lieu à une offre obligatoire telle que décrite à l'article 5. Pour ce faire, l'acquisition doit donner lieu à un transfert de propriété ainsi qu'au franchissement du seuil d'un certain pourcentage des titres avec droit de vote de cette société ou l'acquisition du contrôle direct ou indirect de la société visée[39]. Dès lors, ni le prêt ni le simple octroi d'une option d'achat ou de vente ne peuvent donner lieu à une acquisition ou une détention titres[40].

Le législateur est parti du principe qu'en franchissant ce seuil, l'acquéreur se voit conférer le contrôle de la société visée[41].

Si les conditions sont remplies, l'offrant devra lancer une offre après en avoir avisé la FSMA. Il devra offrir un prix égal ou supérieur soit au prix le plus élevé qui a été payé par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui pour les titres concernés au cours des douze mois précédant l'annonce de l'offre[42], soit de la moyenne pondérée, durant les trente derniers jours ayant précédé la naissance de l'obligation de lancer une offre, des prix de négociation pratiqués sur le marché le plus liquide des titres concernés[43]. La FSMA se réserve le droit d'en modifier le prix[44].

c) Dérogations à l'obligation de lancer une offre

L'article 52 de l'arrêté royal OPA a introduit douze dérogations à cette obligation. Nous n'en citerons que quelques-unes.

Tout d'abord, l'acquisition réalisée dans le cadre d'une OPA volontaire régulière ne déclenche pas l'obligation de lancer une OPA obligatoire. Cela a une forte incidence sur le prix puisque, dans le cadre d'une OPA volontaire, l'offrant fixe librement le prix de celle-ci, alors que dans le cas de l'OPA obligatoire, le prix est réglementé par l'arrêté royal OPA[45].

Ensuite, ne donne pas lieu à une OPA obligatoire l'acquisition réalisée « lorsqu'il est démontré qu'un tiers exerce le contrôle de la société ou qu'il détient une participation supérieure à celle détenue par la personne qui, seule ou de concert, détient 30 % des droits de vote de la société ». Dès lors qu'une personne détient déjà et continue à exercer le contrôle de la société, il n'y a pas de raison d'obliger l'acquéreur à lancer une OPA[46]. Par contre, s'il acquiert à nouveau des titres dans les trois ans à compter de l'acquisition ayant initialement donné lieu à l'obligation de lancer une OPA, et que, dès lors, il obtient la participation la plus élevée dans la société ou acquiert le contrôle de la société visée, il sera obligé de lancer une OPA obligatoire[47].

---

[39] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 274. ; Arrêté royal OPA, art. 50.
[40] M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Seconde partie) », *Droit bancaire et financier*, 2007, vol. 4, p. 298.
[41] *Ibid.*
[42] Par contre, dans le cadre de l'article 51, il faut prendre en compte « le prix implicite de la participation dans la société visée, compris dans le prix qui a été payé pour l'acquisition des titres avec droit de vote de l'entreprise détentrice ou de la personne qui la contrôle », comme le précise l'alinéa 3 de l'art. 53.
[43] Arrêté royal OPA, art. 53.
[44] Arrêté royal OPA, art. 55, al. 1er.
[45] M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Seconde partie) », *op. cit.*, p. 308.
[46] J. MALHERBE *et al.*, *Droit des sociétés*, *op. cit.*, p. 948.
[47] Arrêté royal OPA, art. 52, § 4.

Enfin, l'acquisition qui entraîne un dépassement temporaire du seuil de 2% maximum ne donne pas lieu à l'obligation de lancer une OPA obligatoire « pour autant que la quotité excédentaire de la participation soit aliénée dans un délai de douze mois et que les personnes concernées n'exercent pas les droits de vote liés à la quotité excédentaire de la participation ».

3) Les mesures de défense anti-OPA

Lorsqu'une société fait l'objet d'une OPA hostile, le conseil d'administration aura tendance à essayer de lutter contre le rachat en usant de mécanismes de défenses. Ceux-ci étaient inscrits aux articles 511, 512, 514, 516, 556, 557, 607 et 620 § 1e, al. 3 du Code des sociétés et relevaient, durant la période d'OPA, de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires de la société cotée, c'est-à-dire de la SA ou de la société en commandite par actions[48]. Nous ne développerons que certains de ces outils.

a) Droits et engagements d'une société suite au lancement d'une OPA

L'article 556 Code des sociétés énonçait que l'assemblée générale[49] était seule compétente, à la majorité simple et sans quorum, pour conférer à des tiers des droits pouvant affecter le patrimoine de la société ou donner naissance à une dette ou un engagement à sa charge, quand l'exercice de ces droits dépend du lancement d'une OPA sur les titres de la société ou d'un changement de contrôle exercé sur elle[50]. En outre, à peine de nullité, préalablement à la réception par la société cible de l'avis d'OPA notifié par la FSMA, la décision de l'assemblée générale doit faire l'objet d'un dépôt au greffe.

---

[48] Lors de l'adoption de la directive OPA, le choix de l'attribution de cette compétence à fait l'objet de discussions vives. Certains – majoritairement les anglo-saxons – estimaient que l'assemblée était compétente et prônait le principe de passivité du conseil d'administration, d'autres entendaient conférer tout pouvoir au conseil dès lors qu'il doit agir dans l'intérêt social et détient tous les pouvoirs. Le législateur européen a opter pour la théorie de la passivité du conseil d'administration mais a permis aux Etats européens d'y déroger par l'*opt-out*. Ainsi, l'article 46, § 1er, de la loi OPA énonce le principe de passivité mais permet aux société d'y déroger statutairement, *voy*. X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 258. ; M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.*, p. 275.

[49] Cette disposition vise les société anonyme, même celles qui n'ont pas fait publiquement appel à l'épargne, ainsi que les société en commandite par actions.

[50] C. Soc., art. 556.

b) Modification de la composition de l'actif et du passif de la société cible

L'article 557 du Code des sociétés encadrait l'adoption, par une société cotée, de décisions qui auraient pu modifier la composition de l'actif ou du passif social de manière significative ou celles d'assumer des engagements sans contrepartie effective.

Il disposait que, dès la communication de l'avis par la FSMA et jusqu'à la clôture de l'offre, l'assemblée générale de la société visée était seule compétente, à la majorité simple et sans aucun quorum, pour prendre de telles décisions ou procéder à de telles opérations[51]. Ses décisions ne peuvent être subordonnées à la réussite ou l'échec de l'OPA. Le conseil d'administration doit immédiatement les porter à la connaissance de l'offrant et de la FSMA, tout en prenant soin de les rendre publiques et ce, dans un but de transparence[52].

Durant la période d'offre, les pouvoirs du conseil d'administration de la société sont paralysés afin d'éviter qu'il n'appauvrisse l'OPA en la rendant moins attrayante pour l'offrant[53].

c) Augmentation du capital de la société par le mécanisme de capital autorisé

L'article 607 du Code des sociétés réglementait l'augmentation du capital social par le biais du mécanisme de capital autorisé en période d'OPA.

Le capital autorisé consiste en une autorisation donnée par l'assemblée générale au conseil d'administration, valable pour une durée de cinq ans, de procéder, en une ou plusieurs fois, à une augmentation du capital social, à concurrence d'un montant déterminé au moyen d'émission de titres[54] ne pouvant dépasser le montant du capital social de la SA cotée[55]. Le conseil pouvait, ainsi, apporter de nouveaux fonds dans la société sans devoir recourir à l'assemblée générale.

Durant la période d'OPA[56], le conseil d'administration était privé de ce pouvoir. La société ne pouvait plus ni « procéder à une augmentation de capital par apports en nature ou par apports en numéraire en limitant ou supprimant le droit de préférence des actionnaires », ni « créer des titres représentatifs ou non du capital, conférant le droit de vote, ainsi que des titres donnant droit à la souscription de tels titres ou à l'acquisition de tels titres, si lesdits titres ou droits

---

[51] C. Soc., art. 557, al. 1er.
[52] C. Soc., art. 557, al. 3.
[53] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 260. ; L'alinéa 2 prévoit que le conseil a néanmoins le droit de mener à terme les opérations qui, avant la réception de la communication de la FSMA, étaient suffisamment engagées, de même que d'acquérir des titres s'y rapportant.
[54] Actions, obligations convertibles ou droits de souscription.
[55] C. Soc., art. 603 à 606.
[56] La période d'OPA s'étend de la communication de l'avis par la FSMA à la clôture de l'offre.

[n'étaient] pas offerts par préférence aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital que [représentaient] leurs actions »[57].

Cependant, l'alinéa 2 tempérait la situation prévoyant que l'interdiction ne valait ni pour les engagements valablement pris avant la réception de la communication, ni pour les augmentations ni pour les augmentations de capital répondant à certaines conditions[58].

d) Augmentation du capital de la société par le mécanisme d'acquisition d'actions propres

L'article 620 du Code des sociétés prévoyait qu'une société cotée pouvait acquérir ses propres actions, parts bénéficiaires ou certificats, à certaines conditions, dont notamment que l'assemblée générale des actionnaires de la société en ait donné l'autorisation au préalable et selon les conditions établies pour modifier l'objet social.

Toutefois, si l'acquisition de titres propres pouvait éviter à la société un dommage grave et imminent, cette autorisation de l'assemblée générale n'était plus requise[59].

e) Clauses d'agrément ou de préemption

Ces clauses opèrent un tempérament à la cessibilité des titres. La clause d'agrément soumet la cession des titres à l'agrément d'un organe ou d'une personne déterminée alors que la clause de préemption est celle par laquelle le cédant doit prioritairement proposer ses titres aux bénéficiaires désignés par la clause[60].

L'utilisation des clauses d'agrément et de préemption en période d'OPA était réglé par les articles 511 et 512 du Code des sociétés.

Dans le cas où les statuts contenaient une telle clause, les titulaires des titres devaient se voir proposer, endéans les cinq jours suivant la clôture de l'offre, l'acquisition de leurs titres à un prix au moins égal au prix de l'offre par une ou plusieurs personnes bénéficiant de l'agrément ou à l'égard desquelles le droit de préemption ne serait pas invoqué.

Les clauses statutaires d'agrément et de préemption étaient donc, en principe, inopposables à l'offrant, sauf si les titulaires de titres se voyaient offrir une « porte de sortie » au prix de l'offre.

---

[57] C. Soc., art. 607.

[58] Sont par la visées les augmentations « pour lesquelles le conseil d'administration a été expressément et préalablement habilité par une assemblée générale, statuant comme en matière de modification des statuts, tenue trois ans au maximum avant la réception de la communication susvisée, pour autant que, les actions créées en vertu de l'augmentation de capital soient dès leur émission intégralement libérées, que le prix d'émission des actions créées en vertu de l'augmentation du capital ne soit pas inférieur au prix de l'offre », et que « le nombre d'actions créées en vertu de l'augmentation de capital ne dépasse pas un dixième des actions représentatives du capital émises antérieurement à l'augmentation de capital », *voy*. C. Soc., art. 607, al. 2.

[59] C. Soc., art. 620, al. 3.

[60] O. CAPRASSE, *Droit des sociétés*, Liège, 2019 2018, p. 204.

L'intérêt patrimonial des titulaires de titres était donc privilégié par rapport la stabilité de l'actionnariat[61].

[61] X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, p. 263. ; L'article 512 C. soc. précisait toutefois que le conseil d'administration de la société pouvait opposer à l'offrant les clauses d'agrément qui figuraient soit dans les statuts soit dans un acte authentique d'émission d'obligations convertibles ou de droits de souscriptions, pour autant que le refus d'agrément ait été justifié par l'application constante et non discriminatoire des règles d'agrément adoptés par ce conseil et ait été communiqué à la FSMA avant la communication de l'avis par cette dernière.

II.- LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION SOUS L'EMPIRE DU CSA

Au cours de ces dix dernières années, le cadre juridique réglementant le régime des OPA n'a pas subi d'évolutions remarquables.

Cependant, nombre d'auteurs mettaient en évidence la nécessité d'adapter le droit des sociétés aux besoins actuels de l'économie et des marchés financiers. Partant, le législateur belge a réformé cette branche du droit afin d'accroître la compétitivité de la Belgique sur la scène internationale[62] ; le but étant de promouvoir les investissements étrangers et de conserver les multinationales belges sur le territoire du Royaume[63].

Sans pour autant avoir eu cette ambition, l'entrée en vigueur du nouveau Code des sociétés et associations a impacté, directement ou indirectement, la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition.

Pour comprendre l'impact de ce nouveau Code sur les mécanismes d'OPA, nous allons, dans un premier temps, exposer les trois lignes directrices qui ont abouti à son entrée en vigueur (A.), et, dans un deuxième temps, analyser les différentes modifications qui ont pu avoir une incidence sur la législation relative aux OPA (B.).

A.- LIGNES DIRECTRICES DU CSA

Pour atteindre son objectif de modernisation du droit des sociétés, le CSA poursuit trois grandes lignes directrices[64]. Ce Code veut procéder à une simplification de grande ampleur de cette branche du droit, opter pour davantage de droit supplétif et de flexibilité et, enfin, l'adapter aux évolutions européennes.

---

[62] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *La revue pratique des sociétés*, 2017, vol. 8, p. 995.

[63] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », in *La société à responsabilité limitée*, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 332.

[64] Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Chambre, 4 juin 2018, 54, n°3119/001, pp. 3-4.

1) Un droit simplifié

En premier lieu, la simplification du droit des sociétés passe par diverses opérations telles que, d'une part, l'abandon de la distinction entre les actes civils et les actes commerciaux et entre sociétés civiles et commerciales[65] et, d'autre part, l'adoption d'un code unique pour les sociétés et les associations, opérant une nouvelle dichotomie en la matière, nécessaire au vu du rapprochement de plus en plus important entre les réglementations des deux matières[66]. Cette simplification passe également par la limitation des formes de sociétés et ainsi, la suppression d'un nombre substantiel de celles-ci.

En ce qui concerne les OPA, les suppressions de la société en commandite par actions (ci-après, « SCA »), de la société ayant fait appel à l'épargne public ainsi que de la SPRL unipersonnelle et de la SPRL starter sont les plus remarquables.

Cette simplification passe aussi par la modification du régime de la SPRL qui devient la société à responsabilité limitée (ci-après « SRL »).

2) Un droit plus flexible

En deuxième lieu, le CSA veut opter pour davantage de droit supplétif et de flexibilité. Les changements qui y sont liés déploieront leurs effets tant en ce qui concerne la SRL que la SA.

Quant à la SRL, le CSA a apporté des modifications significatives en la matière[67]. Il a notamment pris la décision d'y supprimer la notion même de capital et, en outre, a permis à la SRL d'être cotée en bourse - modification qui aura évidemment un impact sur notre sujet. La SRL est dotée de nombreuses règles supplétives, formant un cadre largement plus flexible.

Quant à la SA, les modifications opérées par le CSA sont moins importantes puisque, encadrée de manière plutôt rigide par le droit européen, la marge de manœuvre du législateur belge est fortement diminuée[68]. Le capital social y est maintenu mais le CSA a néanmoins tenté d'apporter davantage de flexibilité en permettant notamment la création d'actions à droit de vote multiple – droit de vote double pour les actionnaires fidèles en cas de société cotées.

---

[65] *Ibid.*, p. 8.
[66] R. AYDOGDU et L. LEONARD, « Chapitre II - Les grandes lignes de l'avant-projet de loi introduisant le Code des sociétés et associations », in *Chroniques notariales*, 66, Bruxelles, Larcier, 2017, p. 244.
[67] Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Chambre, 2018-2019, 4 juin 2018, 3119/001, pp. 3-4.
[68] *Ibid.*, p. 13.

3) Un droit plus adapté aux évolutions européennes

Enfin, suivant la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne (ci-après « CJUE »), le CSA abandonne la théorie dite du siège réel[69] - selon laquelle une société se voit appliquer le droit du pays dans lequel est localisé son siège réel - en faveur de celle du siège statutaire, en vertu duquel le droit de l'Etat mentionné dans ses statuts est appliqué à la société en question.

En permettant aux sociétés constituées dans un pays appliquant le principe du siège statutaire de s'établir dans un autre pays de l'Union tout en demeurant régies par leur droit d'origine, la CJUE a favorisé la libre circulation des sociétés et a, par là même, accru la compétitivité entre les droits des différents pays européens. Cependant, nombre de ces pays avaient déjà modernisé leur droit pour se rendre plus attractifs aux yeux des sociétés et éviter, comme ce fut le cas en Belgique, que maintes entreprises s'installent sur leur territoire tout en conservant leur droit national étranger, plus simple et flexible[70].

Partant, il devenait nécessaire d'adopter un droit des sociétés en adéquation avec les évolutions tant économiques que législatives[71].

B.- MODIFICATIONS APPORTEES PAR LE CODE DES SOCIETES ET DES ASSOCIATIONS

Cette modernisation du droit des sociétés par l'adoption du Code des sociétés et des associations se traduit par divers éléments. Nous nous limiterons cependant à étudier ceux qui déploieront leurs effets sur les offres publiques d'acquisition.

Premièrement, nous nous intéresserons à la nouvelle définition apportée à la société cotée par le CSA, qui ne pouvait se faire qu'en parallèle de la suppression de la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne (1)). Deuxièmement, nous aborderons la suppression de la société en commandite par actions (2)). Ensuite, nous considèrerons attentivement la refonte de la SPRL en SRL, traitée dans le livre 5 du CSA, pouvant désormais faire admettre ses titres à la cotation (3)). Enfin, nous dissèquerons l'instauration et l'aménagement du droit de vote multiple au sein des sociétés belges (4)).

1) Nouvelle définition de la société cotée et suppression de la notion de société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne

Le CSA a modifié la définition de la société cotée à deux égards.

---

[69] C. Soc., art. 56.
[70] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 6.
[71] *Ibid.*

D'une part, il a supprimé la notion de société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne. Auparavant, le Code des sociétés distinguaient les sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne[72] des sociétés cotées ; les deuxièmes n'étant qu'une sous-catégorie des premières.

Cependant, le peu de dispositions qui concernaient les sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne n'étaient intéressantes que pour les sociétés cotées car elles permettaient de leur apporter davantage de protection[73].

Dès lors, le CSA n'a conservé que la catégorie des sociétés cotées, en leur maintenant applicables les règles des sociétés faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne et en supprimant cette dernière catégorie[74].

D'autre part, le CSA définit désormais restrictivement la société cotée comme « une société dont les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats se rapportant à ces actions sont admis aux négociations sur un marché réglementé »[75]. Ainsi, si seules les obligations d'une société sont admises sur un marché réglementé, elle échappera à la notion de société cotée[76] et aux obligations qui y sont attachées.

Par conséquent, la suppression de la notion de « société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne » et la définition restrictive de la société cotée réduit le champ d'application de la loi OPA car désormais, seules les sociétés cotées au sens de la nouvelle définition du CSA pourront faire l'objet d'une offre publique d'acquisition hostile.

2) Suppression de la société en commandite par actions

L'article 1 :5 du CSA énumère les différentes formes de société régies par le Code. Il ressort de son deuxième paragraphe que la société en commandite par actions dont la forme et le statut était très largement inspiré de la SA, a été supprimée. En permettant à la SA d'être pourvue d'un administrateur unique, à responsabilité limitée ou illimitée, et en lui donnant la possibilité de faire utilisation d'un droit de veto statutaire sur l'assemblée générale, le CSA a rendu inutile la SCA[77].

Le Code des sociétés prévoyait que le gérant de la SCA disposait d'un droit de veto notamment lors d'une modification des statuts, de décisions relatives à la distribution des bénéfices et dans le cas de sa propre révocation[78]. L'assemblée générale conservait néanmoins le pouvoir de

---

[72] C. Soc., art. 438.
[73] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 9.
[74] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*
[75] CSA, art. 1 :11 ; Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, 3119/001, *op. cit*., p. 33.
[76] *Ibid.*, p. 10.
[77] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, 3119/001, pp. 31 et 234. ; R. AYDOGDU et L. LEONARD, « Chapitre II - Les grandes lignes de l'avant-projet de loi introduisant le code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 245.
[78] C. Soc., art. 659.

marquer son accord, à la majorité renforcée, sur la révocation de l'administrateur unique pour de juste motifs[79].

Ce droit de veto permettait au gérant commandité de ne plus craindre ni les OPA, ni les insurrections interne des commanditaires. En effet, ce droit favorisait l'enracinement du gérant statutairement désigné, qui devenait presque irrévocable. Il pouvait conserver son contrôle sur la société alors même qu'un investisseur extérieur devenait un commanditaire majoritaire à l'assemblée générale. L'ancrage de la société était assuré et elle était protégée contre les OPA agressives. Les SCA constituaient ainsi une mesure de défense anti-OPA par nature[80]. Bien qu'un offrant puisse lancer une offre et prendre le contrôle des commanditaires, il ne pourrait imposer aucune modification des statuts au gérant commandité.

Désormais, puisque le droit de veto est conféré à l'administrateur unique d'une SA, il n'est plus nécessaire de conserver la forme particulière de société qu'est la SCA.

3) La société à responsabilité limitée

Au fur et à mesure des années, le régime de la société privée à responsabilité limitée (ci-après « SPRL ») se trouvait considérablement alourdi. En effet, dans un souci d'harmonisation, les directives européennes relatives à la SA ont été également étendues à la SPRL, rendant son régime relativement rigide[81].

Une réforme du Code des sociétés passait donc, nécessairement, par une simplification des normes et procédures applicables à la SPRL dans le but d'améliorer la compétitivité de la Belgique sur la scène supranationale.

a) De la SPRL à la SRL

Sous l'empire du Code des sociétés, son article 210 définissait la SPRL comme « une société où les associés n'engagent que leur apport et où leurs droits ne sont transmissibles que sous certaines conditions. Elle ne peut pas faire publiquement appel à l'épargne ».

La SPRL était la forme de société prévue pour les groupes familiaux désirant se livrer à des activités économiques et bénéficier de l'avantage de la responsabilité limitée en conservant une structure simplifiée[82].

---

[79] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, pp. 234-235. ; CSA, art. 7 :101.

[80] T. TILQUIN, « La société en commandite par actions : est-ce vraiment la fin? », in *Mélanges Pascal Minne*, Bruxelles, Bruylant, 2016, p. 93.

[81] E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, « La société à responsabilité limitée », in *Le Code des sociétés et des associations*, Bruxelles, Larcier, 2019, p. 100.

[82] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 333.

Désormais, la SRL est définie comme une société « dépourvue de capital dont les actionnaires n'engagent que leur apport »[83].

A la lecture de ces deux définitions, nous pouvons constater que, tant dans la SRL que dans la SPRL, les associés n'engagent que leur apport, ce qui confirme la limitation de la responsabilité de ces derniers.

Néanmoins le CSA apporte 3 innovations majeures par rapport au Code des sociétés que sont la libre cessibilité des titres, la possibilité de faire publiquement appel à l'épargne et la suppression du capital social.

1. Libre cessibilité des titres

Premièrement, le Code des sociétés prévoyait que les titres d'une SPRL n'étaient pas librement cessibles afin de prévenir l'entrée d'un intrus au sein de ces sociétés, essentiellement familiales.

Les auteurs du CSA libéralisent le régime des titres de deux façons. D'une part, en ne faisant plus mention de la restriction à la cessibilité des droits des associés dans la définition, il supprime la référence au caractère initialement fermé de la SRL et consacre le principe de la libre cessibilité de ses actions, à condition que les statuts la prévoient[84]. D'autre part, le CSA confère à la SRL la possibilité d'émettre tous les types de titres possibles, le numerus clausus étant supprimé[85].

1. Suppression du capital social

Deuxièmement, le CSA supprime l'exigence de capital social au sein des SRL, concept jugé obsolète car il ne correspond plus à la réalité économique et ne permet plus d'offrir une protection suffisante aux créanciers[86]. Cette exigence avait déjà été fortement diminuée suite à la création de la SPRL-S, dite Starter, par l'article 211*bis* du Code des sociétés, pouvant être constituée avec un capital social d'1 euro.

Suivant la même logique - mais cette fois-ci en se basant sur des études plus approfondies concernant l'utilité du capital social - le législateur fait de la SRL une société dénuée de capital[87]. La protection des tiers repose sur les capitaux propres de la SRL, constitués de l'addition des apports libérés par les actionnaires[88]. Cette innovation permet à la Belgique de se différencier du droit des Etats voisins en offrant un avantage comparatif non négligeable

---

[83] CSA, art. 5 :1.

[84] Ce qui était auparavant le monopole de la SA. ; M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 334.

[85] E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, « La société à responsabilité limitée », *op. cit.*, p. 101.

[86] Cette innovation est la continuation de l'article 211*bis* du Code des sociétés prévoyant que la possibilité pour les SPRL-S d'être constituée d'un capital social réduit d'un euro.

[87] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, pp. 335-336.

[88] E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, « La société à responsabilité limitée », *op. cit.*, p. 101.

puisque de cette manière, il est possible d'entamer des activités sans détenir des fonds substantiels dès le départ[89].

Nous ne nous étendrons pas davantage sur le capital de la SRL[90].

2. La SRL cotée

Enfin, à l'époque du Code des sociétés, seules la SA et la SCA[91] pouvaient revêtir la forme de société cotée, à l'exclusion, notamment, de la SPRL. Cette interdiction de faire publiquement appel à l'épargne provenait de la nature originellement fermée de la SPRL et de sa finalité[92]. Cependant, elle s'est progressivement éloignée de la société de personne vers la société de capitaux suite au phénomène de « goldplating »[93].

Le goldplating peut être défini comme étant « an excess of norms, guidelines and procedures accumulated at national, regional and local levers, which interfere with the expected policy goals to be achieved by such regulation »[94]. Le législateur belge a, en effet, souvent eu tendance à étendre la transposition des diverses directives européennes en matière de sociétés anonymes aux SPRL. Les règles applicables à ces dernières se sont donc considérablement accrues, diminuant en même temps leur autonomie et leur capacité de développement[95], à l'opposé de ce que désiraient initialement ces interventions législatives[96].

L'interdiction de faire publiquement appel à l'épargne fut de plus en plus critiquée au vu de la nécessité, pour certaines de ces SPRL, de mobiliser d'importants capitaux[97]. La SA, historiquement destinée à rassembler de larges capitaux pour développer une entreprise de taille conséquente, finit par recenser autant de petites et moyennes entreprises que les SPRL. La taille des sociétés « n'était plus un facteur déterminant dans le choix de la forme juridique sociétaire empruntée »[98].

---

[89] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 334.

[90] Pour un examen plus complet de la matière, *voy*. A.-P. ANDRÉ-DUMONT et T. TILQUIN, *La société à responsabilité limitée*, Bruxelles, Larcier, 2019 ; P. DE WOLF et X. DIEUX, « Le nouveau Code des sociétés (et des associations) - Capita Selecta », *Journal des tribunaux*, 2019, vol. 25, pp. 501-527. ; R. HOUBEN et H. BRAECKMANS, « Het nieuwe wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV) », *Rechtskundig Weekblad*, 2020 2019, vol. 15, pp. 563-578. ; E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, « La société à responsabilité limitée », *op. cit.*

[91] C. Soc., art. 657.

[92] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », in *L'impact du nouveau droit des sociétés sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières / De impact van het nieuwe venootschapsrecht op de governance van financiaal instellingen en op financiële transacties*, Gent, 2020, p. 311.

[93] *Ibid.*, p. 313.

[94] DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL POLICIES, *« Gold-plating » in the EAFRD : To what extent do national rules unnecessarily add to complexity and, as a result increase the risk of errors?*, 2014, p. 3, disponible sur http://www.europarl.europa.eu/studies.

[95] A. VIANDIER, « La commandite par actions comme défense anti-OPA », 28 mai 2002.

[96] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 6.

[97] M. COIPEL, « Les sociétés privées à responsabilité limitée », *Rép. not.*, Tome XII, Le droit commercial et économique, Livre 4, Bruxelles, Larcier, 2008, n°135.

[98] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 313.

Un changement semblait de plus en plus nécessaire afin de permettre aux SPRL d'être en adéquation avec les évolutions du monde économique actuel[99] mais surtout afin de rendre le droit des sociétés belge plus attractif aux yeux des sociétés. L'objectif est de « consacrer dans la loi une forme sociétaire à la fois simple, flexible et suffisamment souple pour permettre aux fondateurs de disposer de solutions juridiques « sur mesure » »[100].

Partant, la SPRL fut largement réformée par le nouveau droit des sociétés et devint la société à responsabilité limité (ci-après « SRL »). En continuation de la première innovation, l'article 5 :2 CSA[101] offre désormais la possibilité aux SRL de solliciter l'admission de leurs titres à la cotation sur un marché réglementé[102]. Par le truchement de ce renvoi à certains articles du CSA concernant la SA, la SRL peut devenir une société cotée.

Les auteurs du CSA ont donc voulu remettre de l'ordre. La SRL devient la forme la plus naturelle pour toutes les sociétés, autres que celles ayant vocation à rassembler de larges capitaux, qui deviendront alors des SA. Le champ d'application de la SRL est donc bien plus conséquent que celui de la SA et de la SPRL puisqu'elle est adaptée aux sociétés de petite ou grande taille, devant réunir ou non d'importants capitaux. De par sa flexibilité nouvelle, elle est adaptée tant aux petites qu'aux grandes entreprises souhaitant conserver ce caractère fermé[103].

Malgré cette grande avancée, le nombre de SRL faisant admettre ses titres sur un marché réglementé restera probablement limité et la SA demeurera la forme principale de sociétés cotées amenées à réunir d'importants capitaux [104].

b) La SRL et la législation OPA

La refonte de la SPRL en SRL a des effets certains sur les mécanismes de la législation OPA. Nous aborderons ces répercussions en commençant par le champ d'application des OPA (1.), en prenant le soin de distinguer les volontaires (a.) des obligatoires (b.). Nous nous pencherons ensuite sur les mesures de défense anti-OPA (2.).

1. Champ d'application

a. OPA volontaire

L'article 3, § 1er, 3°, de la loi OPA prévoit qu'est une « société visée » « la société dont les titres font l'objet d'une offre ou devront, à la suite d'une acquisition de titres, faire l'objet d'une offre », peu importe la forme juridique de la société cible. Dès lors, tant la SA que la SPRL

[99] *Ibid.*, p. 311.
[100] E.-J. NAVEZ et A. NAVEZ, « La société à responsabilité limitée », *op. cit.*, p. 100.
[101] CSA, art. 5 :2.
[102] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 334.
[103] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 11.
[104] Lorsqu'elles seront cotées, l'information des tiers se fera selon l'information relative à fournir par les sociétés cotées ; *Ibid.*, p. 126.

étaient susceptibles d'entrer dans le champ d'application de l'OPA volontaire, le facteur déterminant de l'offre d'acquisition étant son nombre de destinataire et pas la forme juridique de la société visée[105].

L'application de la législation OPA aux SRL cotées n'appelle pas de plus amples développements quant à la forme de ces sociétés. Il n'est pas déraisonnable de prévoir que si le nombre de SRL cotées vient à augmenter, les OPA volontaires les concernant augmenteront également[106].

b. OPA obligatoire

L'article 4, § 1er, 2°, de la loi OPA prévoit que les OPA obligatoires ont vocation à s'appliquer à « toute offre publique obligatoire portant sur les titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par une société qui a son siège statutaire en Belgique et dont une partie au moins des titres avec droit de vote sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un MTF désigné par le Roi ».

Nous comprenons donc que les SRL, puisqu'elles peuvent désormais être cotées, pourront faire l'objet d'une OPA obligatoire de la même façon qu'une SA. Les développements qui seront faits *infra* quant au droit de vote double leur sont donc applicables[107].

2. Mesures de défense anti-OPA

La SRL nouvellement cotée disposera de mesures prévues pour se défendre d'une OPA hostile. Pour les appréhender correctement, une comparaison du système antérieur[108] et avec les nouveaux mécanismes applicables aux SA est nécessaire.

a. Clauses de préemption et d'agrément

Concernant les SA, les articles 7 :79 et 7 :80 du CSA ne font que reproduire à l'identique les articles 511 et 512 du Code des sociétés, alors applicables uniquement à celles-ci.

Concernant les SRL, aucune disposition du Livre V du CSA ne pourrait servir d'équivalent pour ces dernières et aucun renvoi n'est fait aux articles 7 :79 et 7 :80 du CSA. Il en résulte que les clauses d'agrément et de préemption inscrites dans les statuts d'une SRL pourront jouer même après le lancement d'une OPA à l'encontre de cette même société[109]. Cela n'est pas étonnant au vu du caractère historiquement fermé de la SPRL.

Bien que le législateur ait atténué la restriction à la cessibilité de ses titres, notamment en l'autorisant à faire admettre ses titres sur un marché réglementé, la SRL demeure capable de

---

[105] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 323.
[106] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 385.
[107] *Voy*. II. B. 4) Le droit de vote multiple.
[108] *Voy*. I. B. 3) Les mesures de défense anti-OPA.
[109] M. FYON et V. POKORNY, « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », *op. cit.*, p. 389.

prévoir des restrictions tant statutaires que conventionnelles à la cessibilité de ses titres, qui demeureront valables en cas d'OPA et pourront sortir tous leurs effets[110].

b. Droits et engagements d'une société liés au lancement d'une OPA

L'article 7 :151 du CSA conserve le principe de l'article 556 du Code des sociétés, prévoyant que seule l'assemblée générale peut conférer à des tiers des droits affectant le patrimoine d'une société ou un engagement à sa charge, en restreignant néanmoins son champ d'application de deux manières.

Tout d'abord, il limite ce mécanisme aux seules sociétés cotées afin de revenir à l'intention initiale du législateur. En effet, l'article 556 semblait s'appliquer à toutes les sociétés anonymes cotées ou non. Ne contenant aucune limitation concernant la portée des droits octroyés ou des dettes ou obligations contractées, ce texte s'est vu appliquer bien plus largement que ce qui était prévu, causant des problèmes dans la pratique[111].

Ensuite, il ne prend plus en compte que les opérations, conventions ou décisions attribuant des droits, donnant naissance à une dette ou à un engagement substantiel sur le patrimoine de la société, c'est-à-dire de droits, dettes ou engagements qui, individuellement ou collectivement, peuvent être raisonnablement considérés comme des mécanismes de protection contre des tentatives d'acquisitions hostiles[112].

Seront dès lors visées les SA ainsi que les SRL, par le biais de l'article 5 :2 du CSA.

c. Modification du passif et de l'actif de la société cible

S'agissant des SA, l'article 7 :152 du CSA reproduit à l'identique l'article 577 du Code des sociétés. Cependant, ce mécanisme ne s'appliquera pas aux SRL cotées dès lors que l'article 5 :2 ne renvoie pas à l'article 7 :152 et qu'aucune disposition analogue ne se trouve dans le Livre 5 consacré aux SRL.

L'organe d'administration d'une SRL qui fait l'objet d'une OPA disposera d'une plus grande marge de manœuvre que celle de l'organe d'administration d'une SA pour modifier la composition du passif et de l'actif, quand bien même elles se trouveraient dans les mêmes conditions, au même moment. Nous pouvons nous interroger sur la justification de cette différence de traitement entre la SA et la SRL, hormis celle du caractère historiquement fermé de la SRL[113].

d. Augmentation du capital social par le mécanisme de capital autorisé

L'article 7 :198 énonce le principe de capital autorisé que nous avons défini plus haut et l'article 7 :202 CSA reproduit l'article 607 du Code des sociétés concernant l'utilisation du capital autorisé durant la période d'OPA en y apportant toutefois quelques aménagements[114].

---

[110] *Ibid.*
[111] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 247.
[112] *Ibid.*
[113] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 329.
[114] Certains de ces développements seront développés *infra*, dans la matière du double droit de vote.

Comme nous l'avons vu, en supprimant l'exigence de capital social dans les SRL, le CSA a apporté une innovation importante au droit des sociétés belge. Cependant, il était nécessaire d'ajuster le mécanisme de capital autorisé à ces nouvelles sociétés dénuées de capital social et de décider du fonctionnement de celui-ci en période d'OPA.

Les auteurs du CSA, dans l'article 5 :134, ont décidé de de l'adapter en permettant aux SRL de prévoir statutairement l'autorisation donnée à l'organe d'administration d'émettre des actions nouvelles, des obligations convertibles ou des droits de souscription[115]. Cette autorisation, qui a une durée de validité de 5 ans maximum, doit être inscrite dans les statuts selon les règles particulières applicables à leurs modifications.

Toutefois, ils ont toutefois innové en permettant aux SRL d'utiliser cette clause statutaire en période d'OPA, ce qui est pourtant interdit aux SA. Dès lors, en raison de l'absence d'un principe général de passivité des organes d'administration de la SRL après le lancement d'une OPA, l'organe d'administration pourrait émettre des actions durant la période susmentionnée, à conditions de réunir les exigences de l'article 5 :134 CSA et de justifier adéquatement l'émission de titres ainsi que le prix d'émission de ceux-ci au regard de l'intérêt social de la société visée[116].

e. Acquisition d'actions propres

Les auteurs du CSA ont décidé de clarifier et de simplifier l'ancien régime des rachats d'actions propres, considéré comme très complexe et lourd[117]. L'objectif du cadre juridique encadrant l'acquisition d'actions propres était de protéger les créanciers et les actionnaires du caractère circulaire de cette opération, d'une part, et du risque d'inégalité possible entre les actionnaires, d'autre part, si, lors de l'acquisition, ils ne profitaient pas des mêmes conditions d'achat[118]. Ce régime a été adapté au cas particulier de la SRL, dépourvue de capital, et contient certaines spécificités quant aux sociétés cotées.

Les articles 5 :145 du CSA pour la SRL et 7 :215 pour la SA du CSA soumettent l'acquisition par une SRL ou une SA de ses propres actions, parts bénéficiaires ou certificats, par voie d'achat ou d'échange, à diverses conditions, énumérées ci-dessous.

(i) Conditions

(a) Autorisation préalable de l'assemblée générale

En premier lieu, l'assemblée générale doit délivrer une autorisation préalable moyennant le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts, alors qu'auparavant les conditions requises étaient celles pour la modification de l'objet social.

Cependant, cette autorisation n'est pas requise dans les SRL lorsque l'acquisition d'actions est réalisée aux fins d'être proposées au personnel.

---

[115] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 175.
[116] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 332.
[117] *Ibid.*
[118] *Ibid.*

En outre, l'inscription de cette autorisation dans les statuts n'est pas une obligation. Partant, s'il n'y a aucune modification des statuts, l'intervention d'un notaire n'est plus nécessaire[119].

(b) Distribution de la somme affectée

En deuxième lieu, les sommes qui sont affectées à cette acquisition doivent être susceptibles d'être distribuées conformément aux règles qui sont applicables à la société concernée[120].

En d'autres termes, dans le cas de la SRL, ces sommes doivent pouvoir être distribuées selon les tests de l'actif net et de liquidité[121] et, dans le cas de la SA, selon le test de l'actif net[122].

L'Union européenne ne l'imposant pas pour la SA, les auteurs du CSA ont supprimé la disposition du Code des sociétés exigeant que 20% seulement des actions ou du capital de la SPRL ou de la SA puisse être rachetés[123]. Seuls les bénéfices distribuables de la société peuvent être utilisés pour acquérir les titres et constituent la limite de référence.

(c) Actions entièrement libérées

La troisième condition impose que l'opération porte sur des actions entièrement libérées ou sur des certificats qui s'y rapportent.

(d) Egalité de traitement des actionnaires

Enfin, la dernière condition porte sur l'égalité de traitement entre les actionnaires. L'OPA doit être adressée à tous les actionnaires, à tous les titulaires de parts bénéficiaires ou titulaires de certificats et ce aux mêmes conditions par classe ou catégorie. Il peut être dérogé à cette dernière exigence si une assemblée générale à laquelle tous les actionnaires, les titulaires de parts bénéficiaires ou de certificats sont présents ou représentés décide, à l'unanimité, de cette acquisition[124].

Il est néanmoins possible pour les SRL et les SA cotées d'acheter leurs propres actions, parts bénéficiaires et certificats, alors même qu'aucune offre d'acquisition n'est adressée aux actionnaires ou titulaires de ces titres, si elles garantissent l'égalité de traitement de ces personnes se trouvant dans les mêmes conditions, et moyennant l'équivalence du prix offert.

L'article 7 :215 étend cette faculté aux sociétés cotées et aux sociétés dont les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats se rapportent à ces actions sont admis aux négociations sur une MTF[125] déterminé, dans la mesure où cette MTF fonctionne sur la base d'une négociation quotidienne au minimum et d'un carnet d'ordres central.

(ii) Exceptions

---

[119] *Ibid.*, p. 333.
[120] CSA, art. 5 :145 pour la SRL et 7 :215 pour la SA.
[121] CSA, art. 5 :142 et 5 :143.
[122] CSA, art. 7 :212.
[123] C. Soc., art. 620.
[124] CSA, art 7 :215 pour la SA et l'article 5 :2 y fait renvoi pour la SRL.
[125] Visée à l'article 3, 10°, de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la directive 2014/65/UE.

Toutefois, il existe trois cas dans lesquels l'article 7 :215 CSA ne sera pas applicable[126] :

- aux actions qui ont été acquises en vue de leur destruction immédiate, en exécution d'une décision de l'assemblée générale dans le cadre d'une réduction de capital d'une SA uniquement ;
- aux actions, parts bénéficiaires ou certificats qui ont été acquis par la société à la suite d'une transmission de patrimoine à titre universel ;
- aux actions, entièrement libérées ou non, aux parts bénéficiaires ou aux certificats qui se rapportent à des actions entièrement libérées ou non en vue de recouvrer une créance de la société sur le propriétaire de ces titres.

Les auteurs du CSA ont maintenu la suspension des droits de vote en « autocontrôle »[127], c'est-à-dire afférents aux actions ou parts bénéficiaires qui sont détenues par la société ou une personne agissant en son nom mais pour le compte de la société, ou dont la société détient les certificats émis avec sa collaboration[128].

Il est exigé de la société qu'elle constitue une réserve indisponible aussi longtemps que les actions, les parts bénéficiaires ou les certificats sont comptabilisés à l'actif du bilan de la société. Le montant de la réserve doit être égal à la valeur à laquelle ces titres qu'elle a personnellement acquis sont portés à l'inventaire, augmenté de la valeur d'acquisition des actions, parts bénéficiaires ou certificats détenus par la personne[129].

Le droit aux dividendes attachés à ces titres qui sont détenus par leur émetteur est caduque. La règle du Code des sociétés est donc simplifiée puisque les actions acquises ne sont pas comptabilités dans le calcul du dividende. Il n'est plus possible de s'octroyer à soi-même le dividende, ou d'en suspendre le paiement jusqu'à ce que le titre concerné ait été vendu[130].

f. Aliénation d'actions propres

Sous l'ancien régime, l'organe d'administration était intégralement libre de décider de la personne pouvant avoir l'opportunité d'acquérir les titres de la société, comme par exemple l'actionnaire de contrôle ou une partie dont il était proche, ce qui pouvait mener à des glissements peu transparents dans l'actionnariat et à des conditions d'aliénation peu transparentes également. Désormais, le régime a quelque peu changé et exige désormais les conditions suivantes.

(i) Autorisation de l'assemblée générale

Désormais, l'article 7 :218 CSA ne requiert plus que l'assemblée générale d'une SA autorise l'aliénation d'actions propre, il est simplement exigé des auteurs du CSA le respect de l'égalité de traitement, le cas échéant par classe, pour éviter ces opérations floues.

---

[126] CSA, art. 7 :216.
[127] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 334.
[128] Ou une personne agissant en son nom mais pour le compte de la société ; art. 7 :217 CSA pour la SA et 5 :148 pour la SRL.
[129] CSA, art. 7 :217 pour la SA et 5 :148 pour la SRL.
[130] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 271.

Concernant la SRL, par contre, l'article 5 :149 continue d'exiger l'autorisation de l'assemblée générale moyennant le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour une modification des statuts pour aliéner les titres détenus mais il n'y a plus d'obligation de les aliéner mais uniquement un droit d'aliéner[131].

Cependant, cette autorisation de l'assemblée générale n'est pas nécessaire pour la SRL cotée car l'article 5 :2 CSA opère un renvoi à l'article 7 :218, § 1er, 2° CSA. Tant la SA que la SRL peuvent donc aliéner des titres sur le marché réglementé, sur une MTF[132] ou en dehors de ceux-ci pour autant que l'égalité de traitement des actionnaires soit garantie au moyen d'un prix qui ne soit pas inférieur au prix du marché[133].

(ii) Egalité de traitement

En outre, les auteurs du CSA ont également exigé, tant pour la SA que pour la SRL le respect de l'égalité de traitement des actionnaires, le cas échéant par classe, pour éviter les opérations floues[134]. En effet, les actions ou certificats doivent être offerts par préférence aux actionnaires existant proportionnellement au nombre d'actions qu'ils détiennent et, dans le cas où il existerait plusieurs classes d'actions et que l'aliénation n'est pas faite dans chaque classe proportionnellement au nombre d'actions que les actionnaires détiennent, il ne sera procédé à l'aliénation qu'après autorisation de l'assemblée générale prise dans chaque classe et selon les conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts[135].

(iii) Cas particulier : le dommage grave et imminent

Enfin, la SA peut aliéner des actions, parts bénéficiaires ou certificats acquis aux fins d'éviter un dommage grave et imminent pour la société, moyennant une autorisation statutaire spéciale à renouveler tous les trois ans et, le cas échéant, l'organe d'administration peut décider lui-même de l'acquéreur[136].

Par contre, la SRL, elle, n'a pas la possibilité de procéder à une aliénation d'actions propres sans l'autorisation spécifique de l'assemblée générale.

4) Le droit de vote

Comme nous l'avons vu précédemment, le CSA opte pour un droit des sociétés à caractère supplétif offrant davantage de flexibilité pour les sociétés belges.

---

[131] *Ibid.*, p. 182.
[132] Visé à l'article 3,10° de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la Directive n°2014/65/UE.
[133] CSA, art 7 :218, § 1er, 2°.
[134] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, pp. 271-272.
[135] CSA, art. 5 :149 pour la SRL.
[136] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 272.

A cette fin, le nouveau Code offre la possibilité aux sociétés belges de déroger au principe sacré du « one share one vote », garant de la proportionnalité entre l'investissement et le pouvoir de vote au sein de la société, d'une part, et de l'égalité entre les actionnaires, d'autre part[137].

Avec le temps, ce principe a cependant connu de multiples limitations et nuances permettant d'en contourner l'application[138]. Les auteurs du CSA ont décidé qu'il avait fait son temps et ont donc offert la possibilité aux sociétés d'instaurer, en leur sein, un droit de vote multiple.

Le principe, inscrit à l'article 7 :51 CSA, reste le même qu'auparavant mais les associés peuvent désormais y déroger dans les statuts.[139].

En effet, le CSA autorise dès à présent les sociétés à prévoir statutairement un droit de vote multiple dans les sociétés non-cotées et un droit de vote double au sein les sociétés cotées. Moyennant le respect de certaines conditions, une action pourra donc conférer un pouvoir votal plus fort à certains titres ou à certains de leur détenteur[140]. L'actionnaire détiendra alors plusieurs voix pour se faire entendre lors de l'assemblée générale sans pour autant avoir à augmenter sa participation en capital[141].

Ce droit de vote multiple, et plus particulièrement le droit de vote double, intrigue tant au regard de leurs modalités que de leur application dans la pratique. Dans le cadre de notre étude, seul le double droit de vote dit « de loyauté » est pertinent.

Cependant, pour en saisir parfaitement les rouages, il est nécessaire d'avoir une vue d'ensemble sur la réglementation du droit de vote multiple.

Nous exposerons tout d'abord le concept de droit de vote multiple (a)), tant dans son application au sein des sociétés cotées (2.) que non cotées (1.), pour ensuite analyser de quelle façon ce nouveau mécanisme impactera la législation OPA (b)).

a) Le droit de vote multiple

1. Le droit de vote dans les sociétés non cotées

Les articles 5 :41 et 5 :42 CSA concernant la SRL et 7 :52 CSA concernant la SA permettent aux sociétés non cotées de prévoir un droit de vote multiple bénéficiant à certaines actions, sans limitation aucune de multiplicateur[142]. Par conséquent, ce mécanisme permet une déconnection

---

[137] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 999.
[138] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », août 2017, p. 995.
[139] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 296.
[140] *Ibid.*, p. 295.
[141] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1001.
[142] Sous réserve de l'abus de droit qui est toujours susceptibles de s'appliquer, Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 207.

totale entre l'investissement et le pouvoir votal, la flexibilité de ce dernier devenant presque illimitée[143].

L'Exposé des motifs considère que la rigidité du Code des sociétés n'était plus justifiable et qu'elle allait bien au-delà de ce qui était nécessaire pour protéger les actionnaires entre eux[144]. Elle faisait obstacle à des dérogations utiles souhaitées par les fondateurs et les actionnaires, comme notamment par des partenaires financiers investissant dans des sociétés non cotées et désirant sécuriser leur pouvoir ou protéger leurs droits au sein de la société[145].

Une modification des statuts aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 7 :153 est nécessaire pour déroger sans aucune limite à la règle proportionnelle qui régnait sous l'ère du Code des sociétés[146].

D'aucuns pensaient qu'une limitation du multiplicateur aurait pu atténuer le décalage entre, d'urojetne part, l'investissement financier et le risque qu'il engendre et, d'autre part, l'influence qui résulte du droit de vote multiple au sein de la société et aurait donc pu s'avérer opportune[147].

Cependant, les auteurs du CSA ont décidé de ne pas le restreindre car, dans de telles sociétés, cela s'avérait futile puisque les actionnaires peuvent négocier leur position à l'occasion de la constitution ou de leur entrée dans celle-ci[148]. En outre, un tel droit de vote multiple a déjà été instauré, il y a quelques années, dans la SCRL sans que cela n'ait donné lieu à des abus[149].

Si nous remontons plus loin encore, lorsque le droit de vote multiple était encore d'application en Belgique, il n'y eut d'abus de ce mécanisme que dans les sociétés cotées, menant à une interdiction générale dès l'année 1934. Dès lors, il ne leur a pas semblé nécessaire de fixer un maximum de droits de vote par action dans les sociétés non cotées, d'autant plus que la théorie de l'abus de droit est toujours applicable[150].

L'instauration du droit de vote multiple en droit belge n'implique par la suppression des actions sans droit de vote. Ces dernières sont toujours à la disposition des actionnaires, à condition que chaque action soit dotée de droits patrimoniaux. Le CSA les déleste toutefois de certaines limites qui s'appliquaient avant son entrée en vigueur, telle que l'obligation de fournir un dividende privilégié[151]. Il permet donc l'émission d'actions à droit de vote multiple ou sans droit de vote, privilégiées ou non[152] avec pour obligation incombant à la société de tenir un registre des actionnaires dans lequel figure le nombre total d'actions émises et les droits y afférents, c'est-à-dire les droits aux bénéfices et les droits de vote, selon les articles 5 :25 CSA pour la SRL et 7 :29 CSA pour la SA.

---

[143] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *La revue de droit commercial belge*, 2018, vol. 9, p. 1024.
[144] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 141.
[145] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 297.
[146] C. Soc., art. 275 C. Soc. pour la SPRL et art. 541 pour la SA ; Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 207.
[147] *Ibid.*
[148] *Ibid.*
[149] R. HOUBEN et H. BRAECKMANS, « R.W. », *op. cit.*, p. 573.
[150] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 207.
[151] *Ibid.*
[152] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 297.

Enfin, l'article 7 :60 CSA traite des classes d'actions. Il prévoit que dans le cas où d'autres droits que ceux attribués à d'autres actions ou parts bénéficiaires par la même société sont attachés à une action ou une part bénéficiaire[153], chacune de ces séries constitue une classe à l'égard des autres séries d'actions ou de parts bénéficiaires.

Suivant ce raisonnement, une nouvelle classe d'actions est créée dès qu'il est reconnu à ces actions un droit de vote différent. Ce principe vaut également pour les actions sans droit de vote[154]. Partant, « il y aura autant de classes d'actions qu'il y aura d'actions avec des multiplicateurs différents »[155].

2. Le droit de vote dans les sociétés cotées

Pour les sociétés cotées, l'article 7 :53 CSA pour les SA, rendu applicable aux SRL par le truchement de l'article 5 :2 CSA, permet l'instauration d'un droit de vote multiple bénéficiant à certains actionnaires mais dont le multiplicateur est limité à deux droits de vote : ce droit ne peut donc excéder un droit de vote double[156]. Cette limitation est expliquée, d'une part, par la plus grande distance entre les actionnaires et la société et, d'autre part, par l'écart d'autant plus grand qu'il y a entre certains grands actionnaires et la multitude de petits investisseurs ne possédant qu'une très faible partie du nombre total d'actions. Dans un tel cadre, il n'apparaissait pas opportun de permettre une liberté statutaire aussi large que dans les autres sociétés non cotées. Une règlementation plus restrictive s'imposait.

L'article 7 :153 dispose ainsi que « dans les sociétés cotées, les statuts peuvent conférer aux actions entièrement libérées, qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives, un double droit de vote par rapport aux autres actions représentant une même part de capital »[157].

Comme nous le comprenons, les auteurs du CSA ont autorisé les SA et SRL à instaurer un droit de vote double de loyauté afin de récompenser les actionnaires fidèles, ceux qui ont conservé leurs actions durant une période ininterrompue de deux années au moins[158].

Ils ont fait ce choix d'instaurer ce droit pour deux raisons.

En premier lieu, des études ont démontré qu'en général, les investisseurs se limitaient à maximiser les rendements à court terme[159] et que, par conséquent, les entreprises dénigraient les investissements dans des projets ne donnant de résultats qu'à plus ou moins longue échéance[160]. Ce mécanisme permet, dès lors, de combattre le court-termisme et de fidéliser les actionnaires en les encourageant à envisager un investissement à plus ou moins long terme dans

---

[153] Ou à une série d'actions ou de parts bénéficiaires.
[154] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit.*, p. 1025.
[155] *Ibid.*
[156] CSA, art. 5 :2, al. 3.
[157] CSA, art. 7 :153.
[158] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 207.
[159] P. EDELMAN, W. JIANG et R. THOMAS, « Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure? », *ECGI Law Working Paper*, 2018, disponible sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3107225.
[160] S. COOLS et T. KEIJZER, « Dubbel stemrecht in combinatie met een horizonbepaling : een alternatief voor het loyauteitsstemrecht? », *La revue pratique des sociétés*, 2019, vol. 2, p. 240.

ces sociétés par l'obtention de ce double droit de vote[161], et ce dans la lignée de la Directive n° 2017/828[162].

En second lieu, ils ont voulu empêcher que les actionnaires de contrôle, par peur justement de perdre ce contrôle, décident de ne pas entrer en bourse alors que du point de vue du financement de l'entreprise, cette démarche serait indiquée tant pour la société que pour les actionnaires. Ils ont permis de dissocier le pouvoir de l'investissement en capital au sein des sociétés qui l'instaurent et, dès lors, d'offrir aux actionnaires fidèles la possibilité de conserver un contrôle plus conséquent dans celles-ci[163].

Analysons plus en profondeur les différentes conditions énoncées par l'article 7 :153 du CSA pour obtenir un droit de vote double au sein d'une société cotée.

a. Conditions d'obtention

(i) Modification des statuts

Pour permettre l'instauration du double droit de vote au sein d'une société cotée, il est impératif que l'assemblée générale de ladite société modifie ses statuts à la majorité réduite de deux tiers des voix exprimées prévue par l'article 7 :53, § 1er, CSA.

Le législateur belge n'a pas voulu en faire le régime par défaut, qui serait imposé à toutes les sociétés belges et s'appliquerait de façon automatique ; il a donc imposé à l'assemblée générale de faire ce choix. En effet, « ce sont la direction et le conseil d'administration qui sont les mieux placés pour décider de la structure optimale du capital de l'entreprise, sous réserve de son approbation par les actionnaires »[164].

Le régime de modifications des statuts par défaut est celui de l'article 7 :153 CSA. Il impose une majorité de trois quarts des voix exprimées, contre deux tiers pour ce régime dérogatoire de l'article 7 :53, § 1er, du CSA[165].

Cette spécificité fut vivement critiquée par le Conseil d'Etat puisqu'il permet une majorité plus faible. Cependant, il faut remarquer que la suppression du droit de vote double se fait également à la majorité de deux tiers[166].

(ii) Les actions concernées

---

[161] P. EDELMAN, W. JIANG et R. THOMAS, « Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure? », disponible sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3107225.

[162] Directive n° 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la Directive n°2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (J.O.U.E., L. 20 mai 2017, p.132/1).

[163] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1000.

[164] OCDE, *Principes de gouvernement d'entreprise de l'Organisation de coopération et de développement économique*, 2004, p. 43.

[165] CSA, art. 7 :53, § 1er.

[166] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit.*, p. 1025.

Seules sont concernées les actions nominatives ; l'actionnaire doit donc les faire inscrire dans le registre des actions nominatives. Cette condition permet d'éviter des contestations probatoires concernant la durée puisque la preuve de la détention des actions par le même actionnaire pendant une période ininterrompue de deux années ne peut être apportée que par la détention des actions sous forme nominative et, donc, l'inscription au registre[167].

En outre, ces actions nominatives doivent avoir été intégralement libérées pour pouvoir bénéficier du droit de vote double de loyauté.

L'idée de prévoir un droit de vote double pour les actions dématérialisées a également été envisagée mais posait trop de difficultés dans la pratique, notamment concernant la mission des institutions financières devant certifier la détention ininterrompue durant une période de deux ans.

Une fois les conditions remplies, la totalité des actions concernées bénéficie de plein droit du droit de vote double [168]. Cependant, les actions qui en profitent ne constituent pas une classe d'actions au sens de l'article 7 :155 CSA[169].

(iii) Multiplicateur

Comme nous l'avons précisé plus haut, les sociétés cotées ne disposent que d'un droit de vote double, contrairement aux sociétés non cotées. Elles n'ont pas le choix quant au multiplicateur. « Il s'agit uniquement d'un double droit de vote par rapport aux autres actions représentant une même part du capital et qui ne satisfont pas aux conditions pour bénéficier du droit de vote double »[170].

(iv) Détention ininterrompue durant deux ans

L'article 7 :53 CSA précise que les actions doivent être inscrites dans le registre des actions nominatives depuis au moins deux années sans interruption, au nom du même actionnaire. Ce délai commence à courir à la date de l'inscription au nominatif et ce, même si elle est antérieure au jour de la décision d'adopter la disposition statutaire instaurant le droit de vote double, de la cotation de la société, voire même de l'adoption du CSA[171].

Le transfert d'une telle action ou la conversion de celle-ci en action dématérialisée entraîne la perte du double droit de vote. Pour que le nouvel actionnaire puisse à son tour bénéficier du droit de vote de loyauté, une nouvelle détention pendant une période ininterrompue de deux ans sous la forme nominative est nécessaire[172].

Plusieurs exceptions ont été prévues en tempérament de cette règle.

Ainsi, le transfert d'actions par suite de succession, de liquidation de régime matrimonial entre époux, de cession à titre onéreux ou à titre gratuit au profit d'un successible, le transfert

---

[167] Projet de loi précité, *Doc. parl*., 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 208.
[168] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit.*, p. 1026.
[169] CSA, art. 7 :53, § 3.
[170] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit,*. p. 1026.
[171] *Ibid.*, p. 1026.
[172] CSA. art. 7 :53, § 2.

d'actions entre sociétés contrôlées par les mêmes actionnaires, ou, en cas de contrôle conjoint, entre l'une de ces sociétés et ses actionnaires de contrôle, la certification des actions, la fusion ou la scission de la société cotée, n'ont pas pour effet d'interrompre le délai de deux ans et n'entrainent, dès lors, pas la perte du droit de vote double[173].

Par contre, les auteurs du CSA ont introduit une disposition anti-abus prévoyant que, lorsque les actions sont détenues par une société, le changement de contrôle[174] de celle-ci a le même effet qu'un transfert de ces actions, à moins que le changement de contrôle ne s'opère au bénéfice de l'époux, du cohabitant légal ou encore d'un successible de l'actionnaire de contrôle[175]. Par-là, ils ont voulu anticiper les possibles manœuvres des sociétés, tentant de mettre en place des structures de contrôle direct ou indirect afin d'éviter la perte le droit de vote double de loyauté[176].

b. Conciliation avec le droit de vote multiple

Le quatrième paragraphe de l'article 7 :53 du CSA concilie le droit de vote multiple reconnu à certaines actions dans une société non cotée avec le droit de vote double dans une société cotée. Il prévoit que si une société non cotée, ayant prévu un droit de vote multiple pour une ou plusieurs classes d'actions, veut entrer en bourse, elle pourrait instaurer un droit de vote double après avoir supprimé le droit de vote multiple, initialement prévu, selon la procédure prévue à l'article 7 :155 CSA relative aux modifications des droits qui sont attachés aux classes d'actions.

Nous pouvons alors comprendre que les actions à droits de vote multiples constituent une classe d'actions car elles sont attachées à des actions, contrairement au droit de vote double dans les sociétés cotées, qui, elles, se rattachent à la personne de l'actionnaire.

c. Tempérament

Bien que ce mécanisme ait des objectifs louables, il faut tout de même nuancer nos propos.

Le droit de vote double est fragile et éphémère puisque chaque actionnaire, en inscrivant ses actions au nominatif et en les détenant pendant deux ans au moins, peut en bénéficier. Dès lors, si tous les actionnaires possèdent ce droit, le droit de vote double ne confère plus aucun avantage[177].

Cette réalité frappe d'autant plus que, sous l'empire du Code des sociétés, les parts sociales d'une SPRL étaient nominatives, alors que, dans les SA, les actions pouvaient être dématérialisées[178]. Dès lors, les actionnaires de la SRL cotée détenant leurs titres de manière ininterrompue depuis au moins deux ans bénéficieront du droit de vote double malgré une détention préalable à la date d'entrée en vigueur de la nouvelle disposition statutaire instaurant le droit de vote double au sein de la société cotée.

Partant, tous les actionnaires historiques détiendront des actions à droit de vote doubles et

---

[173] CSA, art. 7 :53, § 2, al. 2 et 5.
[174] Il faut entendre le terme « contrôle » dans le sens de l'article 1 :14 CSA.
[175] CSA, art. 7 :53, § 2, al. 3.
[176] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 209.
[177] Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, *Doc. parl.*, Chambre, 54, n°3119/013, p. 57.
[178] C. Soc., art. 460.

pourront s'en prévaloir. L'intérêt du droit de vote double au sein des SRL cotées est fortement diminué dans la pratique, à moins que les actionnaires demandent, lors de l'admission des titres de cette société en bourse, la conversion de leurs actions nominatives en titres dématérialisés. Une analyse plus approfondie dans une perspective à long terme s'impose donc pour apercevoir l'opportunité de ce mécanisme au sein des SRL cotées[179] .

b) Signification et impact du droit de vote double sur l'OPA

Il est indéniable que le mécanisme du droit de vote double s'apprête à impacter la législation OPA et ce tant quant à l'OPA volontaire (1.), qu'à l'OPA obligatoire (2.) ou aux mécanismes de défenses anti-OPA (3.).

1. OPA volontaire

Il y a OPA volontaire au sens de l'article 3, 1°, de l'AR OPA lorsque 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 par les personnes liées à l'offrant ».

Or, comme nous l'avons vu, le droit de vote double de loyauté est un droit attaché à l'actionnaire. Le transfert de ces actions entraîne la perte de ce droit, afin qu'on ne puisse le valoriser[180]. Partant, pour que l'offrant qui acquiert ces titres obtienne un double droit de vote, il sera nécessaire qu'il les détienne de manière ininterrompue durant deux ans sous leur forme nominative, le déchargeant ainsi de l'obligation informelle d'offrir un prix supérieur afin d'acquérir les titres de la société cible auxquels sont liés un double de droit de vote[181].

Néanmoins, puisque ce mécanisme permet à un actionnaire de sauvegarder plus aisément une minorité de blocage et nécessitera de l'offrant une attente durant un délai de deux années après l'inscription de ses actions dans le registres des actions nominatives pour obtenir le même double droit de vote à son tour[182], la réussite de l'OPA volontaire pourrait être impactée par ce dispositif dès lors qu'il affecte le nombre de titres nécessaires pour pouvoir détenir la majorité aux futures assemblées générales, tant ordinaires qu'extraordinaires.

Pour se préserver de telles situations, P. Lambrecht propose de formuler dans une condition un pourcentage d'acquisition de titres qui permettrait d'avoir la majorité absolue à l'assemblée ou requise pour la modification des statuts, à condition que la FSMA l'autorise[183].

En conclusion, dès lors que ce droit n'est pas valorisable, l'instauration d'un double droit de vote ne devrait pas poser de problème avec l'OPA volontaire puisque l'offrant n'aura pas à payer de primes aux actionnaires disposant du double droit de vote. Certes, il éprouvera davantage de difficultés à acquérir le contrôle dans l'immédiat mais là est l'objectif de la

---

[179] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 299.
[180] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 209.
[181] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *La revue pratique des sociétés*, 2019, vol. 2, p. 183.
[182] *Ibid.*
[183] *Ibid.*

mesure. Il suffira à l'offrant, s'il a acquis au moins deux tiers des titres, de supprimer le double droit de vote en convoquant une assemblée générale[184].

2. OPA obligatoire

Cette possibilité d'acquérir un droit de vote double de loyauté impose une certaine réflexion quant au calcul du seuil de 30% (voire 50% lorsqu'il s'agit d'une société dont les titres sont admis sur une MTF) en matière d'OPA obligatoire[185].

En effet, la première question qui taraude tous ces actionnaires est de savoir si, suite à l'instauration du droit de vote double au sein de leur société, ils pourraient se retrouver obligés de lancer une offre publique d'acquisition.

L'article 5 de la loi OPA réglant le champ d'application des OPA obligatoires prévoit que ce seuil de 30% (ou de 50%) doit être calculé selon le nombre de titres avec droit de vote et non pas selon le nombre de droits de vote, neutralisant par là même ce nouveau mécanisme.

Effectivement, déjà lors de la transposition de la directive OPA en 2007, le législateur belge a opté pour le critère de la détention d'un certain volume de titres plutôt que celui du pourcentage de droits de vote[186]. Cette précision, qui est passée inaperçue à l'époque, déploie tous ses effets aujourd'hui. Par conséquent, l'instauration du droit de vote double de loyauté ne modifie *a priori* pas le seuil de franchissement entrainant l'obligation de lancer une OPA obligatoire[187].

Le Conseil d'Etat critiquait[188] cette version initiale du projet car il considérait que le choix de ne pas impacter le calcul du seuil de franchissement était contraire à la directive OPA.

L'amendement n° 437 de M. Terwingen et consorts a tenté de répondre aux critiques de Conseil d'Etat. Estimant que celles-ci découlaient d'une mauvaise interprétation de cette directive[189], les auteurs ont suivi le raisonnement de l'amendement et ont apporté quelques modifications aux dispositions initiales[190]. Dans cet amendement, plusieurs arguments sont exposés pour justifier ce non franchissement du seuil dans le cas où les droits de vote seraient doublés.

Premièrement, le droit de vote double a pour objectif de récompenser les actionnaires loyaux et fidèles qui investissent à long terme dans la société. Leur imposer de lancer une OPA par l'obtention du droit de vote double serait vu comme une sanction et serait donc opposé aux intentions des auteurs du CSA[191]. De plus, le pourcentage des droits de vote est incertain par nature puisqu'il varie au gré de l'attitude des autres actionnaires concernant ce droit. En effet,

---

[184] *Ibid.*, p. 187.
[185] P.-A. FORIERS, S. HIRSCH et V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition*, *op. cit.*, p. 9.
[186] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *La revue pratique des sociétés*, 2019, n° 2, p. 210.
[187] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 210.
[188] Avis du Conseil d'Etat n°61.988/2 du 9 octobre 2017, *Doc. parl.*, Chambre, n°54-3119/002, p. 28 ; Avis du Conseil d'Etat n°63.906 du 13 septembre 2018, *Doc. parl.*, Chambre, n°54-3119/007, p. 23.
[189] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit.*, p. 1026.
[190] Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, 54, n°3119/013, *op. cit.*
[191] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », février 2019, p. 185.

ils peuvent choisir d'inscrire leurs titres dans le registre nominatif ou, au contraire, de les céder, pour perdre ce droit[192].

Deuxièmement, le franchissement du seuil de 30% (ou de 50%) n'est pas suffisant pour rendre le lancement d'une offre obligatoire.

En effet, il est nécessaire que ce franchissement soit réalisé la suite d'une acquisition de titres, comme l'exige la directive OPA. L'actionnaire qui viendrait à franchir le seuil uniquement grâce à l'effet du double droit de vote obtenu suite à la détention de ses actions au nominatif durant deux années consécutives n'acquiert pas de titre[193]. Imposer le lancement d'une OPA en raison du simple franchissement du seuil, et non d'un franchissement dû à une acquisition de titres serait contraire à la lecture de l'article 5 de la loi OPA et des conditions qu'elle impose[194]. L'obligation de lancer une OPA ne pèse sur l'actionnaire que par l'effet combiné d'une acquisition de titres et du franchissement du seuil de 30% des titres avec droit de vote et non des droits de vote.

Ensuite, il y a une réelle différence entre le fait de franchir le seuil de 30% suite à une acquisition de titre ou par l'effet du double droit de vote lié à la personne de l'actionnaire.

La première opération est accompagnée de l'acquisition d'un certain pouvoir de contrôle qui est susceptible, à la fois de confronter les autres actionnaires à un changement des orientations stratégiques de la société et à une perte de valeur de leurs actions puisque la société n'est plus, en pratique « opéable »[195].

Dans le second cas, par contre, comme nous l'avons exposé *supra*[196], le franchissement est fragile, instable et essentiellement éphémère. Il ne permet dès lors pas d'exercer un réel contrôle pouvant s'inscrire dans le long terme[197].

L'amendement n° 437 nous propose un exemple de ce qu'il avance. Un actionnaire qui détiendrait 18% des actions et obtiendrait un double droit de vote disposerait de 30,5% des droits de vote, à condition qu'aucun autre actionnaire ne dispose d'un droit de vote double également. Cependant, si des actionnaires représentant 3% des actions seulement disposaient eux-aussi de ce double droit de vote, notre premier actionnaire redescendrait en dessous de la barre des 30%, à 29,75%. Partant, des actionnaires minoritaires, qui ne représenteraient qu'une faible quote-part du capital social pourrait remettre en cause ce pouvoir votal. Un tel actionnaire, détenant 18% des actions, ne disposerait dès lors pas d'une participation suffisante pour acquérir un contrôle s'inscrivant dans la durée. La société pourrait même faire l'objet, dans ce cas, d'une OPA.

Par contre, si un actionnaire dispose de plus de 30% des titres, une OPA hostile devient problématique en pratique puisqu'il dispose d'un poids économique substantiel et d'une minorité de blocage. S'il désire contrer l'offre, il est d'ailleurs peu probable que l'offrant parvienne à acquérir une majorité simple, supérieur à celle de l'actionnaire. A part s'il est

---

[192] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 183.
[193] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *op. cit.*, p. 185.
[194] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 324.
[195] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 59.
[196] *Voy*. II. 4) a) 2. c) Tempérament.
[197] Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, 54, n°3119/013, *op. cit.*, p. 60.

confronté à un actionnaire ou à un groupe d'actionnaires détenant une participation plus importante[198], celui-ci dispose d'un contrôle pouvant s'inscrire dans la durée[199].

Enfin, dans la continuité des développements ci-dessus, il est essentiel de se remémorer le considérant n° 9 de la directive OPA qui précise que l'OPA obligatoire est la conséquence d'une prise de contrôle de la société. Or, le double droit de vote ne permet pas cette prise de contrôle. En effet, « le contrôle réside dans le pouvoir de fait ou de droit d'exercer une influence décisive sur l'orientation de la gestion de la société soit directement, soit par la maitrise de l'organe d'administration »[200]. Il doit disposer d'une participation telle qu'on puisse admettre raisonnablement qu'il conservera, au moins à moyen terme, une majorité au sein de l'assemblée générale et qu'il puisse avoir une influence décisive sur l'orientation de la société, comme le ferait un actionnaire détenant plus de 30% des titres dans notre exemple ci-dessus.

Il est dès lors compréhensible que l'article 5 de la loi OPA ne prennent pas en compte les droits de vote double de loyauté dans le calcul du pourcentage nécessaire pour franchir le seuil de 30% (voire 50%) puisque la position d'un actionnaire ne sera renforcée que si les autres actionnaires décident, eux, de ne pas faire inscrire leurs titres au nominatif.

Cette neutralisation du double droit de vote en matière d'OPA obligatoire respecte l'égalité de traitement entre les actionnaires puisque le droit de vote de loyauté est lié à la personne de l'actionnaire et à son comportement et non pas à l'action en elle-même[201].

Cependant, on peut apercevoir les esquisses d'une discrimination dans cet article 5. En effet, il introduit une différence de traitement entre, d'une part, l'actionnaire détenant, à la suite d'une acquisition, plus de 30% des droits de vote d'une société régie par le principe « une action une voix » et, d'autre part, l'actionnaire détenant, à la suite d'une acquisition, plus de 30% des droits de vote mais moins de 30% des titres avec droit de vote d'une société ayant instauré le double droit de vote. Seul l'actionnaire de la première société se voit obligé de lancer une OPA, à l'inverse du second. Bien que les auteurs du CSA aient argumenté que le franchissement du seuil de 30% ne résultant que de l'effet des droits de vote double est un franchissement fragile, instable et essentiellement éphémère qui ne permet pas d'exercer un réel contrôle s'inscrivant dans la durée, nous pouvons nous interroger sur la pertinence de cette justification[202].

3. Mesures anti-OPA

a. Augmentation du capital social par le mécanisme de capital autorisé

L'article 7 :200 interdit, notamment, à l'organe d'administration d'utiliser le mécanisme du capital autorisé pour les augmentations de capital ou les émissions d'obligations convertibles

---

[198] Dans ce cas, l'article 52, § 1er, 3°, de l'arrêté royal OPA exonère l'actionnaire qui franchirait le seuil de 30% dans ce cadre de l'obligation de lancer une OPA.
[199] Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, 54, n°3119/013, *op. cit.*, pp. 59-61.
[200] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *op. cit.*, p. 185.
[201] Projet de loi précité, *Doc. parl.*, 54, n°3119/001, *op. cit.*, p. 338.
[202] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 212.

par lesquelles le droit de préférence des actionnaires est limité ou supprimé en faveur d'une ou plusieurs personnes déterminées, l'empêchant donc de participer aux votes qui y sont relatifs.

Cependant, l'article 7 :202 prévoit que la disposition précitée n'est pas applicable en matière d'OPA ; il lève l'interdiction. En effet, pendant la période d'OPA, l'utilisation du capital autorisé et de la limitation ou de la suppression du droit de préférence en faveur d'une ou plusieurs autres personnes, notamment au profit d'un actionnaire majoritaire, pourrait mener à l'échec de l'offre. Or, la mesure de défense ne pourrait atteindre son objectif de contrer l'OPA si l'actionnaire majoritaire, ou les personnes qui le représentent, n'avaient pas le droit de participer au vote[203].

b. Le droit de vote double en tant que mesure anti-OPA

(i) Suppression de la disposition statutaire introduisant le double droit de vote

L'instauration d'un droit de vote double dans une société cotée pourrait parfois, comme nous l'avons vu, mener à décourager un offrant de lancer une OPA hostile lorsqu'un actionnaire disposerait, en raison du double droit de vote, de plus de 30% des droits de vote[204]. Il ne serait pas certain d'obtenir suffisamment de titres pour pouvoir disposer de la majorité simple nécessaire au changement de l'organe d'administration. Par conséquent, la valeur boursière des actions minoritaires diminuerait puisqu'ils perdraient la possibilité, suite à une OPA hostile, de voir leurs titres s'apprécier[205].

Le droit de vote double peut donc constituer, dans certaines circonstances, une mesure anti-OPA.

Cependant, les auteurs du CSA, s'inspirant de l'article 11, 4 de la Directive OPA[206], et suite à l'amendement n°437[207], ont introduit un 7ème alinéa à l'article 5 de la loi OPA afin d'éviter toute situation de blocage[208].

Dans cet alinéa, ils précisent que l'offrant détenant deux tiers des titres avec droit de vote[209] peut convoquer une assemblée générale appliquant le principe « one share one vote », dans le

---

[203] Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des disposition diverse, *Doc. parl.*, Chambre, 4 juin 2018, 3119/001, p. 264. ; M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 331.

[204] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *op. cit.*, p. 186.

[205] *Ibid.*

[206] Prévoyant que lorsque l'offrant acquiert, au terme de l'offre, 75% des droits de vote, il peut convoquer une assemblée générale extraordinaire, appliquant le principe « one share one vote » pour décider de la suppression de la disposition statutaire introduisant un droit de vote multiple.

[207] Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, 54, n°3119/013, *op. cit.*

[208] J. WINTER, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 janvier 2002, p. 29.

[209] Ce choix du seuil de deux tiers est cohérent vu que pour instaurer le droit de vote double, seule la majorité de deux tiers des titres avec droits de vote est demandée par l'article 7 :53 CSA.

mois de la publication des résultats de l'offre, afin de supprimer la disposition statutaire introduisant le double droit de vote et, partant, prendre effectivement le contrôle de la société.

De par l'adoption de cet alinéa, le droit de vote double est rendu moins attractif comme instrument anti-OPA sans pour autant porter atteinte à son objectif premier : fidéliser les actionnaires[210].

Sur ce point, deux observations sont nécessaires.

En premier lieu, certains pensent que l'intérêt de cette disposition est limité, dès lors que, l'offrant qui a acquis au moins deux tiers des titres avec droit de vote acquiert, par la même, au moins la moitié des droits de vote. Ils considèrent qu'il n'est mathématiquement pas possible que les actionnaires détenant l'autre tiers des titres avec droits de vote double possèdent plus de deux tiers des voix à l'assemblée générale et possède ainsi le contrôle [211].

En second lieu, d'une manière assez absurde, l'offrant qui a acquis moins de trois quarts des titres avec droits de vote ne sera notamment pas en mesure de procéder à une augmentation de capital ou de quelque autre modification des statuts que ce soit, puisqu'il ne remplirait pas les conditions de l'article 7 :153 CSA, alors même qu'il serait en mesure de supprimer le droit de vote double dont bénéficient d'autres actionnaires [212].

Par conséquent, ce nouvel alinéa ne protège pas la société d'une OPA puisque ce n'est que dans le cas où l'offrant aurait acquis moins de deux tiers des titres que le double droit de vote l'aurait empêcher d'acquérir le contrôle.[213].

Pour A. Coibion et J. Filbiche, obtenir une majorité de deux tiers n'est que peu intéressant en pratique. Ils conseillent donc aux offrants d'adjoindre à leur offre une condition qui consiste en l'obtention d'un pourcentage minimum de réussite de trois quarts des titres de la société, comme le préconisait P. Lambrecht[214].

(ii) L'octroi d'un droit de vote double afin de faciliter l'adoption de mesures de défense

Le droit de vote double pourrait néanmoins servir à s'assurer le contrôle de l'assemblée générale le jour où cette dernière devra se prononcer sur la mise en œuvre de mesures de défense anti-OPA[215].

Afin d'ébranler le bon déroulement de l'offre, la société visée pourrait essayer de la rendre moins attractive, notamment en vendant ses actifs indispensables à des tiers, en insérant des clauses de changement de contrôle dans différents types de contrat de fourniture de biens et de

---

[210] E. POTTIER *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *op. cit.*, p. 1027.
[211] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 215.
[212] *Ibid.*
[213] *Ibid.*
[214] M. FYON, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *op. cit.*, p. 258. ; A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 215.
[215] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 216.

services, en réduisant sa trésorerie par la renégociation des modalités de remboursement de ses crédits en cas de réussite de l'offre.

A la suite de nombreuses discussions au niveau européen[216], il a été décidé[217] que lorsqu'une société faisait l'objet d'une OPA, le pouvoir de décision appartenait aux actionnaires. Le conseil d'administration est donc privé du droit de vendre les actifs clés de la société sans avoir obtenu l'approbation de l'assemblée générale.

Dans une société appliquant le principe « une action une voix » et étant dotée d'un actionnaire de contrôle, cette approbation ne s'avère être qu'une simple formalité et il est peu probable qu'elle fasse un jour l'objet d'une OPA.

Par contre, dans le cas d'une société contrôlée par des actionnaires minoritaires en capital mais détenant la majorité des droits de vote, ceux-ci peuvent convoquer une assemblée générale et donner approbation au transfert de certains des actifs essentiels de la société et ce, au détriment des autres actionnaires, alors que ce sont ces derniers qui supportent la grande partie des risques économiques[218].

Afin d'éviter les abus liés au droit de vote double, le législateur européen a consacré la règle de la passivité[219] du conseil d'administration ainsi que du principe « une action une voix » lors des assemblées générales devant se prononcer sur les mesures de défense anti-OPA[220]. Le législateur belge l'a, ensuite, confirmé à l'article 7 :152 CSA prévoyant que, dès la réception de la communication par la FSMA de l'avis d'OPA, l'assemblée générale est seule compétente à prendre des décisions ou procéder à des opérations ayant pour effet de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la société[221].

Cependant, l'instauration d'un droit de vote double pourrait avoir pour effet de réduire l'efficacité de cette disposition consacrant la passivité du conseil d'administration. Dans une société où un actionnaire serait capable de prendre le contrôle de la société grâce au double droit de vote, il suffirait d'insérer une clause statutaire prévoyant que ce droit est maintenu dès la communication de l'avis de la FSMA et durant toute la durée de l'offre afin de permettre à celui-ci de convoquer l'assemblée générale et de vendre des actifs capitaux aux yeux de l'offrant.

Par-là, la mise en œuvre de mécanismes de défense anti-OPA est facilité, parfois même au point de décourager le lancement d'OPA hostiles à l'encontre de telles sociétés[222].

---

[216] J. WINTER, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, *op. cit.*, p. 27.

[217] Directive OPA, art. 9.

[218] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 216.

[219] P.-A. FORIERS, S. HIRSCH et V. MARQUETTE, *Les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 2018, p. 82-102. ;X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *Offres publiques*, *op. cit.*, pp. 256-269.

[220] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 216.

[221] CSA, art. 7 :152.

[222] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 217. ; En outre, l'actionnaire n'aura même pas l'obligation de lancer une contre-offre dès qu'il n'aura pas dépassé le seuil des 30% des titres avec droit de vote à la suite d'une acquisition.

III.- ANALYSE DE CERTAINES LÉGISLATIONS ÉTRANGÈRES

Maintenant que nous avons exposé les diverses innovations apportées par le CSA et leur incidence sur la législation OPA, une étude des différentes législations étrangères nous semble importante afin de bien appréhender toute l'importance de ces modifications.

Suite à notre étude des mécanismes nouveaux introduits par le CSA, nous pouvons constater que seul le droit de vote double aura une incidence significative sur le marché des OPA en Belgique, au contraire, d'une part, de la suppression de la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne ainsi que de la société en commandite par actions et, d'autre part, de l'avènement de la SRL. Nous étudierons donc celui-ci à l'exclusion des autres.

Nous souhaitons donc réaliser une analyse de quelques législations étrangères au sein de l'Union européenne, ayant elles aussi décidé d'instaurer ce mécanisme, afin de prédire les différents changements qu'une telle innovation pourrait avoir sur le marché belge des OPA.

A.- LE DROIT DE VOTE DOUBLE

Le droit de vote multiple est un mécanisme de contrôle fort apprécié en Europe, considéré comme l'un des plus importants connus. Bien que certains pays, tels que l'Allemagne ou l'Autriche, interdisent formellement son application, le droit de vote multiple est présent dans de nombreux pays tels que la France, la Suède, le Danemark, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et, désormais, comme nous l'avons vu, la Belgique. Parmi tous ces Etats, trois ont particulièrement retenu notre attention.

En premier lieu, le droit de vote double à la française est une de ces applications les plus incontournables (1)). Permettant l'instauration de cet outil depuis les années 1930, les récentes modifications qui ont eu lieu en la matière ont fait énormément de bruit. Comme le législateur belge s'en est grandement inspiré pour construire le cadre réglementaire du mécanisme sur le territoire du Royaume, nous ne pouvions faire l'impasse sur la France.

En second lieu, nous avons choisi d'étudier l'Italie (2)) car sa règlementation du mécanisme se rapproche très fortement de la nôtre, mais avec quelques distinctions qui lui ont valu plusieurs oppositions.

Enfin, les Pays-Bas (3)) sont un exemple de flexibilité et de souplesse quant à leur législation sur le droit des sociétés. Le législateur y a décidé de laisser carte-blanche aux sociétés, leur permettant ainsi d'instaurer ce mécanisme sans contrainte. Une analyse du système néerlandais s'avérait donc opportune.

1) La France

a) Le droit français

Afin de réaliser une analyse détaillée du mécanisme de droit de vote double de loyauté en France et d'ainsi pouvoir en mesurer les effets sur les OPA, il nous semble important d'exposer, au préalable, l'évolution du régime français, du système antérieur (1.) aux modifications apportées par la Loi Florange (2.), pour ensuite en considérer les répercussions sur les OPA (3.).

1. Le mécanisme de droit de vote double avant 2014

La France consacre le principe « une action une voix »[223], en laissant néanmoins la possibilité d'y déroger dans l'article L225-123 du Code de commerce Français. Cette disposition prévoit la possibilité, pour les sociétés cotées, d'instaurer statutairement un double droit de vote à destination des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une inscription nominative au nom d'un même actionnaire, pendant une période de deux ans au moins.

Le but est de récompenser l'actionnaire de sa fidélité envers la société et, par conséquent, ce droit est attaché à la personne de l'actionnaire. En vertu du principe universel d'égalité entre titulaires de titres, tous les actionnaires qui respectent ces conditions se voient attribuer ce droit de vote double.

Bien que le système ne soit que supplétif et soit dès lors considéré comme une exception au principe « one share one vote », en 2014, 57% des vingt plus grandes sociétés françaises avaient décidé de l'introduire dans leurs statuts, 52,2% des sociétés du CAC 40[224] l'utilisaient déjà et 68% des sociétés du SBF 250 également[225].

Le système français connait également les actions de préférence qui sont des actions sans droit de vote. Cependant, depuis 2004, elles ne sont que rarement utilisées[226].

Comme nous pouvons le voir, le mécanisme du droit de vote double et les conditions y afférentes sont fort similaires à celles établies dans le nouveau CSA.

---

[223] Loi française n°66-537 du 24 juillet 1996 sur les sociétés commerciales, art. 174.

[224] Le CAC40 est « le principal indice boursier de la place de Paris. Il est déterminé à partir des 40 plus importantes capitalisations boursières françaises, correspondant aux 40 multinationales françaises les plus importantes cotées en continu et en temps réel à la bourse de Paris. Le CAC 40 fait partie du groupe de cotation Euronext ». Définition disponible sur https://www.boursorama.com/bourse/indices/cours/1rPPX4/

[225] Le SBF120 est « un indice boursier de référence de la place parisienne qui regroupe 120 actions de sociétés cotées françaises. Il est calculé à partir des cours de 40 actions qui composent le CAC40 auxquels s'ajoutent les 80 valeurs les plus liquides cotées à Paris parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises. Définition disponible sur https://www.boursorama.com/bourse/indices/cours/1rPPX4/

[226] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*

a. Critiques du système français avant 2014

Tout d'abord, ce système a l'avantage d'être simple. Il distingue les actionnaires de long terme des simples spéculateurs puisqu'il récompense la loyauté de ceux qui s'engagent durablement auprès de la société. Ces derniers facilitent la création de valeurs par l'entreprise et lui permettent d'améliorer ses performances futures[227].

En outre, il est un outil particulièrement adéquat dès lors que, tout en permettant aux actionnaires de conserver leur contrôle et d'obtenir des investissements en faisant appel à l'épargne publique, il n'introduit pas de discrimination entre les actionnaires, qui bénéficient chacun de ce mécanisme, une fois les conditions réunies.

A contrario, comme cet outil est offert automatiquement à chaque actionnaire, l'adoption du droit de vote double pourrait bousculer la stabilité du pouvoir au sein de la société. Cette contrariété pourrait donc amener les actionnaires de contrôle à s'opposer à son application afin d'éviter de perdre leur pouvoir[228].

Selon une étude, les sociétés familiales apprécient particulièrement le double droit de vote[229]. Il leur offre la possibilité, soit de renforcer leur contrôle de façon peu couteuse, soit de conserver leur pouvoir tout en leur permettant de lever les fonds propres nécessaires à leur croissance[230]. En réalité, dans ces sociétés, le droit de vote double n'est pas motivé en premier lieu par l'envie de fidéliser les actionnaires minoritaires, comme c'est pourtant le cas dans les grands groupes ayant un actionnariat dispersé[231].

Une analyse du système français démontre que la durée nécessaire à l'obtention du double droit de vote est fonction du type d'actionnariat. Les sociétés familiales exigeront une détention plus longue de trois ou quatre ans alors que, à l'inverse, les sociétés sans actionnariat de contrôle se limiteront à une période de deux années[232].

Certains fervents défenseurs du double droit de vote avancent qu'aucune étude n'a réussi à démontrer que le principe « one share one vote » permettait de valoriser la société[233].

En revanche, il pourrait jouer en la défaveur des sociétés cherchant à appâter les investisseurs institutionnels étrangers ou les fonds communs de placement. En effet, ce type d'actionnaires ne souhaite pas inscrire ses actions au registre des actions nominatives puisque cela se couple avec une charge administrative et/ou financière alourdie, d'une part, et des délais allongés pour céder l'action, d'autre part. Partant, ils auraient tendance à vouloir investir ailleurs et les fonds de la société s'en verraient affectés.

Dans le sens inverse, les actionnaires qui conservent leurs actions pendant une durée de deux ans n'ont pas nécessairement une stratégie de long terme, d'autant plus que le nombre

---

[227] *Ibid.*, p. 1003.
[228] *Ibid.*
[229] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en france*, Paris, HEC, 2008, pp. 29-34.
[230] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1003.
[231] D. VIDAL, *Droit des sociétés*, Paris, L.G.D.J., 2010, p. 295.
[232] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, *op. cit.*
[233] *Ibid.*

d'investisseurs poursuivant des stratégies passives de gestion de portefeuilles ne cesse d'augmenter[234].

Enfin, certains opposants au droit de vote double ont peur que, par l'instauration de ce mécanisme, l'actionnaire majoritaire soit conforté dans sa position de contrôle, au point que plus personne ne puisse s'opposer aux décisions prises par cet actionnariat de contrôle[235].

2. Les nouveautés apportées par la loi Florange

Suite à de multiples initiatives du monde politique et de *think tanks* économiques, le législateur français a adopté la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014[236]. Cette loi, aussi connue sous le nom de « loi Florange »[237] ou de « loi anti-OPA », a grandement modifié l'application de ce double droit de vote en France. Cette législation a pour objectif de relancer l'économie réelle en augmentant la loyauté des actionnaires de long terme au sein des sociétés cotées et, ainsi, promouvoir, au sein des entreprises, l'émergence d'un bloc stable d'actionnaires de référence, dont il accompagnera le développement[238].

A ce sujet, L. Gallois, grand homme d'affaire et haut fonctionnaire français, formulait des recommandations en vue d'améliorer la compétitivité de l'industrie française. Dans son rapport au Premier ministre de l'époque, il expose que « pour investir, les entreprises ont également besoin de visibilité sur l'avenir ; elles ne peuvent être exclusivement soumises aux impératifs – souvent de court terme – des marchés financiers ; en premier lieu, le poids des actionnaires dans les entreprises doit être équilibré, en privilégiant ceux qui jouent le long terme et en donnant la parole aux autres parties prenantes de l'entreprise »[239].

La loi Florange constitue un tournant dans l'application du double droit vote car elle en fait la règle de principe. L. Schweitzer et O. Ferrand[240] recommandaient cette méthode dans le but de « déconnecter la stratégie des entreprises d'une vue excessivement court-termiste de l'intérêt de l'actionnaire, qui décourage les investissements et la R&D fondés sur le long terme »[241].

Elle généralise le droit de vote double par l'ajout d'un deuxième alinéa à l'article L.225-123 disposant que « dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché

---

[234] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1004.

[235] *Ibid.*

[236] A. COIBION et J. FILBICHE, « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *op. cit.*, p. 209.

[237] En référence aux tensions qui sont apparues suite à la fermeture d'un ensemble de hauts-fourneaux par le groupe Arcelor Mittal dans la ville du nord-est de la France, Florange, non pas à cause de la non-rentabilité de ceux-ci mais suite à des pertes réalisés en raison d'acquisitions peu performantes ; T. BOURVEAU, F. BROCHET et A. GAREL, « The Effect of Tenure-Based Voting rights on Stock Market Attractiveness : Evidence from the Florange Act », *SSRN Electronic Journal*, 2019, p. 2.

[238] M. VINCENT, *Participation financière de l'Etat*, Paris, Sénat, 2016, disponible sur http://www.senat.fr/commission/fin/pjlf2016/np/np12/np122.html.

[239] L. GALLOIS, *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 2012, p. 21.

[240] Louis Schweitzer et Olivier Ferrand sont tous deux des hauts fonctionnaires français, le premier étant un homme d'affaires et le second un homme politique.

[241] L. SCHWEITZER et O. FERRAND, *Investir dans l'avenir une politique globale de la compétitivité pour la France*, Fondation Terra Nova, juillet 2012, p. 209.

réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa »[242]. En d'autres termes, à défaut d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire à la majorité des deux tiers excluant l'application du droit de vote double en son sein, celui-ci sera attribué à tout actionnaire répondant aux conditions.

Dès le 1er avril 2016, les sociétés ne s'étant pas opposées statutairement au droit de vote double ont vu leurs actionnaires détenant des actions nominatives depuis deux ans au moins acquérir cette « prime de fidélité »[243].

a. Critiques de la loi Florange

Les partisans du droit de vote double estiment que cette mesure se justifie car elle permet une meilleure gouvernance basée sur un actionnariat stable et fiable. Il faut pouvoir récompenser les actionnaires à long terme offrant à la société l'occasion d'user de stratégie durable au contraire des spéculateurs[244].

Comme auparavant, les uns sont partisans du droit de vote double car ils défendent la nécessité d'un capital stable pour permettre aux entreprises de croître et se développer dans la durée et les autres, partisans d'un marché ouvert, rejettent cette mesure anti-OPA qui entraverait le marché.

Cependant, la loi Florange a fait l'objet de critiques spécifiques, particulièrement quant à la généralisation automatique du droit de vote double. Bien que nombre de sociétés l'aient déjà intégré à leurs statuts avant 2014, les questions ne cessaient de se poser au sujet de cette nouvelle législation, tant la fenêtre de sortie est petite[245]. En effet, pour pouvoir s'y opposer, une majorité de deux tiers des voix était nécessaire au sein de l'assemblée générale extraordinaire, afin de faire inscrire le principe « une action une voix » dans les statuts, et ce entre le 1er avril 2014 et le 1er avril 2016[246].

En outre, les investisseurs institutionnels étrangers qui, comme nous l'avons vu, ne désirent pas faire inscrire leurs titres au nominatif, considérant que c'est une perte de temps et d'argent, ont peur que leur participation soit d'autant plus diluée avec l'introduction de cette législation[247]. Une étude a en effet démontré que les entreprises qui ont adopté le double droit de vote par défaut ont perdu beaucoup de ces investisseurs par rapport à celles qui ont refusé ce

---

[242] Art. L225-123, modifié par l'article 7 de la loi n°2014-384 du 29 mars 2014, du Code de commerce français.
[243] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1003.
[244] N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises », 2014, p. 363 et s.
[245] L. BOISSEAU, « Bourse : les futurs gagnants et perdants du droit de vote double », 19 novembre 2014, disponible sur https://www.lesechos.fr/2014/11/bourse-les-futurs-gagnants-et-perdants-des-droits-de-vote-double-297486.
[246] M. VINCENT, *Participation financière de l'Etat*, *op. cit.*
[247] L. BOISSEAU, « Bourse : les futurs gagnants et perdants du droit de vote double », *op. cit.*

mécanisme[248]. Les investisseurs anglo-américains, attachés à œuvrer sur un marché ouvert et non entravé, se désintéressent donc du marché français, alors pourtant qu'il a besoin d'eux pour alimenter ses grandes multinationales[249].

Nombreux sont ceux qui, bien que défenseurs du droit de vote double, s'opposent à cette généralisation. D'après eux, l'Etat est le principal intéressé par cette modification du régime supplétif en un régime par défaut. Il désire ainsi s'assurer une mainmise sur les grandes multinationales dans lesquelles il a investi.

Cette législation lui permet d'acquérir davantage de contrôle dans les sociétés au sein desquelles il détient des participations, notamment dans Orange et Renault, mais lui offre également la possibilité de revendre certains de ses titres sans risquer de perdre son pouvoir. Dans la première, le droit de vote double a été directement accepté, mais sans faire intervenir l'actionnariat dans le vote et, dans la seconde, 60% des actionnaires ont fait opposition à cette nouvelle législation mais, n'atteignant pas les deux tiers des voix, elle s'est appliquée par défaut[250]. Grâce à cette législation, l'Etat français a pu obtenir la coquette somme de 16 milliards d'euros, sans trop d'efforts[251].

Les seconds grands gagnants sont les gros actionnaires, se garantissant également un contrôle plus fort sur leurs sociétés, comme le Groupe Bolloré au sein de Vivendi[252]. En effet, selon une étude de C. Van der Elst, dans les sociétés à actionnariat dispersé, les actions à droits de vote double accordent aux actionnaires majoritaires un instrument puissant leur conférant encore plus de pouvoir, alors qu'elles devraient inciter les petits actionnaires à devenir fidèles en tendant vers un équilibre de contrôle. Ces actions, d'après lui, aggravent le conflit entre les petits et les grands actionnaires. Malgré tout, il pense que ces actions sont utiles pour les sociétés dont les actionnaires refusent de céder le contrôle au marché des capitaux. De cette manière, elles peuvent exploiter ce marché tout en conservant le contrôle entre leurs mains. Si le mécanisme mène à des dérives, il faut simplement prévoir d'autres instruments de protection des actionnaires minoritaires[253].

Les opposants de la loi pensent que si le législateur avait réellement voulu protéger les sociétés, d'autres solutions, aux effets moins pervers, auraient pu amener à fidéliser l'actionnariat, notamment celle d'instaurer des dividendes majorés au-delà de deux ans ou celle prévoir des incitants fiscaux[254].

---

[248] T. BOURVEAU, F. BROCHET et A. GAREL, « The Effect of Tenure-Based Voting rights on Stock Market Attractiveness : Evidence from the Florange Act », *op. cit.*, p. 17.

[249] M. VIGNAUD, « La loi "Florange" veut favoriser les actionnaires de long terme dans les entreprises françaises, une entorse au principe "une action une voix" », 17 avril 2015, disponible sur https://www.lepoint.fr/economie/l-etat-contre-les-actionnaires-la-bataille-des-droits-de-vote-double-17-04-2015-1922412_28.php.

[250] *Ibid.*

[251] L. BOISSEAU, « Bourse : les futurs gagnants et perdants du droit de vote double », *op. cit.*

[252] *Ibid.*

[253] C. VAN DER ELST, « Do Loyalty Shares Affect the Engagement of Shareholders? A Study of the French CAC-40 Companies », in, 2, 2017, p. 37.

[254] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », août 2017, pp. 1004.

Dès lors, il est aisé de comprendre que l'équilibre qui avait été atteint par le premier alinéa de l'article L.225-123 du Code de commerce français, constituant l'exception[255], satisfaisait pleinement les acteurs économiques français. Cette nouvelle solution, à l'inverse, rompt cet équilibre, au point même de réveiller les défenseurs en faveur du strict principe « one share one vote » [256], quand bien même celui-ci exacerberait les pressions à court terme sur les marchés financiers, conduisant à des décisions sous-optimales[257].

3. Impact sur les OPA

L'objectif premier de la loi Florange était de dissuader les offres publiques d'acquisition[258]. Selon la doctrine, le droit de vote double a tendance à diminuer la probabilité de réussite voire même de tentatives d'OPA. Il permet d'assurer à un actionnaire le contrôle de la société et ce, même avec un nombre réduit d'actions[259], tout en défavorisant l'offrant qui ne disposera que de titres acquis et qui ont donc perdu la qualité de double droit de vote par leur transfert[260].

L'offrant a, ainsi, peu de chances de réussir à acquérir la majorité nécessaire pour prendre le contrôle de la société, quand bien même il serait l'actionnaire majoritaire en ce qui concerne les titres. Selon une étude, dès lors que le plus grand investisseur au sein d'une société détient plus de 20% des titres, par l'acquisition du droit de vote double, il détient *de facto* la majorité des droits de vote et le contrôle de la société est verrouillé[261]. Ce mécanisme est d'autant plus renforcé depuis que la loi Florange l'a rendu obligatoire à toutes les sociétés, à moins que deux tiers de l'actionnariat s'y soient opposés.

En restreignant la possibilité de lancer une OPA, cet outil offre aux sociétés un véritable atout contre les offres hostiles mais il entrave le libre marché du contrôle des entreprises si chère aux investisseurs anglo-américains[262].

En outre, l'article 234-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers[263] prévoit que tout franchissement du seuil de 30% des droits de vote déclenche l'obligation de lancer une OPA. Peu importe donc que le franchissement ait eu lieu en raison de l'obtention, d'une acquisition de titres, d'un double droit de vote ou du fait que d'autres actionnaires aient perdu ce droit. Ce mécanisme devient, dès lors, très préoccupant pour les actionnaires détenant une

---

[255] Bien qu'il fut largement et volontairement appliqué, comme nous l'avons vu.
[256] V. DE BEAUFORT, « Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA », 2015, p. 7.
[257] T. BOURVEAU, F. BROCHET et A. GAREL, « The Effect of Tenure-Based Voting rights on Stock Market Attractiveness : Evidence from the Florange Act », *op. cit.*, p. 1.
[258] N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises », *op. cit.*, p. 38.
[259] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1004.
[260] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, *op. cit.*
[261] N. RONTCHEVSKY et M. STORCK, « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises », *op. cit.*, p. 38.
[262] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1004.
[263] Règlement Général de l'Autorité des Marchés financiers, art. 234-1.

participation proche de ce seuil puisqu'il suffit d'en être proche pour avoir, suite à l'obtention de doubles droits de vote, l'obligation de lancer une OPA[264].

Pour éviter de se retrouver dans une telle situation, il suffit aux actionnaires de renoncer à leur droit de vote double en cédant leurs titres ou en les transformant en actions dématérialisées. Par contre, si le seuil est franchi, les actionnaires peuvent demander une dérogation à l'Autorité des Marchés Financiers, soit pour franchissement temporaire du seuil, lorsque le dépassement porte sur moins de 3% du capital et des droits de vote et s'il ne dure pas plus de 6 mois[265], soit pour réduction du nombre total des titres de capital ou du nombre total de droits de vote qui existent au sein de la société[266].

N. Chêne n'est pas du même avis que la majorité de la doctrine. Pour lui, le mécanisme du droit de vote double renforce la place du manager puisqu'il favorise des actionnaires à long terme, plus attachés au groupe, et limite le risque d'OPA mais il ne pense pas que cet outil change réellement la donne au niveau du pouvoir. Il affirme qu'il n'existe pas d'étude prouvant que « la présence de clause de droit de vote double pour les sociétés au capital dispersé ait empêché la réalisation d'une offre hostile ». Il ajoute qu'« il reste également à démontrer que le droit de vote double à la française soit source de moindre activité sur le marché des OPA. Le fait même que le droit de vote double soit aussi répandu n'a pas, semble-t-il, empêché plusieurs vagues de concentration de se dérouler en France »[267].

Dans ce même sens, il est ressorti du débat « one share one vote » avec la Commission européenne que les OPA ne sont pas moins fréquentes en France, malgré ce principe de droit de vote double[268]. D'après V. de Beaufort, cette loi avait, certes, l'ambition de protéger les entreprises cotées françaises mais ne confère pas réellement la capacité de bloquer une telle OPA hostile, à tel point que beaucoup, sur la place française, qualifient cette législation de « non-évènement » sur la place française[269].

Même si les avis divergent énormément sur l'opportunité ou non du mécanisme du droit de vote double, la doctrine à l'air plutôt unanime sur les effets qu'elle pourrait répercuter sur les OPA. Cependant, aucune étude ne venant étayer ces propos, la question semble rester ouverte. Nous pensons néanmoins que cette innovation offre aux sociétés une mesure de défense préventive redoutable contre les OPA hostiles dès lors qu'elle dissuade les offrants mais rien n'est moins sûr en ce qui concerne les OPA effectivement lancées.

---

[264] Règlement Général de l'Autorité des Marchés financiers, art. 234-9, 5°.
[265] Règlement Général de l'Autorité des Marchés financiers, art. 234-4.
[266] Règlement Général de l'Autorité des Marchés financiers, art. 234-9, 5°.
[267] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, *op. cit.*, p. 40.
[268] V. DE BEAUFORT, « Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA », *op. cit.*, pp. 7-8.
[269] Sauf en ce qui concerne les faits relatifs à l'Etat français ; *Ibid.*, p. 9.

2) L'Italie

Le mécanisme du double droit de vote est également présent en Italie depuis quelques années. Après avoir exposé le régime applicable (a.) et ses critiques (b.), nous nous pencherons sur ses incidences quant aux offres publiques (c.).

a) Le droit italien

En réaction à la délocalisation aux Pays-Bas d'une des plus importantes multinationales italienne, le groupe Chrysler-Fiat[270], le Parlement italien s'est rendu compte de la flexibilité du droit néerlandais des sociétés et de la compétition législative qui régnait entre les différents Etats européens. Ces évènements l'ont donc poussé à introduire, en 2014, le décret italien « *Crescita* » sur le droit de vote double ou « *voto maggiorato* », suivant l'exemple français[271].

Ce décret permet l'introduction, par l'article 127*quinquies*, § 3 du *Testo unico delle disposizioni in materia di initermediazione finanziaria* (ci-après, « TUF »)[272] d'un droit de vote double aux actions qui, dans les sociétés cotées italiennes, ont été détenues au nominatif pendant une période ininterrompue de deux années[273].

La particularité du système italien est qu'il permet aux sociétés cotées, pendant une période provisoire[274], d'instaurer cet outil par une modification des statuts à la majorité simple des actionnaires, et non à la majorité qualifiée qui est pourtant la majorité de principe lors des assemblées générales. Le législateur italien voulait d'ailleurs prolonger ce délai jusqu'à la fin de l'année 2015 mais il a dû abandonner l'idée sous la pression des opposants[275].

En outre, l'article 2437 du code civil italien permet l'utilisation de « *diritto di recesso* », en vertu desquels un actionnaire minoritaire peut quitter l'entreprise en l'obligeant à racheter ses actions lorsqu'il n'a pas participé aux résolutions concernant des changement fondamentaux dans la société. Cependant, ce droit lui est retiré quant au droit de vote double : tout droit de rétractation des actionnaires dissidents ou absents lors de l'assemblée générale votant cette résolution sont exclus[276]. C'est assez malheureux car si des actionnaires minoritaires détiennent une participation dans cette entreprise désormais contrôlée par un puissant actionnaire de contrôle, ils auront davantage de difficultés à revendre leurs titres et seront donc contraints de rester[277].

---

[270] Composé de CNH Industrial, FCA Automobiles et Ferrari.
[271] Legge, 11 augustus 2014, n°116, *OJ,* N.192. 20 augustus 2014.
[272] Decreto Legislativo n°58 del 24 febbraio 1998, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ia sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio, 1996, n. 52.
[273] TUF, art. 127*quinquies*, § 3.
[274] Pour les assemblées générales convoquées avant le 31 janvier 2015.
[275] B. DE ROULHAC, « Les investisseurs contestent le régime des droits de vote double en Italie », *L'Agefi*, 5 février 2015, disponible sur http://www.agefi.fr/corporate/actualites/quotidien/20150205/investisseurs-contestent-regime-droits-vote-double-136119.
[276] M. VENTORUZZO, « The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat », *SSRN Electronic Journal*, 2015, p. 15.
[277] *Ibid.*

D'autres mécanismes semblables sont présents en Italie.

Tout d'abord, les sociétés cotées peuvent introduire des dividendes de loyauté appelés « *maggiorarione del dividendo* ». Les actionnaires peuvent recevoir 10% de dividendes en plus du dividende initial à condition de détenir leurs titres depuis au moins une année. Si leur participation dans la compagnie est supérieure à 0,5%, l'augmentation de dividendes ne sera accordée que pour les actions représentant cette participation maximale[278].

En outre, comme c'est le cas en Belgique, le législateur italien a introduit la possibilité, pour les sociétés non cotées, d'adopter un droit de vote multiple, le « *voto plurimo* », avec une limitation du multiplicateur à trois votes par actions[279]. Cependant, le système diffère de la méthode belge à deux niveaux. D'une part, le multiplicateur est limité au nombre de trois et, d'autre part, si une société non-cotée italienne ayant introduit un droit de vote multiple décide d'être cotée en bourse, elle aura le droit de conserver ce « *voto plurimo* »[280].

Enfin, afin d'empêcher les actionnaires dotés d'une participation très limitée au sein de la société d'acquérir le contrôle, la législation italienne prévoit que le « *voto plurimo* » ne peut être cumulé avec le « *voto maggiorato* »[281].

Le marché boursier italien étant sous-développé en comparaison à son économie nationale, le législateur souhaitait ainsi inciter les entreprises italiennes à se faire coter en bourse[282].

b) Critiques

Dans ce cas-ci également, les spécialistes du droit italien des sociétés affirment que l'objectif premier de l'Etat italien, en instaurant le droit de vote double, était d'améliorer sa position d'actionnaire dans les sociétés italiennes et non de promouvoir la loyauté des actionnaires. En effet, le droit de vote de loyauté peut lui servir à vendre certaines de ses participations sans pour autant perdre le pouvoir qu'il détient dans ces sociétés.

De plus, la dérogation temporaire à la majorité des deux tiers lors de l'assemblée générale a permis à l'Etat italien d'introduire le double droit de vote sans avoir l'accord de la majorité des autres actionnaires dans des sociétés au sein desquelles il détient, directement ou indirectement, une participation de plus ou moins 30%, telles que Enel SpA, Eni SpA et Finmeccanica SpA[283]. Dès lors, ce droit est sujet à diverses critiques parmi la doctrine[284].

---

[278] TUF, art. 127*quater*,; J. DELVOIE et C. CLOTTENS, « Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares », *Law and Financial Markets Review, 9:1*, 2015, p. 22.
[279] Codice civile, art. 2351.
[280] TUF, art. 127*sexies*, 2.
[281] M. VENTORUZZO, « The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat », *op. cit.*
[282] *Ibid.*
[283] A. BOOTSMA, « Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV : Arriverderci Italia en welkom in Nederland? », 2015, vol. 2, p. 36.
[284] A. BOOTSMA, « Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV : Arriverderci Italia en welkom in Nederland? », *op. cit.*

c) Impact sur les OPA

La législation italienne en matière de double droit de vote de loyauté tend également à rendre les OPA hostiles plus difficiles. S. Carbonara décrit d'ailleurs ce droit comme « *a real anti-takeover device masked by a « loyalty reward* » »[285].

Le législateur a modifié l'article 106 TUF afin de prévoir que, comme en droit français, dès le franchissement du seuil de 30% des droits de vote, l'actionnaire a l'obligation de lancer une OPA. Par conséquent, un actionnaire qui détient plus de 30% des droits de vote sera contraint de faire une offre, et ce même si le dépassement n'est dû qu'au double droit de vote[286]. Il est néanmoins possible de demander une dérogation pour franchissement du seuil passif ou temporaire[287].

Le législateur a modifié les seuils de franchissement afin d'atténuer les effets du double droit de vote. Ainsi, il espère rendre les sociétés cotées italiennes davantage sensibles au fonctionnement du marché du contrôle des sociétés[288].

L'article 104*bis* TUF permet aux sociétés d'introduire une règle de rupture statutaire, « *regola di neutralizzazione* », prévoyant que, lors des assemblées générales concernant les défenses à l'encontre d'une OPA hostile, les droits de vote double sont neutralisés[289]. De cette façon, les actionnaires de contrôle ne peuvent utiliser les droits de vote de fidélité lors de ces assemblées afin de se protéger d'une contre-offre effective[290]. L'actionnariat minoritaire est ainsi protégé des actionnaires qui contrôlent la société uniquement grâce au *voto maggiorato*[291].

3) Les Pays-Bas

Les Pays-Bas ont réussi, par l'utilisation de divers mécanismes et notamment du droit de vote double, à protéger leurs sociétés de l'internationalisation de leur actionnariat et, ainsi, à conserver bon nombre de centres de décision en leur sein[292]. C'est donc dans ce but que nous

---

[285] S. CARBONARA, « The multiple voting structure of the new Fiat-Chrysler is a clear breach of the basic principle of equal treatment of shareholders », 2014, disponible sur https://frontisgovernanceblog.wordpress.com/2014/07/22/the-multiple-voting-structure-of-the-new-fiat-chrysler-is-a-clear-breach-of-the-basic-principle-of-equal-treatment-of-shareholders/.

[286] Art. 106 TUF.

[287] Art. 49 Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa Regulering.

[288] A. BOOTSMA, « Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV : Arriverderci Italia en welkom in Nederland? », *op. cit.*, p. 37.

[289] C. DE GRAUWE, « 'Loyaliteitsaandelen' en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s) : wat kan België leren van het Franse, Italiaanse en Nederlandse voorbeeld? », in *Juridische Meesterwerken VUB 2017-2018*, Gent, 2020, p. 38.

[290] C. CLOTTENS et J. DE WOLF, « Het loyauteitsstemrecht in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen », *La revue pratique des sociétés*, 2019, p. 57.

[291] C. DE GRAUWE, « 'Loyaliteitsaandelen' en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s) : wat kan België leren van het Franse, Italiaanse en Nederlandse voorbeeld? », *op. cit.*, p. 38.

[292] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *op. cit.*, p. 187.

allons étudier le mécanisme du droit de vote double aux Pays-Bas, en examinant tout d'abord son cadre juridique (a)) et, ensuite, ses incidences sur les OPA (b)).

a) Le cadre juridique néerlandais

Les Pays-Bas n'ont établi aucune base juridique explicite réglementant le cadre juridique des actions à droit de vote double mais disposent d'un droit des sociétés suffisamment souple et flexible pour que les sociétés puissent introduire ces instruments de manière statutaire[293].

Certaines sociétés ont donc trouvé des manières de justifier, par la législation existante, l'instauration de ce droit de vote double dans leurs statuts. En effet, l'article 2 :92, al. 1er du Code civil néerlandais, le *Burgerlijk Wetboek* (ci-après, « BW »), qui n'est que supplétif, dispose que « *aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden* »[294]. Dès lors, les sociétés peuvent introduire des dérogations statutaires à ce principe afin d'établir des droits de vote multiples.

Il existe un débat sur l'opportunité de légiférer sur la matière[295]. Eumedion, une organisation néerlandaise représentant des investisseurs institutionnels, fait pression pour éviter l'introduction d'une telle loi en droit néerlandais[296]. Le Ministre des finances et de la justice de l'époque a confirmé que les sociétés avaient la liberté statutaire de prévoir de tels mécanismes et qu'il ne voyait pas la nécessité de prendre des mesures juridiques spécifiques supplémentaires concernant l'octroi de droit de vote multiple, comme l'a fait le législateur français[297].

Cette flexibilité juridique fait des Pays-Bas un territoire très attractif pour les sociétés cotées qui désirent créer des structures sur-mesure[298], comme avec le droit de vote double de loyauté. Les sociétés peuvent laisser libre court à leur imagination afin de créer toutes sortes de mécanisme qui pourrait améliorer leur fonctionnement. Par exemple, elles peuvent instaurer dans les sociétés cotées des actions à droit de vote multiple, sans contrainte quant au multiplicateur. Parmi ce large éventail d'outils, nous retrouverons les actions à droit de vote double sur lesquelles nous allons nous concentrer.

A la différence du droit français et italien, le régime est plus souple puisqu'il n'est pas légalement encadré. Aucune majorité spéciale n'est requise par la législation néerlandaise pour

---

[293] VAN OLFFEN, « Nederlandse loyaliteitsaandelen », *Ondernemingsrecht*, 2013, pp. 333-334.

[294] L'article peut être traduit comme suit : « Sauf disposition contraire dans les statuts, toutes les actions confèrent les mêmes droits et obligations en proportion de leur valeur nominale ». Il n'est que supplétif.

[295] VAN OLFFEN, « Nederlandse loyaliteitsaandelen », *op. cit.*, pp. 333-334.

[296] L. LENNARTS, « The position of shareholders in listed companies – Developments and trends in the Netherlands », in *Cent ans de droit luxembourgeois des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2016, p. 121.

[297] Notitie belonen trouwe aandeelhouders, 26, *31083*, septembre 2008, p. 6.

[298] Une des affaires les plus connues en la matière est d'ailleurs celle de la délocalisation de la multinationale italienne Fiat, qui avait fusionné avec Chrysler, aux Pays-Bas afin de bénéficier de cette souplesse juridique. Si des actionnaires disposaient de titres avant la fusion, ils obtenaient automatiquement des droits de vote de fidélité. Par contre, tout nouvel actionnaire devait attendre une période de 3 ans pour en obtenir à son tour. A. BOOTSMA, « Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV : Arriverderci Italia en welkom in Nederland? », *op. cit.*

instaurer cet outil. Une majorité absolue des voix à l'assemblée générale est donc suffisante pour modifier les statuts dans ce cas[299].

Aux Pays-Bas, les sociétés cotées sont principalement composées d'actionnaires minoritaires et donc d'un actionnariat dispersé. Dès lors, le conseil d'administration a plus de facilité à prendre le contrôle de la société puisqu'il n'y a pas d'actionnariat en bloc pour remettre en question ses décisions. La société peut donc facilement être confrontée à des abus, notamment au conflit d'agence[300], qui tend désormais vers une deuxième forme de conflit puisque la structure de l'actionnariat néerlandais s'est progressivement concentrée au fil des années[301].

La protection des actionnaires minoritaires revêt donc une importance grandissante mais aucun cadre juridique n'est adopté. Dès lors que le système néerlandais ne légifère pas en la matière, en cas d'abus concernant les droits de vote double, il est nécessaire de recourir au droit commun[302].

En outre, un apprentissage nous est apporté sur les droits de vote double par le mécanisme des dividendes de fidélité, également présent aux Pays-Bas. Dans cette affaire, la société DSM voulait introduire ces dividendes afin de récompenser ses actionnaires à long terme. Cependant, n'étant pas explicitement autorisée, un groupe d'actionnaires minoritaires américains a décidé d'aller en justice afin d'empêcher cette distribution de dividendes. En fin de compte, la Cour suprême a estimé que le mécanisme de dividendes de loyauté n'était pas contraire à l'article 2 :92 du BW tant qu'il respecte le principe d'égalité[303].

L'affaire DSM a permis de mettre en avant le caractère protecteur des instruments de fidélité envers les actionnaires minoritaires. Depuis lors, ce système est communément admis par la doctrine et le législateur néerlandais mais les conditions dans lesquelles ces dividendes peuvent être admissibles, sans porter atteinte au principe d'égalité, sont toujours légèrement floues[304]. La Cour suprême décide donc, au cas par cas, de la violation ou non du principe d'égalité des

---

[299] V. O'DONOGHUE, *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, Universiteit van Amsterdam, 2016, p. 23.

[300] Le conflit d'agence est le conflit entre, d'une part, le conseil d'administration et la direction et, d'autre part, les actionnaires. Certains pensent que les personnes qui ont pris un risque financier sont, en effet, plus à même de faire les bons choix et de prendre les meilleures décisions pour l'avenir de la société, puisque c'est eux qui en perçoivent les bénéfices, *voy.* G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1000.

[301] C. DE GRAUWE, « 'Loyaliteitsaandelen' en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s) : wat kan België leren van het Franse, Italiaanse en Nederlandse voorbeeld? », *op. cit.*, p. 25.

[302] *Ibid.*, p. 41.

[303] Art. 2 :92, al. 2, BW. ; La Cour n'a pas pour autant correctement précisé les contours de l'application des doubles droits de vote ; *Ibid.*, p. 43.

[304] *Ibid.*, pp. 42-43.

actionnaires[305]. Bien que cet arrêt concerne le dividende de fidélité, la doctrine néerlandaise s'accorde à dire qu'il s'applique par analogie au droit de vote double[306].

b) Impact sur les OPA

Les sociétés néerlandaises ont tout un arsenal de défense anti-OPA à leur disposition. Les offres hostiles lancées sur les sociétés néerlandaises sont une tâche ardue tant celles-ci sont bien protégées[307]. Le mécanisme du droit de vote double de loyauté constitue l'une de ces mesures.

En effet, comme nous l'avons déjà vu, l'acquisition de droit de vote double dans une société permet de former une barrière de protection à l'encontre des OPA.

Premièrement, il permet de concentrer les actionnaires fidèles en un groupe, à moins que tous les actionnaires acquièrent ce contrôle. L'existence d'une concentration du pouvoir entre les mains des actionnaires loyaux peut mener à créer une défense contre les OPA. Effectivement, il est ainsi moins aisé d'entrer dans une société dont les actionnaires, fidèles à celle-ci, ne souhaitent pas vendre d'actions. Dès lors, le nombre de titres négociables est limité, ce qui décourage les offrants de lancer une offre[308].

Deuxièmement, elle permet à un actionnaire majoritaire de conserver le pouvoir par l'obtention de ces droits de vote double et ainsi contrer l'OPA[309]. En effet, lorsqu'un offrant souhaite faire une offre publique, prendre le contrôle de la société est crucial pour la réussite de son opération. Il voudra donc acquérir toutes les actions de la société pour s'assurer le pouvoir au sein de l'assemblée générale[310]. Dans un système « one share one vote », il n'est pas concevable qu'une seule personne bloque le rachat de la société, au contraire de celui du droit de vote multiple[311].

Deux observations s'imposent à ce stade.

D'une part, les actionnaires disposant d'un double droit de vote auront tendance à être loyaux envers la société et non pas envers l'offrant, à moins qu'il offre une prime plus élevée[312]. Cette

---

[305] Afin de pouvoir admettre l'instauration d'un dividende de loyauté, la Cour Suprême a établi trois conditions à respecter permettant de garantir l'égalité de traitement des actionnaires. Tout d'abord, la société doit faire inscrire le régime adopté dans ses statuts. Ensuite, ce nouveau droit accordé doit servir un objectif justifié et, enfin, répondre au principe de proportionnalité ; A. ZIJLSTRA, « Tenure Voting Under Dutch Law, A Case Study OF The Loyalty Voting Schemes Adopted by CNH Industrial N.V. And Cnova N.V. », 2017, disponible sur http://www.bedrijfsjuridiek.nl/2017/07/27/longread-tenure-voting-under-dutch-law-a-case- study-of-the-loyalty-voting-schemes-adopted-by-cnh-industrial-n-v-and-cnova-n-v/. ; A. DUBOIS, « Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer? », 2019, p. 29, disponible sur http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981.

[306] S. COOLS et T. KEIJZER, « Over meervoudig stemrecht, loyaliteitsstemrecht, levenscycli en horizonbepalingen. Rechtseconomische en rechtsvergelijkende beschouwingen », *Ondernemingsrecht*, 2019, n° 70, p. 5.

[307] « Les OPA hostiles sur les sociétés néerlandaises, une tâche ardue », *La croix*, 22 février 2017.

[308] V. O'DONOGHUE, *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, *op. cit.*, p. 36.

[309] S. VERHOLLE, *De introductie van het meervoudig stemrecht in het Belgisch vennootschapsrecht: zegen of vloek?*, Universiteit Gent, 2017, p. 16.

[310] V. O'DONOGHUE, *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, *op. cit.*, p. 38..

[311] S. VERHOLLE, *De introductie van het meervoudig stemrecht in het Belgisch vennootschapsrecht: zegen of vloek?*, *op. cit.*, p. 21.

[312] J.M. DE JONGH, « Het loyaiteitsstemrecht », *Ondernemingsrecht*, 2009, n° 105.

augmentation du prix[313] ne se reflètera malheureusement pas dans la société visée par l'OPA, ce qui est assez contraignant pour l'offrant.

D'autre part, ne pouvant disposer d'un double droit de vote, il sera défavorisé à l'assemblée générale face aux actionnaires ne lui ayant pas vendu leurs titres. Plus la période entre l'inscription et l'obtention du double droit de vote est longue, plus ce mécanisme aura un effet sur les OPA[314].

Troisièmement, l'article 5 :70 *Wet op het financieel toezicht* (ci-après, « WTF ») dispose que, lorsqu'un actionnaire détient une participation de contrôle dans une société néerlandaise, il a l'obligation de lancer une OPA. L'article 1 :1 de la loi précitée estime qu'une participation de contrôle est atteinte lorsque l'actionnaire peut exercer au moins 30% des droits de vote lors de l'assemblée générale. Dès lors, tant la détention de titres que celle de droit de vote est importante pour déterminer le franchissement de ce seuil de 30% et le mécanisme de droit de vote double en devient d'autant plus préoccupant pour les actionnaires.

L'introduction du double droit de vote dans ces sociétés a donc eu pour conséquence de décourager les OPA de par l'incertitude quant à l'atteinte du seuil de lancement d'une OPA obligatoire, la prime plus élevée nécessaire pour acquérir ces actions, le contrôle restreint que l'offrant peut obtenir et la plus grande difficulté à se défaire de ses actionnaires minoritaires. Cependant, il ne constitue pas pour autant une mesure infaillible qui fonctionnerait à tous les coups[315].

B.- ANALYSE DE LA LEGISLATION BELGE AU REGARD DES PAYS ETRANGERS

Les précédents français, italien et néerlandais en matière de double droit de vote de loyauté vont nous permettre, d'une part, de critiquer (4)) le système belge introduit par le CSA (2)) et, d'autre part, de prévoir ses implications sur notre marché (3)). Pour ce faire, il nous faut, tout d'abord, dresser un tableau du paysage socio-économique belge (1)).

1) Le paysage socio-économique belge

La Belgique est constituée à 75% d'entreprises familiales[316]. En effet, même parmi les sociétés du BEL20[317], ce sont les familles qui, cachées par des constructions juridiques, détiennent les

---

[313] Cette augmentation de prix doit être offerte à tous les actionnaires.
[314] V. O'DONOGHUE, *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, *op. cit.*, p. 40.
[315] *Ibid.*, p. 46.
[316] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1006.
[317] Le BEL20 « constitue l'indice de référence du marché belge. Il est composé des vingt valeurs les plus représentatives de la place financière de Bruxelles », définition disponible sur http://www.comparabourse.fr/lexique/bel20.php

participations les plus importantes[318]. Les sociétés cotées belges ont donc, dans la grande majorité des cas, un actionnariat concentré[319].

En outre, la Belgique se caractérise par des entreprises de petite taille. Environ 80% des sociétés sont composées de moins de 10 personnes et une grande majorité des SA sont des PME[320].

2) L'instauration du droit de vote double en Belgique

Dans tous les pays que nous avons épinglés, le principe est le même que celui qui a été posé en Belgique : le droit de vote double n'est offert aux actionnaires que pour récompenser leur loyauté. Toutefois, nous exposerons en quoi le législateur belge se différencie ou se rapproche des législations étrangères concernant ce mécanisme.

Tout d'abord, le législateur belge, au contraire de la France et l'Italie, a fait le choix d'exiger une majorité de deux tiers à l'assemblée générale pour instaurer le droit de vote double au sein de la société. Considérant que l'adoption d'un tel mécanisme doit être largement soutenue par tous les actionnaires, il a évité les erreurs françaises et italienne. La majorité simple demandée par l'Italie ou l'adoption de plein droit en France n'est, en effet, pas suffisante[321].

Comme nous l'avons vu en France avant 2014, de nombreuses sociétés avaient volontairement instauré le mécanisme alors qu'il n'était que supplétif. Lors de l'adoption de la loi Florange, généralisant le double droit de vote, les oppositions au système se sont levées. Ils ont sous-estimé la nécessité d'obtenir l'adhésion de la majorité des actionnaires. En réalisant ce choix, le législateur belge s'assure, ainsi, d'éviter que l'instauration d'un tel mécanisme ne provoque une levée de bouclier.

Ensuite, à l'instar des législateurs français et italien, le CSA a limité le multiplicateur à deux droits de vote, réduisant ainsi le conflit d'agence. Cette mesure permet de réduire la dissociation entre le contrôle qu'un actionnaire peut exercer sur la société et le capital qu'il lui apporte.

Enfin, à la différence des Pays-Bas, le législateur belge a décidé d'encadrer l'instauration du double droit de vote au sein des sociétés. Leur système flexible est, certes, attrayant mais peut affecter la sécurité juridique, en minimisant la protection apportée aux actionnaires minoritaires[322].

L'instauration d'un tel mécanisme en droit belge semble être une initiative louable ; il est un outil crédible permettant de favoriser la continuité et la stabilité de l'actionnariat. Néanmoins, en introduisant ce mécanisme plus tôt dans notre ordre juridique, le législateur aurait pu empêcher la fuite de nos centres de décision vers des pays étrangers[323].

---

[318] R. GELIN, « Qui sont les actionnaires du BEL-20 ? », *Econosphères*, 16 octobre 2017.
[319] *Ibid.*
[320] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1007.
[321] S. VERHOLLE, *De introductie van het meervoudig stemrecht in het Belgisch vennootschapsrecht: zegen of vloek?*, *op. cit.*, p. 69.
[322] *Ibid.*
[323] P. LAMBRECHT, « Droit de vote double et OPA », *op. cit.*, p. 187.

Pour ces raisons, nous pensons qu'il est fort probable que beaucoup d'entreprises belges instaurent le double droit de vote dans leurs statuts afin de jouir de l'attirail d'avantages qu'il propose. Nous sommes confortés dans cette idée puisque, avant même l'adoption du CSA, nombre d'entre elles avaient, d'ores et déjà, commencé à analyser les bienfaits de la méthode sur leur entreprise[324].

3) Prévision du marché belge des OPA

L'introduction du nouveau Code des sociétés et des associations en Belgique aura pour effet de diminuer le nombre d'OPA lancée sur le territoire, d'une part, en réduisant *de facto* la possibilité de franchissement du seuil relatif aux OPA obligatoires (a)) et, d'autre part, en stabilisant l'actionnariat au sein des sociétés belges (b)).

a) Seuil de franchissement

A l'inverse des législations italiennes et néerlandaises, le législateur belge a choisi - à raison selon nous - de calculer le seuil de franchissement de l'OPA obligatoire en fonction de la quantité de titres et non de la quantité de droits de vote[325]

En France, en Italie et aux Pays-Bas, le calcul se fait à raison de la détention d'une certaine quantité de droits de vote, rendant le mécanisme plus préoccupant pour les actionnaires déjà titulaires de titres.

En opérant ce choix, le législateur belge diminue la probabilité d'être contraint à lancer une offre obligatoire. L'actionnaire détenant 18% des droits de vote pourra ainsi exercer un contrôle substantiel au sein de la société grâce au doublement de ses droits de vote sans avoir, pour autant, à lancer une OPA.

b) Stabilisation de l'actionnariat

L'instauration du double droit de vote va permettre de stabiliser le pouvoir de la société.

En France, nous avons pu remarquer que les sociétés familiales utilisaient ce mécanisme pas tant pour fidéliser l'actionnariat que pour renforcer leur pouvoir.

Les sociétés belges pourront, en introduisant ce mécanisme, concentrer et renforcer le pouvoir de contrôle, soit entre les mains des actionnaires fidèles, principalement les membres de la famille fondatrice, soit de l'actionnaire majoritaire, et ce même en cas de réduction de l'apport financier[326]. La stabilisation de l'actionnariat en Belgique sera facilitée par rapport à la France,

---

[324] M. FYON et V. POKORNY, « La société cotée dans le CSA », *op. cit.*, p. 295.
[325] F. BARRIÈRE et C. REALS, « La loi Florange : une loi anti-OPA? », 2014, p. 279.
[326] V. O'DONOGHUE, *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, *op. cit.*, p. 52.

constituée de grosses multinationales, et aux Pays-Bas, dotés d'actionnariats majoritairement dispersés.

Il pourra y avoir deux conséquences principales à cette stabilisation et au renforcement de l'actionnariat.

Dans un premier temps, la société, renforcée et délestée de ses frayeurs[327], pourra se lancer dans la grande aventure de la cotation, probablement très bénéfique pour elle. En effet, selon G. Davignon, la probabilité de croissance des sociétés ayant fait admettre leurs titres à la cotation est plus élevée que pour celles dont le dirigeant souhaite à tout prix conserver son indépendance financière[328].

Dans un second temps, la société deviendra, en raison de cette croissance, plus attirante sur le marché. Bien que peu d'offrants s'aventureraient à lancer une OPA hostile à l'encontre d'une société dotée d'un tel actionnariat, la possibilité du lancement d'une offre non-désirée à son égard doit être envisagée.

Dans cette situation, l'offrant téméraire se heurtera à plusieurs difficultés. Tout d'abord, il devra proposer un prix assez alléchant que pour séduire les actionnaires loyaux de la société, tout en gardant à l'esprit, d'une part, que ces actionnaires sont membres d'une même famille et, d'autre part, qu'il ne pourra pas faire de distinction, notamment de prix, entre les différents actionnaires[329]. Il se verra contraint d'offrir un prix supérieur à la valeur réelle des actions.

S'il parvient toutefois à racheter suffisamment de titres, il ne pourra bénéficier du double droit de vote avant de détenir, à son tour, ses titres au nominatif pendant une période ininterrompue de deux années. Partant, il ne réussira pas, avant ce délai, à acquérir le pouvoir face à des actionnaires opposants disposant, eux, du double droit de vote.

L'instauration de ce mécanisme est donc à la fois une mesure de stabilisation, d'incitation et de protection. Une mesure de stabilisation de l'actionnariat ; une mesure d'incitation aux sociétés belges à aller chercher des capitaux sur les marchés boursiers ; une mesure de protection contre les OPA sur ces mêmes marchés, tant de manière préventive qu'en cas d'OPA effectivement lancée.

Le législateur belge, mettant en balance le besoin de trouver des capitaux avec la nécessité de protéger nos sociétés belges, petites et familiales, des OPA, a trouvé un outil particulièrement attrayant et compatible avec le paysage social belge, nécessitant plus de protection et de stabilité que celui de nos voisins.

---

[327] Notamment la peur de perdre le contrôle de la société.

[328] G. DAVIGNON, « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *op. cit.*, p. 1007.

[329] C. DE GRAUWE, « 'Loyaliteitsaandelen' en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s) : wat kan België leren van het Franse, Italiaanse en Nederlandse voorbeeld? », *op. cit.*, p. 11.

4) Critiques

Bien que le droit de vote double soit une initiative louable du législateur belge tentant, d'une part, de renforcer l'actionnariat des sociétés et, d'autre part, de les protéger des OPA hostiles, plusieurs critiques peuvent être formulées face à l'instauration d'un tel système en droit belge.

Premièrement, suivant l'exemple de nos voisins français et italiens, certaines critiques pourraient faire surface si l'Etat belge se servait de cet outil afin d'asseoir sa mainmise sur les sociétés dans lesquelles il détient des titres. Nous pouvons citer, à titre d'exemple, Belfius, la Société nationale des chemins de fer belge[330], BNP Paribas[331] et, enfin, Proximus et Bpost dans lesquelles sa participation dépasse les 50% des droits de vote[332]. Il pourrait ainsi y conserver son contrôle tout en réalisant un profit considérable par la revente de ses actions.

Deuxièmement, l'instauration du droit de vote double pourrait faire fuir les investisseurs institutionnels étrangers, déjà peu nombreux, comme ce fut le cas en France et en Italie[333]. Ceci est à déplorer car ils auraient pu permettre à nos petites sociétés de lever davantage de fond afin d'améliorer leur croissance.

Troisièmement, ce mécanisme va creuser l'écart entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires majoritaires puisqu'il va renforcer un actionnariat déjà bien ancré au sein de la société[334].

En outre, au cours de l'histoire, les OPA ont permis de donner naissance à plusieurs grandes multinationales telles que BNP Paribas ou Total. Certes, il est légitime que les dirigeants d'une société n'aient pas envie de perdre leur poste par une telle opération mais si une société est mal gérée et, par conséquent, mal valorisée en bourse, nous pensons qu'il est dans son intérêt social que celle-ci fasse l'objet d'une acquisition par une personne pensant être capable d'en faire sortir tout le potentiel[335].

Beaucoup pensent, dès lors, que ce mécanisme est un obstacle à la liberté du marché du contrôle des entreprises, permettant aux actionnaires historiques et aux dirigeants de conserver le pouvoir et d'éviter qu'il ne tombe en d'autres mains, bien que celles-ci puissent en accroitre la valeur. Les actionnaires sont donc lésés puisque la société ne pourra se valoriser sans un meilleur management[336].

D'autres estiment également que l'efficacité du double droit de vente en tant que mesure de défense OPA n'est que dérisoire. D'après eux, cet outil ne fait qu'envoyer un signal de

---

[330] *Voy*. http://www.actionnariatwallon.be/group/etat-belge-6ocpc

[331] « BNP Paribas gâte ses actionnaires, et donc l'État belge », *L'Echo*, 5 février 2020, disponible sur https://www.lecho.be/entreprises/banques/bnp-paribas-gate-ses-actionnaires-et-donc-l-etat-belge/10205755.html.

[332] R. GELIN, « Qui sont les actionnaires du BEL-20 ? », *op. cit.*

[333] Peu d'investisseurs institutionnels étrangers acquièrent des titres en Belgique et, quand ils le font, ils détiennent rarement un nombre d'actions supérieures à 5% dans le BEL20 ; *Ibid.*

[334] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, *op. cit.*, p. 18.

[335] J.-L. CHAMPETIER, « Loïc Dessaint : " Les décisions doivent être prises dans l'intérêt des actionnaires" », *Les Echos*, 5 mai 2020.

[336] N. CHÊNE, *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, *op. cit.*, p. 19.

fermeture au marché[337] et, s'il le perçoit, un risque de décote sera patent puisque la société n'attirera plus que des investisseurs passifs[338].

Enfin, certains s'opposent au principe même de mesure de défense préventive contre les OPA, considérant qu'il suffira simplement à la société de convoquer une assemblée générale afin de mettre en place des mesures, une fois que toutes les informations ont été dévoilées. Agir de manière préventive aurait pour effet de déprécier la valeur boursière de la société et de « maintenir en place des dirigeants pour qui le culte de la performance et la création de valeur ne sont pas des priorités ».[339] Le risque est, en effet, que le conseil d'administration, disposant de double droit de vote, soit moins attentifs aux signaux du marché boursier, pourtant très importants pour la continuité de la société.

Aucune réponse fixe n'existe à la question de savoir si le droit de vote double est souhaitable et un grand nombre de facteurs vont entrer en compte dans cette détermination. Bien que les critiques faites au mécanisme du droit de vote double ne sont pas à rejeter en bloc, nous pensons que les incidences positives sur le marché belge l'emporteront et que les sociétés belges seront dorénavant mieux protégées contre les OPA.

CONCLUSION

Dans un souci de simplification et de modernisation, le Code des sociétés et des associations a réellement réformé le droit belge des sociétés, le rendant nettement plus attractif sur la scène européenne.

Premièrement, en redéfinissant la société cotée et en supprimant la société faisant ou ayant fait publiquement appel à l'épargne, le législateur a limité le champ d'application de la loi OPA puisqu'il a restreint la notion de société cotée. Par exemple, une société dont seules les obligations sont admises sur un marché réglementé ne pourra faire l'objet d'une OPA obligatoire.

Deuxièmement, en supprimant la société en commandite par actions et en offrant à l'administrateur unique d'une SA le droit de veto du gérant de la SCA, le législateur permet à la SA de se protéger davantage contre les OPA, ce qui devrait réduire la réussite des offres lancée à leur encontre.

Troisièmement, bien que la refonte de la SPRL en la SRL soit une modification majeure du CSA, nous avons vu que peu de SRL feront admettre leurs titres à la cotation. Bien qu'elles puissent désormais faire l'objet d'OPA obligatoires, le nombre d'OPA n'augmentera certainement pas.

En outre, en raison de leur caractère initialement fermé, elles bénéficient de mesures de défense parfois plus larges que celles offertes aux SA ; nous pensons notamment au mécanisme du

---

[337] DEMINOR RATING, *Application of the one share - one vote principle in Europe*, mars 2005, p. 9.
[338] *Ibid.*, p. 6.
[339] J.-L. CHAMPETIER, « Loïc Dessaint : " Les décisions doivent être prises dans l'intérêt des actionnaires" », *op. cit.*

capital autorisé ainsi qu'aux clauses d'agrément et de préemption, qui peuvent toujours sortir leurs effets en période d'offre. L'accroissement des OPA en la matière sera, tout au plus, proportionnelle à l'augmentation du nombre de SRL cotées.

Enfin, nous sommes convaincus que, dans les sociétés qui instaureront le double droit de vote de loyauté, le nombre d'OPA lancée, va être atténué par la concentration et le renforcement du pouvoir de l'actionnariat. Cet outil permettra de dissuader les offres hostiles et donc de protéger nos sociétés belges.

Néanmoins, après une dizaine d'années, ces droits de vote double de loyauté ont tendance à avoir un effet négatif sur la valorisation de l'action, et ce, à la suite de multiples facteurs, aggravés par une longue période de temps, notamment la perte, par l'actionnaire, de sa capacité de management ou la succession par un héritier moins compétent. Il serait alors dommage qu'un outil qui ait pu, à ses débuts, être si bénéfique pour l'entreprise puisse devenir un poison, l'amenant à une dévalorisation certaine[340].

Afin de protéger nos sociétés d'une certaine « autodestruction », conséquence d'une surprotection de l'actionnariat à long terme, ne serait-il pas opportun de combiner, comme c'est le cas aux Etats-Unis, le double droit de vote avec une clause de temporisation qui prévoit que les actions à droit de vote double reprennent leur nature première d'actions ordinaires après une certaine période de temps ou dans certaines circonstances[341] ?

[340] S. COOLS et T. KEIJZER, « RPS-TRV », *op. cit.*, p. 242.
[341] *Ibid.*L. BEBCHUK et K. KASTIEL, « The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock », *Virginia Law Review*, 2017, p. 618.

BIBLIOGRAPHIE

ANDRE-DUMONT, A.-P. et TILQUIN, T., *La société à responsabilité limitée*, Bruxelles, Larcier, 2019.

AYDOGDU, R. et LEONARD, L., « Chapitre II - Les grandes lignes de l'avant-projet de loi introduisant le Code des sociétés et associations », in *Chroniques notariales*, 66, Bruxelles, Larcier, 2017, pp. 244-264.

BARRIERE, F. et REALS, C., « La loi Florange : une loi anti-OPA? », 2014, pp. 279 et s.

BEBCHUK, L. et KASTIEL, K., « The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock », *Virginia Law Review*, 2017, pp. 618-631.

BOISSEAU, L., « Bourse : les futurs gagnants et perdants du droit de vote double », 19 novembre 2014, disponible sur https://www.lesechos.fr/2014/11/bourse-les-futurs-gagnants-et-perdants-des-droits-de-vote-double-297486.

BOOTSMA, A., « Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV : Arriverderci Italia en welkom in Nederland? », 2015, vol. 2, pp. 32-43.

BOURVEAU, T., BROCHET, F. et GAREL, A., « The Effect of Tenure-Based Voting rights on Stock Market Attractiveness : Evidence from the Florange Act », *SSRN Electronic Journal*, 2019, pp. 1-33.

CAPRASSE, O., *Droit des sociétés*, Liège, 2019 2018.

CARBONARA, S., « The multiple voting structure of the new Fiat-Chrysler is a clear breach of the basic principle of equal treatment of shareholders », 2014, disponible sur https://frontisgovernanceblog.wordpress.com/2014/07/22/the-multiple-voting-structure-of-the-new-fiat-chrysler-is-a-clear-breach-of-the-basic-principle-of-equal-treatment-of-shareholders/.

CHAMPETIER, J.-L., « Loïc Dessaint : " Les décisions doivent être prises dans l'intérêt des actionnaires" », *Les Echos*, 5 mai 2020.

CHENE, N., *Mémoire de recherche : Le droit de vote double en France*, Paris, HEC, 2008.

CLOTTENS, C. et DE WOLF, J., « Het loyauteitsstemrecht in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen », *La revue pratique des sociétés*, 2019, pp. 150-180.

COIBION, A. et FILBICHE, J., « Le droit de vote double dans les sociétés cotées - Analyse comparatiste de quelques implications en matière d'OPA, de fusion ou scission et d'introduction en bourse », *La revue pratique des sociétés*, 2019, n° 2, pp. 208-220.

COIPEL, M., « Les sociétés privées à responsabilité limitée », *Répertoire notarial*, Bruxelles, Larcier, n°135, 2008.

COOLS, S. et KEIJZER, T., « Dubbel stemrecht in combinatie met een horizonbepaling : een alternatief voor het loyauteitsstemrecht? », *La revue pratique des sociétés*, 2019, vol. 2.

COOLS, S. et KEIJZER, T., « Over meervoudig stemrecht, loyaliteitsstemrecht, levenscycli en horizonbepalingen. Rechtseconomische en rechtsvergelijkende beschouwingen », *Ondernemingsrecht*, 2019, n° 70.

DAVIGNON, G., « Les actions à droit de vote multiple : une opportunité pour les sociétés anonymes belges », *La revue pratique des sociétés*, 2017, vol. 8, pp. 995-1011.

DE BEAUFORT, V., « Approche comparée des dispositifs anti-OPA en Europe à la lumière de la directive sur les OPA », 2015.

DE GRAUWE, C., « 'Loyaliteitsaandelen' en de bescherming van de minderheidsaandeelhouder(s) : wat kan België leren van het Franse, Italiaanse en Nederlandse voorbeeld? », in *Juridische Meesterwerken VUB 2017-2018*, Gent, 2020, pp. 1-61.

DE JONGH, J.M., « Het loyaiteitsstemrecht », *Ondernemingsrecht*, 2009, n° 105.

DE ROULHAC, B., « Les investisseurs contestent le régime des droits de vote double en Italie », *L'Agefi*, 5 février 2015, disponible sur http://www.agefi.fr/corporate/actualites/quotidien/20150205/investisseurs-contestent-regime-droits-vote-double-136119.

DE WOLF, P. et DIEUX, X., « Le nouveau Code des sociétés (et des associations) - Capita Selecta », *Journal des tribunaux*, 2019, vol. 25, pp. 501-527.

DELVOIE, J. et CLOTTENS, C., « Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares », *Law and Financial Markets Review, 9:1*, 2015, pp. 19-28.

DEMINOR RATING, *Application of the one share - one vote principle in Europe*, mars 2005.

DIEUX, X. et WILLERMAIN, D., *Offres publiques*, Bruxelles, 2016.

DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL POLICIES, *« Gold-plating » in the EAFRD : To what extent do national rules unnecessarily add to complexity and, as a result increase the risk of errors?*, 2014, disponible sur http://www.europarl.europa.eu/studies.

DUBOIS, A., « Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer? », 2019, disponible sur http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981.

EDELMAN, P., JIANG, W. et THOMAS, R., « Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure? », *ECGI Law Working Paper*, 2018, disponible sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3107225.

FORIERS, P.-A., HIRSCH, S. et MARQUETTE, V., *Les offres publiques d'acquisition*, Bruxelles, 2018.

FRANTZEN, J., « La directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition », *Droit bancaire et financier*, 2004.

FYON, M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Première partie) », *Droit bancaire et financier*, 2007, vol. 4, pp. 242-280.

FYON, M., « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition - (Seconde partie) », *Droit bancaire et financier*, 2007, vol. 4, pp. 295-331.

FYON, M. et POKORNY, V., « La société à responsabilité limitée cotée dans le Code des sociétés et associations », in *La société à responsabilité limitée*, Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 331-409.

FYON, M. et POKORNY, V., « La société cotée dans le CSA », in *L'impact du nouveau droit des sociétés sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières / De*

impact van het nieuwe venootschapsrecht op de governance van financiaal instellingen en op financiële transacties, Gent, 2020, pp. 291-355.

GALLOIS, L., *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 2012, pp. 1-67.

GELIN, R., « Qui sont les actionnaires du BEL-20 ? », *Econosphères*, 16 octobre 2017.

HOUBEN, R. et BRAECKMANS, H., « Het nieuwe wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV) », *Rechtskundig Weekblad*, 2020 2019, vol. 15, pp. 563-578.

LAMBRECHT, P., « Droit de vote double et OPA », *La revue pratique des sociétés*, 2019, vol. 2, pp. 181-187.

LENNARTS, L., « The position of shareholders in listed companies – Developments and trends in the Netherlands », in *Cent ans de droit luxembourgeois des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2016.

MALHERBE, J. *et al.*, *Droit des sociétés*, Bruxelles, 2020.

NAVEZ, E.-J. et NAVEZ, A., « La société à responsabilité limitée », in *Le Code des sociétés et des associations*, Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 99-168.

NELISSEN GRADE, J.-M., « De dertiende Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod », *La revue pratique des sociétés*, 2006.

OCDE, *Principes de gouvernement d'entreprise de l'Organisation de coopération et de développement économique*, 2004.

O'DONOGHUE, V., *Loyaliteitsaandelen als beschermingsconstructie*, Universiteit van Amsterdam, 2016.

POTTIER, E. *et al.*, « Nouveautés en matière de sociétés anonymes et de sociétés cotées », *La revue de droit commercial belge*, 2018, vol. 9, pp. 1013-1065.

RONTCHEVSKY, N. et STORCK, M., « L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises », *La revue trimestrielle de droit commercial*, 2014.

SCHWEITZER, L. et FERRAND, O., *Investir dans l'avenir une politique globale de la compétitivité pour la France*, Fondation Terra Nova, juillet 2012.

TILQUIN, T., « La société en commandite par actions : est-ce vraiment la fin? », in *Mélanges Pascal Minne*, Bruxelles, Bruylant, 2016, pp. 87-102.

VAN DER ELST, C., « Do Loyalty Shares Affect the Engagement of Shareholders? A Study of the French CAC-40 Companies », in, 2, 2017, pp. 33-37.

VAN OLFFEN, « Nederlandse loyaliteitsaandelen », *Ondernemingsrecht*, 2013.

VENTORUZZO, M., « The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat », *SSRN Electronic Journal*, 2015, pp. 1-23.

VERHOLLE, S., *De introductie van het meervoudig stemrecht in het Belgisch vennootschapsrecht: zegen of vloek?*, Universiteit Gent, 2017.

VIANDIER, A., « La commandite par actions comme déffense anti-OPA », *n°18662*, 28 mai 2002.

VIDAL, D., *Droit des sociétés*, Paris, L.G.D.J., 2010.

VIGNAUD, M., « La loi "Florange" veut favoriser les actionnaires de long terme dans les entreprises françaises, une entorse au principe "une action une voix" », 17 avril 2015, disponible sur https://www.lepoint.fr/economie/l-etat-contre-les-actionnaires-la-bataille-des-droits-de-vote-double-17-04-2015-1922412_28.php.

VINCENT, M., *Participation financière de l'Etat*, Paris, Sénat, 2016, disponible sur http://www.senat.fr/commission/fin/pjlf2016/np/np12/np122.html.

WINTER, J., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 janvier 2002.

ZIJLSTRA, A., « Tenure Voting Under Dutch Law, A Case Study OF The Loyalty Voting Schemes Adopted by CNH Industrial N.V. And Cnova N.V. », 2017, disponible sur http://www.bedrijfsjuridiek.nl/2017/07/27/longread-tenure-voting-under-dutch-law-a-case-study-of-the-loyalty-voting-schemes-adopted-by-cnh-industrial-n-v-and-cnova-n-v/.

Notitie belonen trouwe aandeelhouders, 26, *31083*, septembre 2008.

« Les OPA hostiles sur les sociétés néerlandaises, une tâche ardue », *La croix*, 22 février 2017.

Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Chambre, 4 juin 2018, 54, n°3119/001.

« BNP Paribas gâte ses actionnaires, et donc l'État belge », *L'Echo*, 5 février 2020, disponible sur https://www.lecho.be/entreprises/banques/bnp-paribas-gate-ses-actionnaires-et-donc-l-etat-belge/10205755.html.

Amendement n°437 de M. Terwingen et consorts, *Doc. parl.*, Chambre, 54, n°3119/013.

Avis du Conseil d'Etat n°61.988/2 du 9 octobre 2017, *Doc. parl.*, Chambre, n°54-3119/002.

Avis du Conseil d'Etat n°63.906 du 13 septembre 2018, *Doc. parl.*, Chambre, n°54-3119/007.