

S O M M A I R E

Doctrine :

- Droit européen des sociétés : vers une réforme du « capital » ?, par H. Culot et M. Van Buggenhout 193

Vie du droit :

- La participation du public à l'examen des demandes d'autorisation en matière d'environnement, par B. Jadot 201

Chronique :

- Liberté d'établissement et libre prestation des services, par L. Defalque 206

Jurisprudence :

- Manquement d'État. — Libre prestation des services d'assurance. — Nécessité de désigner un représentant responsable. (C.J.C.E., 5 juillet 2007, *Commission c. Belgique*) 211
- Directive sur la publicité comparative. — Identification d'un concurrent ou des biens ou services offerts par un concurrent. — Référence à des appellations d'origine. (C.J.C.E., 19 avril 2007, *De Landtsheer*) 213
- Libre prestation des services. — Frais d'hospitalisation à l'étranger. — Remboursement. — Exclusion des établissements de soins privés. — Disproportion. (C.J.C.E., 19 avril 2007, *Stamatelaki*) 213
- Transfert conventionnel d'entreprise. — Maintien des droits des travailleurs. — Sort d'une convention collective de travail sectorielle liant le cédant à la date du transfert. (C.J.C.E., 9 mars 2006, *Hans Werhof*) 214
- Aides d'État. — Financement d'hôpitaux publics. — Examen d'une plainte par la Commission. — Délai raisonnable. (T.P.I., 11 juillet 2007, *Asklepios Kliniken c. Commission*) 215

Actualités :

- Union européenne 217

DOCTRINE

Droit européen des sociétés : vers une réforme du « capital » ?

Le « capital » était autrefois considéré comme un fondement du droit des sociétés. Son importance est aujourd'hui remise en cause. Inutile ou inefficace, il constituerait un obstacle à la compétitivité des entreprises.

1

Le capital en droit des sociétés : bref aperçu

1. — Le droit européen des sociétés a-t-il (mal) vieilli, les principes qu'il a promus pendant les années 1960 et 1970 sont-ils passés de mode, ou le monde des affaires a-t-il vraiment changé? Le capital comme notion fondamentale du droit des sociétés, et son intangibilité qui doit servir à garantir les créanciers des sociétés à responsabilité limitée, ont été imposés aux sociétés anonymes de tous les Etats membres par la deuxième directive en droit des sociétés. Ils accusent aujourd'hui les coups de boutoir d'une doctrine largement critique, de législateurs nationaux qui réduisent leur importance, à tout le moins dans la mesure permise par le droit européen, et même de la Cour de justice dont la jurisprudence récente, en ce domaine, favorise plutôt la concurrence réglementaire qu'elle n'aide les Etats qui y tiennent encore à faire concrètement respecter les règles nationales en la matière.

Des consultations et des réflexions approfondies ont été menées, qui laissaient augurer d'une réforme ambitieuse. Mais la directive 2006/68, fruit de ces travaux, déçoit bien des espoirs. Loin d'une rénovation en profondeur, c'est plutôt d'un *lifting* qu'il s'agit, opération largement cosmétique, qui gomme certes quelques rides, mais — c'est bien connu — ne rajeunit pas vraiment ni ne trompe l'œil un peu averti. La richesse de ces réflexions mérite d'être exposée, autant que les modifications effectivement promulguées.

Après avoir rappelé le rôle traditionnel du capital en droit des sociétés (1) et les principes mis en œuvre par la deuxième directive (2), cet article expose les critiques qui, depuis quelques années, sont adressées au système européen basé sur le capital, et résume les enseignements des travaux menés à ce sujet (3). L'article expose les modifications apportées par la directive 2006/68 (4) et formule quelques réflexions appréciatives sur les changements constatés (5).

2. — L'actuel système européen du droit des sociétés part du constat qu'une société met en présence plusieurs groupes d'acteurs — notamment les actionnaires majoritaires et minoritaires, les dirigeants, les employés et les créanciers — aux intérêts potentiellement divergents, sinon opposés.

A. — Actionnaires et créanciers, une opposition structurante du droit des sociétés

3. — Les actionnaires espèrent récolter des profits et un *boni* de liquidation potentiellement illimités, mais acceptent en contrepartie le risque de ne recevoir aucun dividende et celui de perdre leurs investissements. Tel n'est pas le cas des créanciers, dont le risque est réduit, mais le gain limité (1). Ils bénéficient, en principe, d'une meilleure position en cas de liquidation de la société et, plus généralement, en cas de situation concurrentielle sur les actifs de celle-ci.

De ces règles naît un conflit d'intérêts, présent tout au long de la vie de la société, mais qui atteint son paroxysme si cette dernière est confrontée à des difficultés financières menaçant sa continuité. En *going concern*, les actionnaires cherchent en effet à rentabiliser au mieux leurs investissements et, détenteurs ultimes du pouvoir, ils s'attribuent des ressources à charge de la société tandis que, dans le même temps, l'intérêt des créanciers est de ne pas voir disparaître les actifs de la société qui constituent, dans la vision européenne classique, leur gage commun. Dans l'optique des créanciers, les distributions aux actionnaires réduisent l'actif social et augmentent le risque de ne pas être (intégralement) désintéressé.

(1) On distingue en général deux groupes de créanciers, à savoir les créanciers contractuels et les autres créanciers (parfois qualifiés d'« involontaires »). On retrouve fréquemment au sein du premier groupe les banquiers et les fournisseurs et, dans le second, les titulaires de créances non contractuelles, dont les divers créanciers publics, en particulier le fisc.

Les créanciers peuvent être préjudiciés par ce type d'opérations même si la société n'en devient pas insolvable. La seule augmentation du risque de non-remboursement de leur créance engendre en effet une moins-value des créances considérées en tant qu'éléments d'actif (2). Les actionnaires peuvent également créer du passif social supplémentaire, au détriment des créanciers existants. Lorsque la société est confrontée à des difficultés graves, le réflexe intéressé de ses actionnaires peut être de tenter de protéger leur investissement et, au-delà, leur patrimoine personnel. Dans l'adversité, les actionnaires se souviennent de la prudence de Will Rogers : « It's not so much the return on my money that concerns me as much as the return of my money ».

4. — Le conflit d'intérêts qui vient d'être ébauché est essentiellement présent dans les sociétés à responsabilité limitée.

La responsabilité limitée est économiquement et socialement souhaitable, notamment parce qu'elle stimule la croissance économique en encourageant les entrepreneurs (3), qu'elle permet aux actionnaires de diversifier leurs placements, favorisant ainsi une diminution du coût lié à la prise de risques et qu'elle réduit les coûts de vigilance ainsi que les frais de procédure *sensu lato* que devraient supporter les créanciers pour se retourner contre les actionnaires.

Cependant, la limitation de leur responsabilité au montant de leurs apports incite les actionnaires à prendre des risques plus élevés : puisqu'ils n'engagent pas leur patrimoine personnel, les actionnaires peuvent reporter sur les créanciers une partie des pertes qu'engendrerait la faillite de la société.

Les créanciers les plus susceptibles d'être exposés à des comportements opportunistes de la part des actionnaires sont alors les créanciers d'une société à responsabilité limitée (presque) insolvable. Dans ce cas, les actionnaires sont quasi certains de ne pas pouvoir récupérer leurs investissements. Ils n'auront rien à perdre, ou si peu, à engager la société dans des projets très risqués (4) mais, en cas

de succès, ils pourront récupérer leurs apports. Les créanciers supportent alors les risques liés à ces activités hasardeuses dans lesquelles les actionnaires sont incités à s'aventurer. Ce sera typiquement le cas des créanciers publics confrontés à une société en difficulté, dont les dirigeants auront tendance à financer la continuité de l'entreprise en retenant prioritairement le paiement des dettes (para)fiscales (5).

Dans la mesure où le transfert du risque de non-remboursement opère sans compensation pour les créanciers et sans leur intervention, cette situation s'apparente à une externalité (6) que le droit internalise partiellement en tenant compte des intérêts en présence : « In substance, the convenience of limited shareholder liability must be reconciled with the protection of the corporate creditors. Therefore, as liabilities connected with running a company are externalised, it is necessary to avoid opportunistic behaviour on the part of the shareholders, which is doomed to increase when insolvency is drawing near » (7).

B. — Le capital, médiateur du conflit entre actionnaires et créanciers

5. — Parce que les actionnaires cumulent le pouvoir de décider de distributions et l'immunité relative que leur confère le principe de responsabilité limitée, le droit positif protège les créanciers.

Aux Etats-Unis, la fonction du capital social conçu comme un tampon entre les intérêts divergents des actionnaires et des créanciers de la société, a été formulée dans l'arrêt *Wood c. Dummer* (1824) dans lequel le juge Story considérait que le capital social des institutions bancaires est un fonds détenu en *trust* pour le paiement de leurs dettes (8). La *trust fund theory* était née. Son objectif était de limiter les distributions d'actifs en faveur des actionnaires et des dirigeants de sociétés, en permettant aux créanciers d'exercer leurs droits sur les biens de la société qui étaient détenus en *trust* pour le compte de cette dernière (9). La *trust fund theory* en combinaison avec le concept de valeur nominale qui, multipliée par le nombre d'actions, permettait de fixer le montant du capital social, ont donc permis l'apparition du capital social aux Etats-Unis. Grâce à la valeur nominale, les

créanciers pouvaient apprécier la hauteur du capital social, dont l'intégrité était ensuite assurée par la *trust fund theory*.

La même idée est acceptée en Europe, où les législations actuelles lient la protection des créanciers au capital de la société. Le capital est contrôlé et protégé au départ du postulat qu'aucun créancier censé n'avancerait des fonds à une société sans une protection sérieuse contre les éventuels abus des actionnaires et sans garantie de retrouver au moins certains actifs pour répondre de sa créance en cas de faillite de la société (10).

Comme aux Etats-Unis, c'est la nécessité d'apporter une réponse à cette double attente d'effectivité de la garantie du capital et de son maintien qui a conduit les législateurs européens à imposer l'affectation à la société d'actifs propres destinés à servir de gage à ses créanciers.

Le capital social serait ainsi le « prix d'entrée » (11) consenti par les actionnaires aux créanciers en contrepartie de la limitation de leur responsabilité. Il s'agit d'imposer aux actionnaires un « seuil de sérieux » (12) pour réduire le risque de création d'entreprises aux fondations insuffisantes, qui feraient rapidement faillite, sans que les actionnaires n'en subissent toutes les conséquences (13).

Le droit américain est toutefois plus souple en matière de fixation d'un capital minimum et de son maintien, pour procurer une plus grande flexibilité en faveur des dirigeants de sociétés (14). Dès lors, le capital social a été perçu, aux Etats-Unis, comme un élément peu utile car éloigné de la réalité financière de la société.

(10) Voy., par exemple, Cass., 1^{er} mars 1928, *R.P.S.*, 1928, p. 194 : « Parmi les types juridiques de sociétés, il en est que la loi a soustraites à la liberté contractuelle, en raison de ce que les associés n'y sont tenus des dettes sociales que dans la mesure de leurs apports respectifs, de sorte que les créanciers n'y ont d'autre gage que les biens apportés en société et leurs accroissements; qu'aux fins de garantir les tiers contre la diminution que ce gage peut subir, la loi a voulu que, dans les statuts de ces sociétés à responsabilité limitée ou sociétés par actions, la masse des biens formée par les apports fût évaluée à une somme déterminée, dite capital statutaire ou capital social, laquelle représente le minimum de valeur que les associés s'engagent à maintenir, au patrimoine social dans l'intérêt des tiers ». Voy. aussi Th. Delvaux, « Le capital en droit des sociétés, notions et constitution », in B. Tillemans, A. Benoit-Moury, O. Caprasse et N. Thirion (éd.), *La constitution de sociétés et la phase de démarrage d'entreprises*, 2003, Bruxelles, la Charte, pp. 517-521.

(11) Voy. J. Armour, « Legal capital... », *op. cit.*, p. 15, note de bas de page 44 et E. Wymeersch, « Het statutaire kapitaal van de vennootschappen », *Liber amicorum Lucien Simont*, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 920.

(12) M. Miola, *op. cit.*, p. 421.

(13) Voy. en ce sens le résumé de l'étude de E. Wymeersch au sujet de la société coopérative en Belgique (« Het statutaire... », *op. cit.*, pp. 920-921).

(14) Dans les systèmes juridiques de tradition anglo-américaine, les créanciers sont considérés non comme un groupe — qui est plutôt traité par les systèmes juridiques européens comme étant homogène — mais davantage comme des individus qui doivent, s'ils le souhaitent, se protéger contractuellement contre les velléités opportunistes des actionnaires. Ce sont notamment les *indentures* américains qui visent en substance à limiter la capacité de la société à s'endetter et à restreindre sa faculté de procéder à des distributions sociales. Le point de départ dans les pays de tradition de *common law* est par conséquent que les créanciers participent à leurs risques, périls et frais au gouvernement d'entreprise considéré comme un ensemble de contrats (*nexus of contracts*). Pour une comparaison du droit européen et du droit américain, Voy. F. Kübler, « The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets », in K.J. Hopt et E. Wymeersch, *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, pp. 97 et s.

(2) J. Armour, « Legal capital : An Outdated Concept? », *European Business Law Review*, 2006, p. 12.

(3) Voy. J. Armour et D. Cumming, « Bankruptcy Law and Entrepreneurship », University of Cambridge, ESRC, Centre for Business Research, Working Paper, n° 300, 2005 et M. Horvath et M. Woywode, « Entrepreneurs and the Choice of Limited Liability », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 161(4), 2005 (ces auteurs proposent un modèle théorique intégrant l'aversion au risque ainsi que les différences de coût du capital et de taux d'imposition, en fonction du statut de responsabilité retenu : l'aversion au risque serait selon eux le facteur déterminant du choix des fondateurs de startups, les différences de coût du capital et de taux d'imposition étant secondaires).

(4) Ce type de comportement peut aussi être perçu comme une illustration de la *sunshine doctrine* qui se réfère à la défaillance cognitive des dirigeants de sociétés qui, spécialement lorsqu'ils se trouvent confrontés à une situation de crise, font preuve d'un optimisme injustifié : voy. H. Fleischer, « Legal Capital : A Navigation System for Corporate Law Scholarship », *E.B.O.R.*, 2006, p. 35. Le transfert de la charge des risques liés à l'insolvabilité de la société découle de l'octroi aux actionnaires du bénéfice de la responsabilité limitée : « Liability is generally viewed as a device for minimizing the social cost of private activities, and for forcing actors to internalize the full cost of their actions. An efficient liability system causes actors to consider the full cost of their actions. Limiting liability can thus be seen as subsidizing risky behaviour and allowing some actors to externalize part of the costs of their actions » (W.J. Carney, « Limited Liability », in *Encyclopedia of Law and Economics*, 1998, p. 665).

(5) Ce risque est illustré notamment par la loi belge du 27 décembre 2006, qui alourdit la responsabilité des dirigeants de sociétés dans certains cas de non-paiement des cotisations de sécurité sociale ou de certaines dettes fiscales.

(6) Une externalité se manifeste lorsque le comportement d'un agent économique modifie la situation d'un autre, sans que cette modification fasse l'objet d'une contrepartie marchande dès lors qu'il s'agit d'une action qui se situe en dehors du marché. L'externalité est dite positive quand l'effet procure une amélioration du bien-être de l'autre agent, et négative quand cet agent voit son bien-être diminuer. Cette notion a été caractérisée comme une imperfection du marché par A. Pigou dans *The Economics of Welfare*, Londres, Macmillan, 1920.

(7) M. Miola, « Legal Capital and Limited Liability Companies : the European Perspective », *E.C.F.R.*, 2005, p. 419.

(8) Voy. C. Peterson et N. Hawker, « Does Corporate Law Matter? - Legal Capital Restrictions on Stock Distributions », p. 3, www.uakron.edu/law/lawreview/docs/peterson.pdf.

(9) Voy. M. Goldman, P. Walsh, S. Norman et M. Pittenger, « Advising the Corporation in the Vicinity of Insolvency : Directors' Fiduciary Obligations and Creditors' rights », point B.1., www.potteranderson.com/news-publications-40-72.html.

6. — Le capital ne saurait pour autant être réduit à sa fonction de gage commun des créanciers. Selon la vision qu'on adopte, plutôt contractuelle ou davantage institutionnelle, du phénomène sociétaire, on peut donner du capital plusieurs définitions et lui reconnaître plusieurs fonctions. Il est aussi un outil de financement pour l'entreprise (15) et la clef de répartition des pouvoirs au sein de la société (16).

2

Principes de la deuxième directive harmonisant le droit des sociétés

7. — La deuxième directive européenne d'harmonisation du droit des sociétés (17) fait partie de l'entreprise d'unification du droit des sociétés en Europe, à laquelle la Commission s'est attachée dès les années 1960. Comme le rappelle le préambule, l'objectif de cette harmonisation était double : imposer des obligations communes pour « assurer une équivalence minimale dans la protection » des actionnaires et des créanciers et favoriser la liberté d'établissement en supprimant les entraves à l'activité transfrontière des sociétés. En l'espèce, il s'agissait de coordonner les législations nationales en vue d'imposer un capital social minimum dont la valeur est garantie notamment grâce à un contrôle des apports.

Le champ d'application de la directive est certes limité à la société anonyme — ou son équivalent dans d'autres Etats membres — mais certains législateurs nationaux ont utilisé les principes qu'elle pose pour fixer le régime des autres sociétés à responsabilité limitée (18). D'autres, moins convaincus, ont précisément édicté des règles opposées pour les sociétés à responsabilité limitée de type privé.

La deuxième directive consacre donc en droit européen une philosophie que connaissent déjà plusieurs droits internes, plus particulièrement le droit allemand (19), celle du re-

cours au capital social comme mesure de la fiabilité de la société. Le capital protège surtout les créanciers (20); il est, selon la formule du préambule, leur « gage ». Les règles découlent de cette fonction : le capital doit exister à la constitution de la société et y être maintenu jusqu'à sa dissolution. Toutefois, le deuxième considérant de la directive indique que celle-ci vise également la protection des actionnaires. On suppose qu'il s'agit de ceux qui ne contrôlent pas la société. Il est exact que tel peut, dans certains cas, être l'effet des règles que la directive édicte, notamment celles relatives à l'évaluation des apports (21).

Le contenu de la deuxième directive est bien connu, à tout le moins par l'intermédiaire de sa transposition en droit interne, de sorte qu'on se limite à le rappeler brièvement. Les règles récemment modifiées seront exposées plus en détails *infra*.

A. — Existence et maintien du capital

8. — Le principe est simple : le capital doit avoir une consistance au jour de la constitution de la société; il doit ensuite être maintenu pendant toute la durée de celle-ci. Ainsi, à la création de la société, le capital souscrit doit atteindre un montant minimal que le droit national ne peut fixer en dessous de 25.000 EUR (article 6.1). Les actions ne peuvent être souscrites pour un montant inférieur à leur valeur nominale ou à leur pair comptable (article 8.1), ce qui revient à dire que le capital, fixé dans les statuts et porté à la connaissance des tiers par la publication, doit être intégralement souscrit. La publication du montant du capital, qui résulte d'une application combinée de la première directive (22) et des articles 2 et 3 de la deuxième, procède de l'idée que les créanciers, à tout le moins contractuels, doivent pouvoir vérifier le montant du capital avant de s'engager avec la société. Les créanciers restent libres d'exiger une sûreté supplémentaire si ce « gage » général ne leur suffit pas.

9. — Le maintien du capital est principalement réalisé par l'interdiction de distribuer aux actionnaires des dividendes qui ne correspondraient pas à un bénéfice réalisé par la société. La distribution de dividendes ne peut avoir pour effet que l'actif net de la société devienne inférieur au capital social augmenté des réserves indisponibles (article 15.1.a), ce qui signifie que ces dividendes ne peuvent, en règle, être prélevés que sur les bénéfices ou les réserves disponibles. La logique du système voudrait que le capital ne pût être réduit pendant la vie de la société. Une certaine flexibilité existe cependant à cet égard : une réduction de capital peut être décidée par l'assemblée générale, mais uniquement dans le respect du droit des créanciers d'obtenir une sûreté pour le paiement de leur

créance (article 32.1), sauf lorsque la réduction de capital découle de la constatation de pertes réalisées par la société.

B. — Règles complémentaires

10. — La mise en œuvre effective de ces principes simples nécessite une panoplie de règles techniques compliquées, destinées à éviter, avec un succès d'ailleurs mitigé, les mesures de « contournement » que ne manquent pas d'élaborer d'astucieux actionnaires, le tout en ménageant des exceptions pour l'utilisation légitime, ou du moins raisonnable, de ces mécanismes. La directive n'est d'ailleurs pas exempte d'un certain nombre d'incohérences, comme en témoigne par exemple l'examen du traitement qu'elle réserve à la prime d'émission, qui ne constitue précisément pas un élément du capital « gage des créanciers », mais se voit néanmoins appliquer certains des principes de l'intangibilité, pas tous cependant, sans qu'en apparaisse la raison exacte (23).

11. — Ainsi, lors de la création de la société, le capital doit être constitué d'éléments d'actif susceptibles d'évaluation économique, ce qui exclut les apports en industrie, dont la réalisation forcée à charge des souscripteurs paraît trop aléatoire. S'il est constitué d'apports en nature, la valeur de ceux-ci ne peut être laissée à la discrétion des actionnaires, qui pourraient être tentés de la surevaluer. La consistance des apports et l'adéquation avec la valeur nominale ou le pair comptable des actions attribuées en contrepartie doit alors être attestée par un expert indépendant (article 10) (24). Les quasi-apports, soit les biens acquis par la société de ses fondateurs peu après la constitution, sont soumis à une procédure d'évaluation analogue (article 11), pour éviter qu'un apport en numéraire ne soit utilisé pour l'achat d'un bien qu'on voulait en réalité apporter en nature. Chaque action doit être libérée à concurrence d'un quart au moins à la souscription, et celles émises en contrepartie d'apports en nature doivent être libérées intégralement dans les cinq ans de leur souscription : un simple engagement de l'actionnaire ne suffit pas, il faut qu'un paiement effectif ait lieu (article 9). La société ne

(15) De ce point de vue, le droit fiscal belge encourage depuis peu le financement par les fonds propres (plutôt que par l'emprunt) en permettant aux sociétés de déduire de leurs revenus des intérêts fictifs (couramment appelés intérêts notionnels) calculés sur la base du montant de leurs fonds propres (articles 205bis et s. du Code des impôts sur le revenu).

(16) Voy. l'exposé des pouvoirs des actionnaires en fonction du pourcentage des titres qu'ils détiennent (en droit belge) : Ph. Marchandise, « Les assemblées générales, nouveaux lieux du pouvoir? », in *L'organisation du pouvoir dans la société anonyme*, Bruxelles, Bruylant, 2004, pp. 198 et s.

(17) Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976, tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés au sens de l'article 58, deuxième alinéa, du Traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, *J.O.C.E.* L 26, 31 janvier 1977, pp. 1-13.

(18) D'une manière générale, l'influence du droit européen des sociétés a dépassé son strict champ d'application. Voy. la communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne - Un plan pour avancer », COM (2003) 284 final, 21 mai 2003 (« plan d'action »), p. 6.

(19) En doctrine, voy. l'ouvrage classique réputé avoir largement influencé les règles européennes relatives au

capital : M. Lutter, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Recht der EWG*, Karlsruhe, C.F. Müller, 1964, 580 p.

(20) G. Keutgen, « La deuxième directive en matière de sociétés », *R.P.S.*, 1977, p. 2; E. Wymeersch, « Het statutaire... », *op. cit.*, p. 915.

(21) F. Kübler, *op. cit.*, p. 101.

(22) Première directive 68/151/CEE du Conseil, du 9 mars 1968, tendant à coordonner, pour les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les Etats membres, des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du Traité, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers, *J.O.C.E.* L 65, 14 mars 1968, pp. 8-12.

(23) Voy. H. Culot, « La prime d'émission », *R.P.S.*, 2006, p. 467.

(24) La notion d'indépendance n'est pas toujours comprise de la même manière. On se demande notamment si le commissaire de la société dispose de l'indépendance requise pour donner un avis sur l'évaluation des apports en nature. En France, cette tâche est confiée à un commissaire aux apports (article L 225-147 du Code de commerce). En Belgique, par contre, l'article 602 du Code des sociétés impose que l'avis donné sur l'évaluation des apports émane du commissaire de la société, si elle en a un. L'idée est qu'il ne s'agit pas d'une autorévision puisque, dans le cas des apports, le réviseur n'évalue pas les biens (cas visé à l'article 183ter, 4^o, de l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés), mais donne un avis sur l'évaluation effectuée par le conseil d'administration. La directive 2006/68 vient en quelque sorte consacrer cette interprétation (voy. *infra*, n^o 26). Toutefois, d'autres règles sont basées sur le point de vue inverse. Ainsi, le commissaire de la société ne peut intervenir comme expert indépendant appelé à donner un avis sur une offre publique d'acquisition lorsque l'offrant contrôle la cible (article 22, § 1^{er}, 1^o de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27756) ou sur une offre publique de reprise (article 5, § 1^{er}, 1^o de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise, *M.B.*, 23 mai 2007, p. 27789, qui suit en cela la circulaire D2/F/2000/5 de la Commission bancaire et financière du 19 décembre 2000).

peut pas souscrire ses propres actions (article 18), ce qui, par une forme de confusion d'ailleurs difficile à concevoir théoriquement, rendrait le capital (partiellement) fictif. Les règles ci-dessus sont également applicables en cas d'augmentation de capital au cours de la vie de la société (articles 25 et s.). Le montant du capital peut en effet évoluer et il importe que les créanciers, avertis de son montant par la publication imposée par la première directive (25), puissent se fier à la réalité du montant annoncé. La société ne peut acquérir ses propres actions, sauf dans une mesure limitée et à titre dérogatoire (article 19). Une société qui lui est liée ne le peut pas davantage. Si une telle acquisition a lieu, une réserve indisponible doit être constituée de manière à empêcher la distribution d'un montant égal à la valeur de l'élément d'actif ainsi détenu (article 22). La société ne peut, sauf exception, accorder des financements ou des sûretés en vue de l'acquisition de ses propres actions (article 23).

12. — De cette manière, la directive organise l'intangibilité du capital dans l'intérêt principal des créanciers. Elle ne garantit cependant pas que la société reste solvable, car elle ne limite en rien les investissements et ne fait guère plus pour prévenir les pertes sociales (26). Elle s'assure simplement que l'insolvabilité ne provienne pas d'une distribution aux actionnaires. La protection des créanciers est donc assez limitée; elle ne comporte aucune garantie de solvabilité de la société dès lors qu'elle se focalise sur le capital, élément du passif et donc non saisissable, sans se préoccuper des éléments actifs qui peuvent servir à désintéresser les créanciers. En définitive, il s'agit principalement d'une question de « rang » au sens du droit des sûretés, c'est-à-dire de s'assurer que les actionnaires ne bénéficient pas d'une cause de préférence par rapport aux créanciers (27). En outre, le capital social ne sera, dans ce système, une garantie efficace que dans la mesure où son montant et sa réalité sont assurés, de sorte qu'il corresponde à un actif net strictement affecté à l'entreprise, qui apparaît à la lecture des derniers comptes annuels (28).

3

Critiques du capital et « modernisation » du droit des sociétés

A. — Critiques du système basé sur le capital

13. — La doctrine anglaise — sur certains points, traditionnellement plus familière d'autres techniques que celles de la deuxième directive (29) — est plus prompte à faire apparaître ses incohérences et ses faiblesses.

(25) Voy. *supra*, note 22.

(26) Voy. toutefois l'article 17 de la deuxième directive, concernant la « perte grave du capital souscrit ».

(27) En ce sens, J. Armour, « Share Capital and Creditor Protection : Efficient Rules for a Modern Company Law », *Modern Law Review*, 2000, pp. 365-368.

(28) Il s'agit du *balance sheet test* qui permet en principe de déterminer si et dans quelle mesure une société peut effectuer des distributions sociales.

(29) V. Edwards, *EC Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999, pp. 51-52.

La pratique est aussi source de questionnements : pour les sociétés non soumises à la deuxième directive mais néanmoins dotées de la responsabilité limitée, typiquement les sociétés à responsabilité limitée de type privé, certains États n'imposent aucun montant minimal pour le capital social, sans qu'on constate d'inconvénients majeurs pour les créanciers. Ces expériences ont sans doute conforté la remise en cause du capital. L'abrogation en France du capital minimum dans les sociétés à responsabilité limitée (s. à r.l.) (article L 223-2 du Code de commerce, tel que modifié en 2003) peut être citée en exemple. En Belgique, le renforcement de l'obligation de libération du capital dans les sociétés privées à responsabilité limitée unipersonnelles relève, par contre, de la philosophie inverse (30).

On en demande trop au capital. La deuxième directive se concentre sur son rôle de protection des créanciers. Mais il sert aussi à représenter les apports des associés, à la fondation de la société ou à l'occasion d'une augmentation de capital et à fixer la répartition des droits entre les associés (notamment les droits de vote et les droits, préférentiels ou non, aux dividendes), ce qui l'implique dans les mécanismes de protection des actionnaires minoritaires (face aux actionnaires majoritaires) (31). Le capital parvient difficilement à remplir simultanément toutes les fonctions qui lui sont ainsi confiées (32). Des mécanismes comme la prime d'émission, l'incorporation de réserves, les parts bénéficiaires ou les actions sans droit de vote ou à vote multiple, par exemple, permettent alors de rompre le lien généralement existant entre le capital et les apports, ou entre le capital et les droits des actionnaires.

Son efficacité à protéger les créanciers est ainsi mise en doute (33). L'intangibilité du capital n'offre qu'une protection limitée aux créanciers (1) tout en créant de nombreux désagréments et contraintes (2), que l'on pourrait éviter sans amoindrir la protection des tiers (3). L'analyse économique des coûts et des bénéfices du système de règles autour du capital mène à la conclusion que les premiers sont en définitive plus importants que les seconds.

1. — Protection des créanciers : un mirage

14. — Les exigences de la deuxième directive en matière de capital minimal sont sans lien avec la taille de l'entreprise, le type d'activité exercée par la société ni avec les risques liés à cette activité (34). Parce que *one size does*

(30) Articles 213 et 223 du Code des sociétés, tels que modifiés par la loi du 14 juin 2004. Voy. Ph. Malherbe, « Le capital libéré des sociétés unipersonnelles selon les nouveaux articles 213 et 223 du Code des sociétés : inefficace, discriminatoire et illégal? », *R.P.S.*, 2004, pp. 140-151.

(31) Sur ces trois fonctions, voy. P. Van Ommeslaghe, « Le maintien du capital des sociétés anonymes », *Ann. dr. Louvain*, 1985, p. 151 et H. Culot, *op. cit.*, pp. 456 et s. Comp. J. Van Ryn, *Principes de droit commercial*, t. I, 1^{re} éd., 1954, p. 324, n° 470, Th. Tilquin et V. Simonart, *Traité des sociétés*, t. III, 2005, Bruxelles, Kluwer, pp. 129 et s.

(32) « Plan d'action », p. 93.

(33) Sur cette question, en général, J. Armour, « Share Capital... », *op. cit.*, pp. 355-378.

(34) La complexité des ratios bilantaires, qui permettent d'ajuster précisément le capital des institutions bancaires à la prise de risques, est une bonne illustration *a contrario* de cette inadéquation. Voy. B. Colmant, V. Delfosse, J.-P. Peters et B. Rauis, *Les accords de Bâle II pour le secteur bancaire*, Bruxelles, Larcier, 2005, 251 p. et E. Wymeersch, « Reforming

not fit all, la directive ne parvient pas à imposer l'adéquation des fonds propres.

Le montant du capital est lié au risque des associés et peut ainsi constituer un indice du « sérieux » de la société. Mais la préoccupation des créanciers de la société n'est pas tellement de connaître le montant du capital; ils souhaitent surtout s'assurer que la société est solvable, c'est-à-dire qu'elle pourra honorer ses dettes envers eux, qu'elle possède des actifs liquides ou qu'elle peut en produire par son activité (35). Dans cette mesure, il n'importe guère que les fonds de la société aient été investis dans des immobilisations peu liquides, qu'ils aient disparu dans des pertes opérationnelles ou abouti dans la poche des actionnaires. Le montant des fonds propres, *a fortiori* celui du capital, n'est donc qu'une mesure très fruste de la solvabilité de la société (36).

Fixé de manière forfaitaire, le capital minimum s'avère, dans la majorité des cas, insuffisant pour fournir la protection attendue par les créanciers en cas de dégradation de la situation de la société (37). Le système du capital minimal serait ainsi *ab initio* inefficace parce qu'éloigné de la réalité financière de la société : « the legal capital doctrine assumes, falsely, that the fixed amount of a firm's legal capital informs current and potential creditors of the resources that a firm possesses and may not freely distribute to its shareholders. In the real world, however, creditors (and potential creditors) care neither about these resources nor about the legal capital rules that are supposed to signal these resources » (38). Vient alors l'idée de soumettre les distributions aux actionnaires à un « test de solvabilité », qui aurait pour objet de s'assurer que la société pourra continuer à honorer ses dettes après la distribution (39).

2. — Rigidité du système : un coût de transaction

15. — Sans être d'un grand secours pour les créanciers, l'intangibilité du capital entraîne d'importantes rigidités et coûts de transaction dans le fonctionnement des sociétés (40). Ce n'est pas tellement le capital minimum — relativement modeste — qui soit ici en cause,

the Second Company Law Directive », *Financial Law Institute Working Paper Series WP 2006-15*, novembre 2006, <http://ssrn.com/abstract=957981>, p. 4.

(35) Voy. E. Wymeersch, « Het statutaire... », *op. cit.*, p. 916.

(36) « Plan d'action », p. 94; P. Le Cannu et G. Parleani, « Le financement du capital », *Rev. soc.*, 2005, p. 20.

(37) Voy. notamment J. Rickford, « Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders : Balance Sheet Tests and Solvency Tests », *E.B.O.R.*, 2006, p. 141. En ce sens, voy. aussi le rapport final du groupe d'experts de haut niveau en matière de droit des sociétés présidé par Jaap Winter (*Rapport Winter*), présenté le 4 novembre 2002, p. 98 : « On notera toutefois que de nombreux répondants ont ajouté que les fonctions assumées par le capital légal étaient plus importantes en théorie qu'en pratique : un large accord se dégageait pour estimer que le concept de capital légal ne permettait pas d'atteindre de manière efficace les objectifs qui lui étaient assignés ».

(38) L. Enriques et L. Macey, « Creditors versus capital formation : the case against the European legal capital rules », *Cornell Law Review*, 2001, p. 1186.

(39) Sur ces notions, W. Schön, « Balance Sheet Tests or Solvency Tests - or Both? », *E.B.O.R.*, 2006, pp. 181-198.

(40) L. Enriques et L. Macey, *op. cit.*, p. 1195. Voy. également en ce sens *Rapport Winter*, p. 93 : « Les dispositions régissant la constitution et le maintien du capital ont un impact sur le coût du capital et le crédit, même si cet impact est extrêmement difficile à évaluer ».

mais plutôt les règles anticournement : leur rédaction est parfois déficiente et elles empêchent, même dans des cas où le paiement des créanciers n'est pas en péril, de procéder à nombre d'opérations pourtant utiles à la société ou à ses actionnaires. Ainsi, dans le cas particulier des apports en nature, la procédure d'évaluation des biens apportés est coûteuse, d'autant qu'il faut parfois recourir à un expert autre que le commissaire de la société; le temps qu'elle nécessite gêne le maniement et l'utilisation des fonds propres. L'interdiction, sous le régime actuel, d'effectuer des apports en industrie est également critiquée, particulièrement au regard des besoins de financement des *start-ups* et des sociétés technologiques pour lesquelles les services spécialisés constituent une part importante des actifs.

16. — Les limitations posées en vertu du *balance sheet test* aux distributions et à l'utilisation des éléments du capital ou du quasi-capital sont décrites à cause de leur complexité, de leur rigidité (41) et de leur inefficacité. Un tel carcan représente un coût en soi, sans compter les coûts liés à sa mise en œuvre pour les entreprises (42). En outre, l'évolution des règles comptables, qui se détournent du point de vue du créancier en faveur d'une approche davantage centrée sur la valeur pour l'actionnaire, renforcent l'idée que la comptabilisation des fonds propres doit plus servir à l'information des actionnaires qu'à la protection des créanciers. Dans certains cas, les nouvelles règles comptables augmentent la volatilité des résultats de la société, ce qui, joint aux règles d'intangibilité du capital, peut gêner, voire rendre impossible la distribution de dividendes, alors que la société se trouve dans une situation financière et de liquidité satisfaisante (43). Au départ du postulat selon lequel les politiques de distribution de dividendes sont un outil de communication efficace à l'attention des marchés de valeurs mobilières, certains auteurs estiment encore que les règles restreignant les distributions de dividendes entravent le financement de la société par un mauvais fonctionnement de ces marchés (44).

17. — La réglementation de la deuxième directive sur l'achat par une société de ses propres actions est également critiquée pour son effet sclérosant. La limite — arbitraire — d'achat d'actions propres à concurrence de 10 % du capital social est en particulier mal perçue. L'efficacité du marché, dans une économie où les entreprises tendent à se financer davantage par les fonds propres (45), commande en effet de faciliter les opérations d'achat d'actions propres. Grâce à ce mécanisme les actionnaires peuvent réinvestir des capitaux dormants et, par hypothèse, peu productifs, dans des entreprises en manque de capitaux propres. L'achat d'actions propres permet par ailleurs de réduire les liquidités de la société autrement que par l'attribution de dividendes. Ce procédé peut également contribuer à stabiliser un marché

d'actions versatile et à valoriser au mieux les actions de la société, ou encore d'effectuer des rachats avant l'émission de *stock options* (46).

18. — L'interdiction faite aux sociétés d'avancer des fonds et de donner des sûretés en vue de l'acquisition de leurs actions par un tiers faisait également l'objet de critiques, qui concluent à son inutilité et regrettent que cette prohibition empêche des opérations économiquement souhaitables (47).

3. — Sûretés contractuelles et assurances : des mécanismes alternatifs préférables

19. — Enfin, au départ d'une analyse économique, les détracteurs du capital social font valoir que les créanciers d'une société, soucieux de préserver au mieux leurs intérêts, disposent d'un large éventail d'outils pour se prémunir contre le risque de non-paiement de leur créance. Les créanciers peuvent ainsi majorer les prix afin de contrebalancer un risque accru (48), se ménager par contrat des prérogatives en sus des garanties légales ordinaires (par exemple une sûreté réelle ou personnelle) ou encore négocier des sûretés dites négatives (*financial covenants* dans les emprunts) qui, en substance, limitent la capacité de la société à s'endetter. Ces moyens contractuels de protection seraient plus efficaces, moins coûteux et mieux adaptés aux besoins des parties que les règles actuelles sur le capital social. Quant aux créanciers involontaires, principalement extracontractuels, leur créance est parfois couverte par une assurance, éventuellement obligatoire. A défaut ce n'est sans doute pas le montant du capital — qu'ils n'auraient par hypothèse pas pu vérifier à l'avance — qui leur serait d'une grande aide (49).

B. — Projet de réforme et discussions

20. — En 1996, la Commission européenne a lancé un projet pilote destiné à simplifier la législation relative au marché intérieur, afin d'en rationaliser le fonctionnement. Cette initiative s'est concrétisée en cinq phases, entre 1996 et 2002 (50).

Dans ce cadre et au vu des critiques résumées ci-dessus, la Commission européenne a décidé d'examiner les améliorations qui pouvaient être apportées à la deuxième directive (51). La méthodologie originale de ce projet s'appuyait sur le fonctionnement d'équipes de travail restreintes, composées d'experts des administrations nationales et d'utilisateurs de la législation concernée qui, au terme d'une réflexion informelle, ont proposé les simplifications qui leur paraissaient les plus souhaitables (52).

En septembre 1999, le groupe de travail traitant de la simplification du droit des sociétés a présenté ses conclusions (53), qui peuvent schématiquement être résumées comme suit.

1) Dans certaines hypothèses, l'obligation de recourir aux services d'un expert indépendant pour évaluer les apports en nature pourrait être supprimée moyennant l'instauration de garde-fous adéquats, étant soit que les éléments d'actifs à apporter ont récemment fait l'objet d'une évaluation à dire d'expert qui reste d'actualité, soit que l'apport consiste en des titres cotés, valorisés au prix fixé sur le marché réglementé.

2) Il faudrait assouplir l'achat d'actions propres, notamment en supprimant le plafond d'achat de 10% du capital social et en allongeant à cinq ans la durée de validité de l'autorisation accordée au conseil d'administration pour l'achat d'actions propres.

3) La société doit pouvoir apporter une aide financière à l'acquisition de ses actions, limitée soit, par son *quantum*, au montant des actifs nets distribuables, soit, par sa cause, en interdisant seulement les aides consenties en vue de financer la souscription par un tiers d'actions nouvellement émises.

4) Il convient de vérifier s'il est souhaitable de conserver les notions de valeur nominale et de pair comptable ou si le recours à des actions « représentant simplement une fraction de la société » permettrait de simplifier les procédures.

5) Le régime de retrait forcé des actions doit être étendu lorsque les Etats membres n'ont pas instauré de procédure d'éviction, au cas où au moins 90% des actionnaires sont favorables à un retrait des actionnaires minoritaires.

6) Dans les sociétés cotées, le conseil d'administration doit pouvoir émettre des actions nouvelles sans droit de souscription préférentiel pour autant que ces actions soient émises au prix du marché et souscrites en numéraire.

21. — Les critiques adressées au système du capital ont été étudiées par le groupe d'experts de haut niveau en droit des sociétés, qui présenta, le 4 novembre 2002, un rapport intitulé « Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés » (54). Le groupe d'experts présidé par J. Winter s'est montré largement convaincu par les critiques adressées à la deuxième directive. Sa proposition consiste, à long terme, à permettre aux Etats européens soit de conserver le principe de l'intangibilité du capital, soit d'opter pour un régime de contrôle de la solvabilité de la société.

Conscient du caractère révolutionnaire de sa proposition, le groupe proposait également, dans une première phase réalisable à plus court terme, de mettre en œuvre les propositions formulées par la Commission dans le cadre du programme SLIM, propositions que le groupe a tenu à élargir pour y intégrer quelques autres préoccupations (SLIM+).

(41) Voy. F. Kübler, *op. cit.*, pp. 101-102.

(42) J. Rickford, *op. cit.*, pp. 170-171 et *Rapport Winter*, p. 94 : « Le régime actuel est critiquable du fait de son manque de flexibilité et de ses coûts, susceptibles de compromettre, dans une certaine mesure, la capacité des sociétés à se financer par l'émission d'actions ».

(43) « Plan d'action », p. 94; J. Winter, « EU Company Law on the Move », *Legal Issues of Economic Integration*, 2004, p. 110.

(44) L. Enriques et L. Macey, *op. cit.*, pp. 1197-1198.

(45) E. Wymeersch, « Reforming... », *op. cit.*, p. 3.

(46) W. Ming-Cheng, K. Hui-Chuan et H. Yun-Hsuan, « The Impact of Employee Stock Options Issued By Companies on Stock Repurchases », <http://ssrn.com/abstract=966163>.

(47) Voy. notamment E. Ferran, « Simplification of European Company Law on Financial Assistance », *E.B.O.R.*, 2005, p. 94 et E. Wymeersch, « Reforming... », *op. cit.*, p. 21.

(48) Les *junks bonds* en sont une illustration.

(49) Voy. J. Armour, « Share Capital... », *op. cit.*, pp. 371-372.

(50) COM(1996) 204 final, communication de la Commission du 8 mai 1996 sur le projet pilote SLIM (simplifier la législation relative au marché intérieur).

(51) SEC(98) 1944, document de travail des services de la Commission sur la simplification de la législation relative au marché intérieur (SLIM) : extension à une quatrième phase.

(52) C. De Vos, « Het SLIM IV project van de Europese Commissie : harmonisatie door dereguleren van het Europees Vennootschappenrecht », *R.D.C.*, 2000, p. 609.

(53) Recommandations du groupe de travail SLIM « droit des sociétés » sur la simplification des première et deuxième directives sur le droit des sociétés, septembre 1999, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037fr.pdf.

(54) « Rapport Winter », spécialement le chapitre intitulé « Constitution et maintien du capital », pp. 93-109.

Il ne s'agit plus ici de modifier la philosophie du droit des sociétés, mais de simplifier l'accomplissement de formalités imposées inutilement et d'assouplir quelque peu la législation, en somme de « supprimer les défauts perçus tout en conservant [l]es vertus » du régime actuel (55).

En écartant l'idée d'abroger la règle du capital minimal, jugée plus ou moins insignifiante, le groupe identifie cinq thèmes qui méritaient de faire partie du premier train de réforme : évaluation des apports en nature, réduction de capital, acquisition d'actions propres, aide financière de la société en vue de l'acquisition de ses actions et retrait forcé des actions (56). D'autres questions sont renvoyées en vue d'études plus approfondies ou de traitement dans le cadre d'autres réformes législatives : création d'actions sans valeur nominale ni pair comptable, apport en nature de prestations de services, élargissement des possibilités de limiter le droit de préférence, responsabilité des administrateurs en cas d'insolvabilité et subordination des dettes envers les personnes liées à la société.

Dans son « plan d'action » pour le droit des sociétés, la Commission adopte cette approche : la simplification du système peut être mise en œuvre à bref délai, mais la « révolution » nécessite davantage de réflexions et d'études (57).

22. — Avec l'accord du Parlement européen dans le cadre de la procédure de codécision, le Conseil a adopté le 6 septembre 2006 une directive 2006/68/CE modifiant la deuxième directive (58).

4

Réformes opérées par la directive 2006/68

A. — Simplification de la vérification des apports en nature

23. — La deuxième directive prévoit, en son article 10, l'obligation de faire évaluer les apports en nature par un expert. Cet expert indépendant, désigné ou agréé par les pouvoirs publics, doit rendre un rapport qui, au moins (i) décrit les biens apportés, (ii) précise les modes d'évaluation adoptés et (iii) indique si ces modes d'évaluation conduisent à apprécier l'apport à une valeur au moins équivalente au capital émis en contrepartie.

Seule la publication de ce rapport s'impose ; il peut donc, au choix des législateurs nationaux, n'avoir qu'une valeur indicative.

La directive 2006/68, insérant un nouvel article 10bis dans la deuxième directive, prévoit trois nouveaux cas dans lesquels les États membres peuvent dispenser les sociétés anonymes de recourir à une évaluation spéciale avant d'effectuer un apport en nature, dès lors qu'« un point de référence clair existe déjà pour l'évaluation de cet apport » (59). L'indication que ces dérogations valent lorsque l'apport est effectué « sur décision de l'organe d'administration » semble être une erreur de texte explicable par le processus législatif, de sorte que les dérogations vaudraient quel que soit la procédure d'apport (60).

1. — Apport de valeurs mobilières ou d'instruments du marché monétaire

24. — Lorsque l'apport porte sur des titres négociables sur le marché des capitaux (principalement des actions de sociétés, des obligations ou des autres titres de créance) ou sur des catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, tels les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les effets de commerce, à l'exclusion des instruments de paiement (61), l'évaluation à dire d'expert n'a qu'une valeur ajoutée très relative.

C'est pourquoi la directive 2006/68 autorise, dans ce cas, les États membres à dispenser les sociétés anonymes de l'obligation de faire appel à un expert pour autant :

1) que ces titres et instruments soient évalués au prix moyen pondéré auquel ils ont été négociés sur un marché réglementé au sens de l'article 4, § 1^{er}, point 14) de la directive 2004/39/CE précitée pendant un laps de temps d'une durée suffisante (laissée à la discrétion des États membres) ;

2) que ce prix n'ait pas été affecté par des circonstances exceptionnelles de nature à influencer de manière significative sur la valeur de l'apport : dans ce cas, c'est à l'organe d'administration ou de direction de la société qu'il appartient (62), sous sa responsabilité, de faire procéder à une réévaluation conformément à la procédure de l'article 10 de la deuxième directive.

Le Comité économique et social européen avait suggéré d'assortir cette disposition « d'une restriction selon laquelle le prix

moyen pondéré doit être considéré comme un maximum, les organes de décision ayant la faculté de pratiquer une évaluation différente et motivée » (63). La directive 2006/68 ne semble donc laisser aucune marge d'appréciation aux organes de gestion de la société pour l'évaluation de la valeur des titres, étant entendu que l'organe compétent de la société et les souscripteurs peuvent convenir de s'écarter de cette valeur, tout comme ils peuvent le faire pour la valeur fixée par l'expert en vertu de l'article 10.

2. — Apport d'actifs évalués par un expert peu avant l'apport

25. — Les États membres peuvent permettre aux sociétés anonymes de ne pas recourir à une évaluation d'expert lorsque les biens apportés ont déjà fait l'objet d'une évaluation « à la juste valeur » par un expert indépendant moins de six mois avant la réalisation effective de l'apport (64), pour autant que « l'évaluation a[it] été réalisée conformément aux principes et aux normes d'évaluation généralement reconnus dans l'État membre pour le type d'élément d'actif constituant l'apport » et que, dans l'intervalle, la valeur du bien n'ait pas été modifiée par des circonstances nouvelles (65).

Ce qui importe ici n'est pas tant le contexte dans lequel l'évaluation intervient (par exemple une *fairness opinion*) que la manière dont cette évaluation a été réalisée et le respect du délai de six mois.

3. — Cas particulier d'actif évalué peu avant l'apport, à l'occasion du contrôle des comptes

26. — La directive introduit la présomption simple qu'un bien a été évalué « à la juste valeur » lorsque cette valeur est inscrite dans les comptes légaux de l'exercice précédent, pour autant que ces comptes aient été contrôlés conformément à la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 sur le contrôle des comptes annuels. Il n'est donc pas nécessaire d'évaluer les biens à nouveau. On notera que l'évaluation faite dans le cadre de l'établissement des comptes annuels n'est pas nécessairement basée sur les mêmes critères que l'évaluation « classique » des apports en nature, surtout depuis l'introduction des normes I.F.R.S. (66).

4. — Règles générales

27. — En cas d'apport en nature effectué sous le bénéfice d'une de ces trois dispenses, une déclaration contenant les éléments suivants devra être publiée conformément à l'article 3 de la première directive, dans le mois qui suit le jour où l'apport est effectué (nouvel article 10ter, § 1^{er}) :

- 1) le nom de l'apporteur ;
- 2) une description de l'objet de l'apport ;
- 3) la valeur de l'apport ;
- 4) l'origine de l'évaluation et, le cas échéant, le mode d'évaluation de l'apport ;

(63) Avis sur la « proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital », J.O.U.E. C 294, 25 novembre 2005, p. 2.

(64) Il s'agit en principe du jour où l'apport est souscrit.

(65) Nouvel article 10bis, § 2, b, de la deuxième directive.

(66) R. Tas, *op. cit.*, p. 622.

(55) « Plan d'action », p. 97.

(56) Ce dernier point fut, par la suite, laissé en dehors des discussions.

(57) « Plan d'action », pp. 20-21. Sur le « plan d'action » et la modernisation du droit des sociétés en général, Voy. G. Carton de Tournai, « La modernisation du droit européen des sociétés et son impact sur le droit belge des sociétés », *Dr. banc. fin.*, 2003, pp. 327 et s. et Y. De Cordt et Chr. Brûls, « La protection des actionnaires en droit communautaire », *J.T.D.E.*, 2007, pp. 129-132.

(58) Directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, J.O.U.E., L 264, 25 septembre 2006, pp. 32-36.

(59) Troisième considérant de la directive 2006/68.

(60) R. Tas, « Wijzigingen inzake de bijeenbrenging en instandhouding van het maatschappelijk kapitaal : de afgeslankte tweede richtlijn », *T.R.V.*, 2006, p. 620 ; R. Van Boven, « Aperçu des modifications apportées à la deuxième directive de droit des sociétés », *Tax, Audit & Accountancy*, 2007/3, p. 8.

(61) Il s'agit des définitions données respectivement à l'article 4, § 1^{er}, points 18) et 19), de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

(62) Les termes « à l'initiative » laissent penser qu'il s'agit d'une faculté conférée à l'organe de gestion de la société. Les travaux préparatoires (document de travail de la Commission, commentaire détaillé (article par article) de la proposition COM(2004) 730 final du 29 octobre 2004 de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation_fr.pdf) et l'existence d'une responsabilité, en revanche, semblent présupposer une obligation. Le Comité économique et social européen, dans son avis précité, a estimé que la mention « à l'initiative » (de l'organe d'administration ou de direction) utilisée à l'article 23, § 1^{er}, alinéa 2, de la proposition de la Commission devrait être supprimée parce que trop vague. Pourquoi alors avoir conservé un concept « beaucoup trop vague » à l'article 10bis de la directive ?

5) la valeur nominale ou, à défaut, le nombre d'actions émises en contrepartie de l'apport;
6) une attestation précisant que cette valeur de l'apport correspond au moins au produit suivant : [valeur nominale ou pair comptable + prime d'émission] × nombre d'actions à émettre en contrepartie;

7) une attestation précisant qu'aucune circonstance nouvelle ayant affecté l'évaluation initiale n'est survenue dans l'intervalle.

La procédure d'évaluation simplifiée s'applique également aux quasi-apports (nouvel article 11, § 1^{er}) et aux apports en nature qui s'inscrivent dans le cadre d'une augmentation de capital (nouvel article 27, § 2). En cas de recours au capital autorisé, l'opération doit être rendue publique après que l'augmentation de capital a été décidée, mais avant la réalisation effective de l'apport (nouvel article 10^{ter}, § 2).

28. — Sauf pour la première exception (titres cotés), un ou plusieurs actionnaires minoritaires détenant au moins 5 % des actions représentatives du capital social avant l'augmentation peuvent exiger la réévaluation du bien apporté si sa valeur estimée a été sensiblement affectée à la suite de circonstances nouvelles.

B. — Acquisition d'actions propres

29. — Les Etats membres ont le choix d'interdire à une société d'acquérir ou de prendre en gage (67) ses propres actions, comme par le passé, ou de l'autoriser à des conditions quelque peu modifiées.

L'assemblée générale des actionnaires doit (i) marquer son accord à l'opération de rachat, (ii) en préciser les modalités envisagées, en particulier le nombre maximum d'actions à acheter et la fourchette de prix d'acquisition et (iii) indiquer la durée de validité de son autorisation, dont le maximum est fixé par les Etats membres, étant entendu qu'il ne peut excéder cinq ans (au lieu de dix-huit mois précédemment).

L'organe de gestion de la société doit s'assurer que seules des actions entièrement libérées sont acquises et qu'au terme de l'acquisition envisagée et d'opérations identiques antérieures, l'actif net, tel qu'il résulte des comptes annuels, demeure supérieur au capital souscrit augmenté des réserves indisponibles et, le cas échéant, diminué du montant du capital non appelé (68).

Le droit national doit obligatoirement soumettre à ces conditions l'autorisation d'acquérir des actions propres. La liste est à présent exhaustive, ce qui devrait, selon le vœu de la Commission, contribuer « à créer des conditions égales dans ce domaine dans toute l'Union » (69).

30. — Toutefois, les Etats membres peuvent choisir de soumettre l'acquisition d'actions propres à une ou plusieurs des conditions supplémentaires suivantes (nouvel article 19, § 1^{er}, alinéa 2) :

1) toutes transactions confondues, la société ne peut pas détenir un nombre d'actions propres représentant plus d'un pourcentage du capital fixé par l'Etat et supérieur ou égal à 10%; ceci revient à permettre aux Etats de maintenir la caractéristique fondamentale, et critiquée, du régime antérieur, même s'ils peuvent aussi fixer un pourcentage supérieur;
2) l'autorisation accordée à la société d'acquérir ses propres actions doit être insérée dans les statuts ou dans l'acte constitutif de la société;

3) la société doit respecter « les obligations appropriées d'information et de notification »;
4) dans certains cas à déterminer par les Etats membres, la société peut être contrainte d'annuler les actions acquises et d'incorporer un montant égal à la valeur nominale des actions annulées dans une réserve qui ne peut être distribuée aux actionnaires que par le biais d'une réduction de capital;

5) l'acquisition ne peut pas compromettre le désintéressement des créanciers, ce qui paraît inviter à mettre en place un test de solvabilité en sus du *balance sheet test*.

Nous ne pouvons que constater le paradoxe déjà mis en exergue dans l'exposé des motifs du Parlement européen : alors qu'il s'agissait de simplifier, « ces mesures auront, sous certains aspects, pour effet d'accentuer les obligations administratives et de diffusion d'informations » (70).

31. — La deuxième directive demeure inchangée en ce qu'elle impose (i) de suspendre le droit de vote des actions propres, (ii) de créer au passif du bilan une réserve indisponible équivalente à la valeur à laquelle les actions propres sont reprises à l'actif du bilan, (iii) de céder, endéans les trois ans, les actions visées à l'article 20, § 1^{er}, b à g, sauf si les actions propres détenues par la société ou par un tiers agissant pour son compte sont inférieures à 10% du capital et (iv) d'indiquer dans le rapport de gestion les informations minimales afférentes aux cessions et acquisitions d'actions propres effectuées au cours de l'exercice. Les Etats membres devront aussi tenir compte des règles européennes existant par ailleurs en matière d'abus de marché.

En définitive, les seules simplifications apportées par la directive 2006/68 sont, d'une part, l'allongement à cinq ans de la durée de validité maximale de l'autorisation de l'assemblée générale pour l'acquisition d'actions propres, afin de permettre aux sociétés de réagir efficacement aux développements du marché et de limiter les formalités liées à l'intervention de l'assemblée générale et, d'autre

part, la faculté d'autoriser l'acquisition d'actions propres dans la limite du montant des réserves distribuables, même s'il est supérieur à 10% du capital souscrit de la société.

C. — Avances de fonds, prêts et sûretés en vue de l'acquisition d'actions de la société

32. — Le régime antérieur était sans équivoque : « Une société ne peut avancer des fonds, ni accorder des prêts, ni donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers » (ancien article 23, § 1^{er} de la deuxième directive). Cette règle est bien connue des praticiens pour empêcher, malgré son interprétation restrictive et les exceptions limitées qui l'affectaient, certaines opérations de *leveraged buyout* par lesquelles les actions d'une société étaient acquises au cours d'une opération ultimement financée au moyen des actifs de la société elle-même.

Consciente que « dans certains cas très précis, (...) il peut tout à fait être dans l'intérêt de la société d'aider financièrement un tiers à acquérir des actions de la société et à devenir ainsi actionnaire de celle-ci » (71), la Commission a proposé d'amender cet article 23, qui permet (72) désormais aux Etats d'autoriser la société à aider financièrement un tiers pour l'acquisition de ses actions, pour autant :

1) que l'opération ait lieu sous la responsabilité des organes de gestion;

2) qu'elle se déroule à de « justes conditions de marché »;

3) que la situation du ou des tiers qui bénéficient de l'aide de la société ait été dûment examinée;

4) que l'opération ne réduise pas l'actif net en dessous du montant du capital souscrit augmenté des réserves indisponibles et, le cas échéant, diminué du montant du capital non appelé;

5) que l'organe de gestion justifie, dans un rapport à publier conformément aux dispositions de la première directive, des mérites de l'opération au regard de l'intérêt social et compte tenu de son impact sur la solvabilité de la société, et y indique le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions de la société (73);

6) que l'opération ait été approuvée par l'assemblée générale qui, après avoir pris connaissance du rapport précité, statuera aux conditions de majorité spéciales visées à l'article 40 de la deuxième directive (en principe deux tiers des voix);

7) que la société porte au passif du bilan une réserve indisponible d'un montant égal à celui de l'aide financière totale.

Les législateurs nationaux sont, par ailleurs, invités à prendre les mesures destinées à protéger l'intérêt social lorsque des administrateurs ou des personnes y assimilées sont parties à l'opération de financement (nouvel article 23^{bis}).

(67) L'article 24 de la deuxième directive assimile en effet la prise en gage des actions à leur acquisition.

(68) En d'autres termes, le montant pouvant être affecté à l'opération correspond aux fonds propres moins le capital et les réserves indisponibles, étant entendu que ce test doit être effectué compte tenu du nombre total d'actions propres détenues par la société (ou par un tiers agissant pour le compte de la société), le but est bien entendu d'éviter un contournement de la règle par des acquisitions multiples.

(69) Document de travail de la Commission, commentaire détaillé (article par article) de la proposition COM(2004) 730 final du 29 octobre 2004 de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la di-

rective 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004_proposal/explanation_fr.pdf, p. 3. Voy. aussi R. Tas, *op. cit.*, p. 625.

(70) Rapport du Parlement européen du 28 février 2006 sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, COM(2004)0730 - C6-0169/2004 - 2004/0256(COD), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A6-2006-0050&language=FR&mode=XML#title2>, p. 21.

(71) Document de travail de la Commission, précité, p. 4.

(72) Ce qui pose la question de l'impact que cette distorsion ne manquera pas d'avoir sur la liberté d'établissement.

(73) Conformément à l'article 23, § 1^{er}, alinéa 5, de la deuxième directive, le prix de ces actions devra être « juste » lorsque le tiers les rachète à la société elle-même.

Les exceptions qui existaient précédemment en faveur des banques et des employés de la société sont maintenues.

La solution retenue est conforme à l'approche adoptée par la deuxième directive en matière d'acquisition par une société de ses propres actions et, plus largement, en matière de distributions sociales.

33. — Le groupe d'experts de haut niveau avait suggéré « de permettre à l'assemblée des actionnaires de donner l'autorisation au conseil d'administration, pour une période de temps maximum (par exemple, cinq ans), de décider une aide financière dans la limite des réserves distribuables » (74). La Commission a cependant considéré qu'« eu égard au caractère extrêmement sensible de ces opérations, l'assemblée générale ne doit pas donner à l'avance à l'organe d'administration ou de direction, sans lien avec une proposition dûment détaillée, une autorisation préalable générale lui permettant d'accorder une assistance financière d'un type à déterminer à une étape ultérieure. » (75) La plupart des transactions financières effectuées dans le cadre du droit des sociétés sont relativement urgentes et commercialement sensibles de sorte qu'il ne sera souvent pas possible d'obtenir l'accord de l'assemblée générale. En conséquence, « this condition is likely to reduce significantly the practical usefulness of the proposed relaxation of the ban on financial assistance » (76).

D. — Réduction du capital

34. — Les créanciers dont le titre est antérieur à la publication de l'acte de réduction de capital avec distribution aux actionnaires ont le droit d'obtenir une sûreté pour leurs créances non encore échues lors de cette publication, sauf s'ils disposent déjà de garanties adéquates ou si ces garanties ne sont pas nécessaires « compte tenu du patrimoine de la société ». Ils doivent pouvoir, à cette fin, saisir une autorité judiciaire ou administrative, étant entendu qu'il leur revient de démontrer que la réduction du capital compromet le remboursement de leur créance et que la société ne leur a pas fourni de garanties adéquates (nouvel article 32, § 1^{er}).

La directive 2006/68 rend explicite l'exigence que les Etats instituent une procédure. Ceci ne simplifie pas réellement les opérations de réduction de capital, d'autant que l'exigence est formulée comme un simple minimum, de sorte que les Etats peuvent prévoir des garanties plus importantes en faveur des créanciers (77).

Comme précédemment, la décision de réduction de capital ne peut produire aucun effet tant que la sûreté n'a pas été accordée ou tant que la juridiction compétente n'a pas rejeté la requête.

5

Appréciation

35. — Plusieurs remarques s'imposent au terme de l'exposé des modifications apportées par la directive 2006/68 au système du capital en droit des sociétés.

La première est une interrogation sur l'existence d'une réforme du droit des sociétés. Pour qu'elles aient un impact sur les sociétés commerciales, les règles contenues dans les directives européennes doivent être transposées dans le droit interne. S'il est exact que les Etats sont obligés de rendre leur droit interne conforme au droit européen, il faut constater qu'en les autorisant à modifier leur législation tout en leur laissant le choix de maintenir les règles antérieures, la directive 2006/68 n'impose guère de changement. Tout au plus permet-elle quelques adaptations fonctionnelles. Le caractère facultatif des dispenses de l'évaluation des apports en nature et la possibilité de maintenir le seuil de 10% d'actions propres constituent deux exemples significatifs. Quand on connaît le temps mis parfois à transposer les directives lorsque cette transposition est obligatoire, on peut craindre qu'ici, la transposition soit plus tardive encore, voire qu'elle ne soit tout simplement pas poursuivie (78). L'intérêt que les différents *stakeholders* porteront aux nouvelles possibilités qui sont offertes, et la vigueur avec laquelle ils feront valoir leurs atouts auprès des pouvoirs publics nationaux, auront sans doute une grande importance.

A supposer que les facultés accordées par la nouvelle directive soient mises en œuvre, encore faudra-t-il alors constater que leur ampleur est singulièrement limitée. La modestie de la directive s'explique peut-être par une politique réaliste des « petits pas ». Mais quand on voit le temps et l'énergie nécessaires pour effectuer un (si) petit pas, peut-on espérer avancer un jour d'un grand pas?

La deuxième réflexion tient à l'objectif du législateur européen. Les grandes directives en cette matière œuvraient en faveur d'une harmonisation, en imposant aux Etats certaines options fondamentales et des obligations précises, destinées à uniformiser la réglementation du droit des sociétés, ou à tout le moins d'aspects importants de la vie des sociétés. L'objectif de la directive 2006/68 s'inscrit, au nom de la compétitivité (79), dans un autre mouvement. Loin d'imposer un assouplissement uniforme, en Europe, du droit des sociétés, elle permet d'ôter certaines rigidités des droits nationaux, tout en laissant le choix, et la responsabilité, aux Etats membres. L'harmonisation et, partant, l'égalité de traitement qui la justifiait n'y trouvent guère leur compte (80). De ce seul point de vue, on doit peut-être se réjouir que la « réforme » soit si ténue.

Enfin, certains vont jusqu'à réclamer l'abrogation de la deuxième directive, estimant que

ses règles sont inefficaces et qu'il convient d'établir une concurrence des réglementations, quitte à ce que certains Etats maintiennent un comportement économiquement irrationnel, c'est-à-dire une réglementation sous-optimale (81). Sans aller jusque là, la directive 2006/68 s'engage néanmoins dans cette voie. Le législateur européen est, à cet égard, précédé par la Cour de justice qui, par ses arrêts *Centros* et *Überseering*, autorise déjà une certaine concurrence pour les sociétés privées, sans qu'on n'aperçoive, il est vrai, de raison justifiant fondamentalement un traitement différent pour les sociétés publiques (82).

Conclusion

36. — Dans le conflit entre les actionnaires, qui contrôlent la société mais dont la responsabilité est limitée, et les créanciers sociaux, le capital et son intangibilité ont pu être considérés comme la protection des seconds. Tel était le point de départ pour que la deuxième directive harmonisant le droit des sociétés anonymes en Europe impose l'existence et le maintien d'un capital minimum. Ces principes ont été remis en cause par la doctrine, d'abord, par les experts mandatés par la Commission, ensuite.

Les mesures prises ne sont pas à la hauteur du défi. L'autorisation, sans obligation, de simplifier marginalement les règles relatives aux apports en nature et à l'acquisition d'actions propres, est loin du rajeunissement nécessaire, et attendu, du droit européen des sociétés. La possibilité d'autoriser les sociétés à contribuer au financement de l'acquisition de leurs actions est peut-être la nouveauté la plus remarquable, mais elle est loin de constituer une révolution.

Il reste à formuler deux souhaits. D'une part, il faudrait que les Etats membres prennent la peine d'adapter leur droit interne pour permettre concrètement aux sociétés d'utiliser les possibilités ouvertes par la directive 2006/68. D'autre part, on espère que l'effort de rénovation du droit européen des sociétés, et en particulier de son volet relatif au capital, ne s'arrêtera pas ici, mais qu'il pourra aboutir à une réforme qui soit réellement à la hauteur des réflexions en cours.

Henri CULOT

Assistant à l'Université catholique de Louvain
Avocat au barreau de Bruxelles

Maxim VAN BUGGENHOUT
Avocat au barreau de Bruxelles

(74) Rapport Winter, p. 101.

(75) Document de travail de la Commission, précité, p. 5.

(76) E. Ferran, *op. cit.*, p. 96. Aussi E. Wymeersch, « Reforming... », *op. cit.*, p. 22.

(77) R. Tas, *op. cit.*, p. 629. Comp. B. Lecourt, « Chronique de droit européen des sociétés », *Rev. soc.*, 2006, p. 673.

(78) La directive 2006/68 doit en principe être transposée dans les législations des Etats membres pour le 15 avril 2008, au plus tard.

(79) Voy. le deuxième considérant de la directive 2006/68 et P. Le Cannu et G. Parleani, *op. cit.*, pp. 21 et s.

(80) Sur ces thèmes, K. Geens, « De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht : een "eerste klas" begrepen van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar? », *T.R.V.*, 2006, pp. 75-89.

(81) R.M. Lastra, « Repeal the Second EU Company Law Directive - Statement No. 21, London, 7th March, 2005 », *Journal of Banking Regulation*, 2006, p. 393-395. Comp. avec l'analyse de L. Enriques, « EC Company Law Directives and Regulations : How Trivial Are They? », *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2006, pp. 1-68.

(82) Voy. F. Kübler, *op. cit.*, pp. 113-114; S. Rammeloo, « The EC Commission's Company Law Action Plan - A Proposal to Amend the 2nd EC Company Law Directive - Law Competition in a Globalizing World? », *Maasticht Journal of European and Comparative Law*, 2006, pp. 4-5.