

Faculté de droit et de criminologie

L'assistance financière : approche théorique et pratique d'un montage méconnu en droit des sociétés

Auteur : Xavier della Faille de Leverghem

Promoteur : Denis Philippe

Année académique 2020-2021

Mémoire réalisé dans le cadre du Master en droit, finalité droit de l'entreprise

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

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

Table des matières

Table des matières	2
Introduction	4
Titre I : Qu'entend-on par assistance financière au sens du droit des sociétés ?	5
Chapitre I : Définition de l'assistance financière	5
Sous-section 1 : L'avance de fonds ou le prêt.....	7
Sous-section 2 : La sûreté.....	8
Chapitre II : L'évolution de la réglementation sur l'assistance financière dans le temps	9
Section I : Origine de l'assistance financière.....	9
Section II : Première vague législative : la Directive Européenne n°77/91/CEE du 13 décembre 1976 et l'interdiction de l'assistance financière en droit belge	10
Sous-section 1 : Empêcher le démembrement des actifs (asset-stripping)	12
Sous-section 2 : Protéger le capital de la société cible.....	12
Sous-section 3 : Prévenir la manipulation du marché	14
Sous-section 4 : Eviter les conflits d'intérêts.....	14
Section III : Deuxième vague législative : la directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 et l'autorisation conditionnelle de l'arrêté royal du 8 octobre 2008	16
Section IV : Evolution de la jurisprudence	17
Section V : Le nouveau code des Sociétés et des Associations : quel impact sur l'assistance financière ?	17
Chapitre III : Conditions d'exercice de l'assistance financière	20
Section I : L'intérêt social.....	20
Section II : Le lien de causalité.....	22
Section III : L'assistance financière en Société Anonyme (SA).....	23
Sous-section 1 : L'opération a lieu à de justes conditions de marché.....	23
Sous-section 2 : Le formalisme de rapports spéciaux, de vote ainsi que de publication	24
Sous-section 3 : La constitution d'une réserve indisponible.....	26
Sous-section 4 : Le critère du juste prix	27
Section IV : En SRL et en SC	28
Sous-section 1 : Test de solvabilité (art. 5 :142 et 6 :115 du CSA)	29
Sous-section 2 : Test de liquidité (art. 5 :143 et 6 :116 du CSA).....	30
Titre II : Montages financiers autour de l'assistance financière	30
Chapitre I : Montages faisant usage de l'assistance financière	31
Section I : Montages faisant usage d'une sûreté	32
A. Sûreté octroyée envers un établissement de crédit.....	33

B. Sûreté octroyée envers le vendeur dans le cas d'un paiement en différé	34
Section II : Montages ayant recours à une avance de fonds/un prêt	35
Sous-section 1 : Qu'est-ce qui constitue une avance de fonds ou un prêt ?	36
Sous-section 2 : La façon dont une opération est réalisée dans la pratique	38
Sous-section 3 : La problématique des sociétés de liquidités	39
Section III : L'avance de fonds aux membres du personnel de l'entreprise (MBO)	40
Section IV : <i>Debt push down</i> : assistance financière ou non ?	44
Sous-section 1 : En théorie	44
Sous-section 2 : En pratique	45
Chapitre II : Etude de montages financiers courants utilisés afin d'éviter les règles relatives à l'assistance financière	51
Section I : Sortie de liquidités par remontée de dividendes (sous le régime RDT)	51
Sous-section 1 : Le régime des revenus définitivement taxés	52
Sous-section 2 : Avantages et inconvénients par rapport à l'assistance financière	53
Section II : Aide financière envers une autre société que la (future) société mère	54
Section III : Autres montages	55
A. Convention de cash pooling	55
B. Utilisation des immeubles	56
C. Les conventions de services fictives	57
Titre III : L'assistance financière au Royaume-Uni	58
Section I : La portée des termes « financial assistance »	58
Section II : Dans les sociétés privées	59
Section III : Dans les sociétés publiques	60
Conclusion	61
Bibliographie	63

Introduction

L'assistance financière est un concept particulier en droit des sociétés. Méconnu du grand public, le terme semble évoquer toutes sortes de généralités abstraites. Il s'agit pourtant d'un mécanisme très concret relatif aux acquisitions d'entreprises. Lors du rachat d'une entreprise, la question du financement est souvent au cœur de la faisabilité de l'opération. En effet : « L'optimisation du financement bancaire peut permettre de minimiser l'injection de fonds par l'acquéreur et l'octroi de garanties personnelles par ce dernier. »¹ Or la banque a besoin de garanties pour couvrir tous les risques d'insolvabilité auxquels elle s'expose. Il peut être tentant de trouver celles-ci dans la société que l'on va acquérir, surtout quand elle est bien portante, et qu'elle possède une large possibilité de crédit ou une grande trésorerie.

C'est de ce postulat que naît l'assistance financière, une matière qui est à présent réglementée dans le Code des sociétés et des associations,² mais qui trouve son origine dans les principes généraux du droit des sociétés. Le législateur et la jurisprudence ont fait évoluer ce concept, afin qu'il réponde au mieux au besoin des affaires. S'agissant d'un garde-fou, mais aussi d'un frein potentiel aux affaires, l'assistance financière est finalement très ancrée dans la pratique, se situant au cœur des différents montages en matière de fusions et acquisitions. Afin d'appréhender aussi bien les aspects théoriques que pratiques, ce travail s'appuie tant sur des sources classiques (législation, doctrine, jurisprudence) que sur différents interviews avec des professionnels œuvrant dans le milieu des fusions-acquisitions.

Dans le cadre de cet exposé, nous verrons d'abord ce qu'est l'assistance financière au sens du droit des sociétés et nous étudierons l'évolution de la réglementation en matière d'assistance financière, son origine et ensuite son développement en Belgique (Partie I). Nous détaillerons également différents montages financiers qui sont régulièrement exécutés, tant ceux qui sont basés sur de l'assistance financière que les principaux concurrents de celle-ci, dont le but reste le financement de l'acquisition de l'entreprise (Partie II). Nous finirons sur un bref état des lieux sur le sujet en droit anglais tout en imaginant l'impact que le Brexit aura sur cette matière (Partie IV).

¹ P. CELEN., C. ALLEMAND, « Le recours à l'assistance financière dans le cadre du financement de la reprise d'une entreprise », *Pacioli*, ICPF – BIBF, n°416/2016, p. 5.

² Articles 5 :152, 6 :118 et 7 :227 du Code des Sociétés et des Associations.

Titre I : Qu'entend-on par assistance financière au sens du droit des sociétés ?

Pour appréhender au mieux la matière, il est nécessaire de commencer en définissant le sujet afin d'éclaircir la portée du champ législatif relatif à l'assistance financière (Chapitre I). Un historique de la norme trouve également toute sa place ici, en ce que cette dernière a été sujette à plusieurs réformes plus ou moins conséquentes ces dernières années (Chapitre II). Cet exposé historique sera suivi d'une explication détaillée des conditions légales qui, à ce jour, sont requises pour pouvoir avoir recours à de l'assistance financière, ainsi que leur implication (Chapitre III).

Chapitre I : Définition de l'assistance financière

Les mots « assistance financière » évoquent une réalité large, comme en témoigne une simple recherche sur internet. Pour Jean-Marc Gollier : « Au niveau élémentaire, quand quelqu'un a besoin d'un financement et que vous lui apportez votre assistance que ce soit en lui prêtant de l'argent ou avec votre signature comme garantie, que ce soit par le prêt ou le crédit, vous assistez financièrement la personne qui vient vous demander de l'aide. »¹ Cette définition a toujours trait d'une manière ou d'une autre au financement d'une activité.

Dans ce travail, c'est spécifiquement la définition au sens du droit des sociétés qui nous intéresse, dans lequel l'assistance financière est définie plus précisément comme : « le fait pour une société de procéder à l'avancement de fonds, prêts et/ou de sûretés en vue de l'acquisition de ses propres actions par un tiers. »² Cette mots voient le jour en Belgique dans la directive du Conseil des communautés européennes du 13 décembre 1976. Ce que l'on comprend à la lecture de cette définition juridique est que l'assistance financière est un concept qui recouvre plusieurs possibilités différentes. Le dénominateur commun des multiples types d'assistance financière reste le fait pour la société d'activement prêter une forme d'aide au financement à la structure qui compte la racheter.

¹ Cfr Annexes, Chapitre 2 : Jean-Marc Gollier, p. 6.

² Deuxième directive du Conseil 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.*, n° L 26, 31 janv. 1977, p. 1.

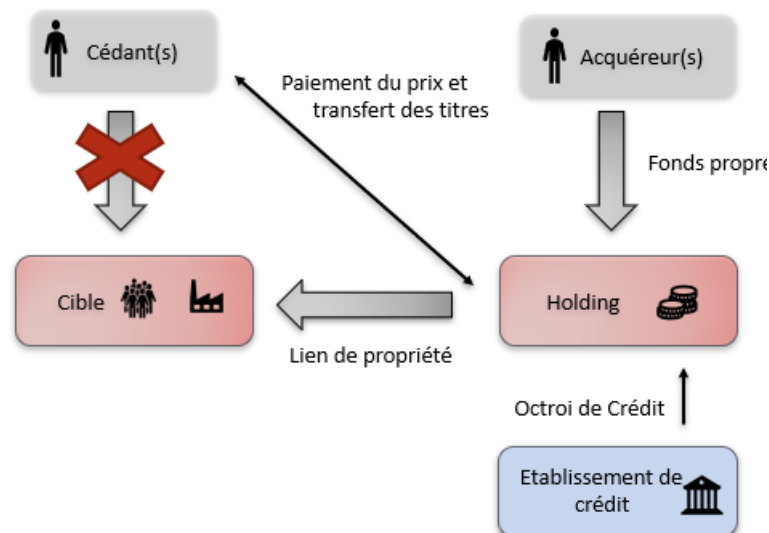
Dans la pratique, toutes les opérations d'assistance financière partiront du postulat suivant.

Illustration du schéma classique d'une acquisition (situation **avant** le montage de reprise) :



Le(s) cédant(s) sont propriétaires des parts de l'entreprise qui a vocation à devenir la fille et qui est la cible de l'opération (ci-après dénommée « société cible »). Pour réaliser l'acquisition, le(s) acquéreur(s) vont utiliser une société holding, soit déjà existante, soit en la constituant. Celle-ci deviendra la mère dans le mécanisme en détenant les parts de la cible (ci-après dénommée « société holding »). Par le biais de cette holding, les acquéreurs vont généralement investir des fonds propres à hauteur d'un certain montant de la valeur de l'entreprise.

Situation **après** le montage de reprise :



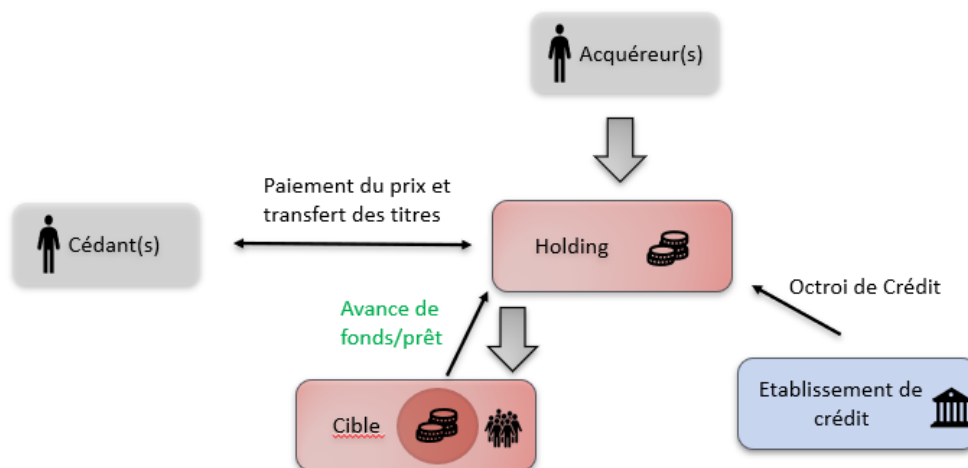
Pour obtenir le financement de l'acquisition, la société holding aura souvent recours au financement bancaire. Grâce au crédit obtenu par l'établissement de crédit, complétant les fonds propres de l'acquéreur, la société holding procèdera au paiement du prix et au transfert des titres

en bonne et due forme. Le lien de propriété existant entre le(s) cédant(s) et la société cible sera remplacé par un lien en faveur de la société holding, qui sera elle-même détenue par le(s) acquéreur(s).

La règle de l'assistance financière s'inscrit dans ce contexte, autour de règles de financement bancaire et de la reprise de sociétés. Elle vise en réalité deux cas qui doivent être distingués : d'une part l'assistance financière en tant qu'avance de fonds ou de prêt et, d'autre part, l'assistance financière en tant que sûreté.

Sous-section 1 : L'avance de fonds ou le prêt

Le premier type d'opération - qui porte sur l'avancement de fonds ou de prêts en tant que tel - est parfois qualifié d'assistance financière directe, en ce que les fonds mis à disposition par la société qui va être rachetée, servent directement à financer le rachat des titres.¹ Il s'agit donc de faire remonter des liquidités depuis la société cible, vers la société holding. Cette formule-ci est particulièrement utilisée lorsqu'il existe une grande quantité de cash au sein de l'entreprise. Cette forme d'assistance financière affecte durablement la substance de la cible en ce qu'elle diminue sa protection et donc les fonds qu'elle aurait pu allouer à d'autres projets.



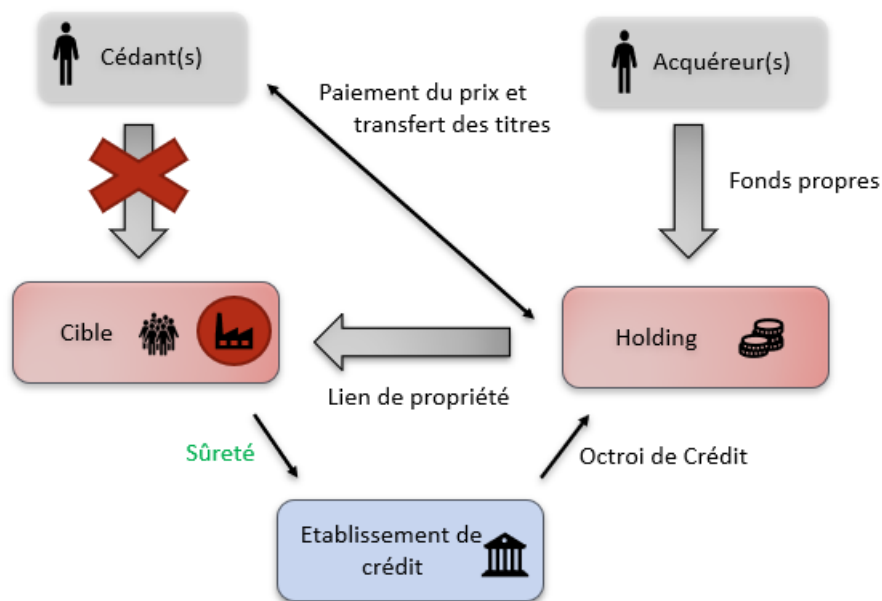
Cette situation peut être résumée comme suit : L'acquéreur détient une société holding, dans laquelle il a investi certains fonds propres. Celle-ci va bénéficier d'une avance de fonds ou d'un prêt de la part de la société cible, avant ou après la cession, qui va servir à la holding pour le

¹ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 49.

financement du rachat des parts de la société cible. Cette somme servira en général à désintéresser soit le cédant soit l'établissement de crédit pour une partie de la dette.

Sous-section 2 : La sûreté

Le second type d'opération porte sur une sûreté pouvant être octroyée à l'établissement de crédit dans le but de fournir une garantie au financement que celle-ci octroie à la société holding. Elle est considérée comme indirecte car elle ne garantit pas en soi le remboursement du crédit, elle ne fait que faciliter l'obtention du financement. Elle peut porter sur un large spectre de sûretés¹ dont les plus classiques seraient l'octroi d'une hypothèque sur un immeuble duquel la société cible serait propriétaire ou encore un gage sur fonds de commerce en vue de faciliter son rachat. Cette forme d'assistance financière n'affecte pas directement les liquidités de la fille mais indirectement car elle diminue sa capacité de crédit.



Dans ce cas, la sûreté est octroyée un tiers dans le mécanisme, qui est très souvent l'établissement de crédit qui possède une dette. Cette sûreté peut servir à garantir le crédit qui est accordé à la société holding, qui elle-même va utiliser la somme de ce crédit pour le rachat des titres de la société. Ainsi, indirectement, la société cible peut permettre à une opération de se financer et donc de se réaliser.

¹ Voy, Partie II, Chapitre I, Section I.

Depuis le début de la réglementation en la matière, sont visés par la loi l'acquisition d'actions, de parts bénéficiaires ou encore l'acquisition ou la souscription de certificats ayant pour but l'acquisition de l'un de deux objets financiers susmentionnés.¹ Le législateur ne différencie pas les actions existantes des nouvelles actions ou encore de celles à émettre. Dès lors, elles tombent toutes sous le régime de l'assistance financière. Toutefois, d'autres instruments financiers de l'entreprise, tels que les éléments de l'actif social, peuvent faire l'objet d'une aide de la part de la société sans avoir à respecter les conditions légales. Le même scénario est envisageable concernant les obligations convertibles en actions ou les warrants. Certains auteurs² appellent dans ce cas précis à la prudence car le juge pourrait déceler, après conversion des obligations, une forme d'acquisition prohibée.

Chapitre II : L'évolution de la réglementation sur l'assistance financière dans le temps

Au gré des différentes vagues législatives successives, le concept de l'assistance financière a fortement évolué, reflétant les changements de mentalités pour ce qui concerne le droit des sociétés. Après avoir explicité l'origine de l'assistance financière (Section I), il sera très important d'aborder les différentes vagues législatives qu'a connu la matière, tant au niveau européen qu'au niveau belge (Sections II et III). Enfin, l'introduction du CSA sur la législation belge concernant l'assistance financière a eu un certain impact qu'il est intéressant de discuter (Section IV).

Section I : Origine de l'assistance financière

L'origine de l'assistance financière est assez floue. L'on sait toutefois qu'elle apparaît au Royaume-Uni dès le début du 20^{ème} siècle. Ce concept légal présentant certains risques, c'est suite à l'arrêt *Trevor v. Whitworth*³, qui concernait le rachat d'actions propres par une société, que naît cette notion aux yeux du grand public. C'est donc indirectement, par les recommandations du Greene Committee⁴ qui propose une interdiction de principe sur le sujet.

¹ Art. 7 :227 §1 du CSA.

² K. TROCH, Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Eenpraktische commentaar op artikel 629 Wetboek van Vennootschappen, Bruxelles, Larcier, 2004, p. 15.

³ *Trevor v. Whitworth*, 11 juillet 1887, disponible sur : <https://uk-westlaw-com/Browse/Home/WestlawUk>.

⁴ Aussi connu sous le nom de Company Law Amendment Committee de 1926 Cmnd 2657, il s'agit d'un rapport du comité dirigé par Wilfred Greene qui a mené au « Companies act » de 1929, la réforme du droit des entreprises au Royaume-Uni.

C'est à cette occasion que l'assistance financière entre dans pour la première fois dans une disposition légale, le « Companies Act » de 1928 et de 1929.¹

Dès le départ, la notion d'assistance financière est intrinsèquement liée à la question du rachat d'actions propres. En effet, l'objectif initial de cette interdiction était de limiter les transactions dites « moralement répréhensibles », et de ne pas trahir l'esprit de l'interdiction du rachat d'actions propres qui aurait facilement pu être contourné par un tel mécanisme. L'impact politique de « l'empire » britannique de l'époque est tel que cette norme est rapidement implémentée et retransmise dans les droits nationaux d'un bon nombre de pays du Commonwealth tels que le Canada, Singapour, la Nouvelle-Zélande ou encore la Malaisie.²

Section II : Première vague législative : la Directive Européenne n°77/91/CEE du 13 décembre 1976 et l'interdiction de l'assistance financière en droit belge

La norme fera sa route jusqu'en Belgique par le législateur européen, qui prendra pour base le droit anglais, ainsi que les discussions préalables à la conclusion de celui-ci, pour adopter dans l'article 23 de la deuxième directive du 13 décembre 1976³ la rigoureuse interdiction de principe d'avoir recours à l'assistance financière pour toute société anonyme. Comme l'explique Marc-David Weinberger : « Cette directive a chargé les Etats membres de la CEE d'introduire dans leur législation des dispositions devant permettre à tout intéressé de connaître la consistance exacte du capital des sociétés (anonymes) et de préserver celui-ci, en tant que gage commun des créanciers, notamment en interdisant d'entamer ce gage commun par des distributions indues aux actionnaires et en limitant la possibilité pour une société d'acquérir ses propres actions. »⁴

Ainsi voit le jour la loi belge du 5 décembre 1984, qui introduit les dispositions de la deuxième directive concernant l'assistance financière dans l'article 52ter des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.⁵ Malheureusement, comme dans la directive, les travaux parlementaires

¹ E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », TRV-RPS, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1043.

² *Op. cit.*, p. 1044.

³ Deuxième directive du Conseil 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., n° L 26, 31 janv. 1977, p. 1.

⁴ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in *Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine*, Liège, Kluwer, 2020, p. 30.

⁵ *Op. cit.*, p. 30-31.

sont très avares de descriptions, alors que le champ d'application semble plus large à plusieurs égards :

1. La directive se cantonne à interdire l'assistance financière aux sociétés anonymes, mais le législateur belge décide d'étendre cette interdiction aux SPRL, SCRL, SCA, SE et SCE.¹
2. La directive prévoyait une exception au régime de l'interdiction pour les membres du personnel des entreprises concernées. Or, la loi belge transposant celle-ci dans les lois coordonnées sur les sociétés commerciales a omis de transmettre cette exception. C'est la doctrine de l'époque qui souligna ce manquement, qui regrettait de ne pas pouvoir avoir la possibilité d'utiliser ce mécanisme dans les cas de *(Leveraged) Management Buy-Out*.² Le législateur fut réceptif aux réclamations de cette dernière en modifiant l'article 52ter des lois coordonnées sur les sociétés commerciales par la loi du 18 juillet 1991.³
3. Une deuxième exception concernait : « les opérations courantes conclues aux conditions et sous les garanties normalement exigées pour des opérations de la même espèce, par des entreprises régies par la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit ». ⁴ Il s'agissait de permettre aux établissements de crédit de conclure des opérations courantes, qui pouvaient être assimilées à de l'assistance financière. Cette exception ne fut pas reprise dans le Code des sociétés et des associations, compte tenu de l'article 72, §1^{er}, de la loi bancaire (loi du 25 avril 2014) ». ⁵

La directive européenne de 1976, et surtout la transposition en droit belge de 1984, établit donc une interdiction de principe, fort stricte, de l'assistance financière. On peut également citer que la réglementation de l'époque est considérée par la doctrine comme : « un complément normal de la réglementation relative à l'acquisition par la société de ses propres actions ». ⁶

¹ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in *Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine*, Liège, Kluwer, 2020, p. 31.

² Voy supra, Titre I, Chapitre 1.

³ *Op. Cit.*, p. 55.

⁴ Article 629, §2 de l'ancien Codes des sociétés.

⁵ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in *Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine*, Liège, Kluwer, 2020, p. 56.

⁶ P. VAN OMMESLAGHE, « Le maintien du capital des sociétés anonymes », *Ann. Dr. Louvain*, 1985, p. 172.

Cette vision restrictive s'appuie sur un argumentaire comprenant plusieurs éléments¹ qui peut être détaillé comme suit.

Sous-section 1 : Empêcher le démembrement des actifs (asset-stripping)

La première raison pour interdire l'assistance financière est le risque de démembrement des actifs, tel qu'il était redouté par les Anglais. A l'époque, il est fait notamment référence à l'assistance financière dans le cadre de plusieurs montages financiers peu scrupuleux. L'un d'entre eux est détaillé comme tel :

Un acquéreur obtient un prêt bancaire temporaire pour racheter un nombre d'actions suffisamment conséquent pour prendre le contrôle de la société cible. Cet acquéreur nomme ensuite ses administrateurs qui, en vendant certains actifs de la cible, utilisent le produit de cette dernière afin de rembourser le prêt d'acquisition.²

L'assistance financière était donc mal considérée car elle permet, par un processus peu transparent, de vider de sa substance une société possédant des liquidités et/ou des actifs.³

L'interdiction a donc pour but de protéger des créanciers et des actionnaires minoritaires et d'empêcher la société de fournir des fonds pour l'acquisition de ses propres actions dans le cadre d'une opération de cession de parts ou un « share deal ».⁴ Déjà à l'époque, une certaine logique de l'intérêt social propre de la société se dégage, pour justifier l'interdiction d'avoir recours à de l'assistance financière.

Sous-section 2 : Protéger le capital de la société cible

Même s'il est compliqué de connaître le dessein du législateur européen au moment de la conclusion de la norme, beaucoup d'auteurs font à l'époque un certain rapprochement entre la notion d'assistance financière et celle du rachat d'actions propres.⁵ En effet, la seule différence

¹ DE WOLF P., STEVENS, P., « [La société anonyme] Actes interdits ou réglementés », in *Traité pratique de droit commercial. Tome 4 - Les sociétés*, 2014, Vol. 1 et 2, pp. 455-485.

² E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », *TRV-RPS*, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1047 ; J. ARMOUR, "Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law", *The Modern Law Review* 2000, (355) 368.

³ A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », *Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent*, 2017, p. 13 ; *Voy infra*, Titre II, Chapitre I, Section II, Sous-section III.

⁴ A. TILLEUX et A. PASDERMADJIAN, « « Share deal » – Processus de cession d'une société immobilière commerciale », *Jurim Pratique*, 2018/3, p. 101-125.

⁵ E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », *TRV-RPS*, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1049.

notable entre les deux mécanismes à l'époque est que dans le cadre de l'assistance financière, elle passe par un tiers pour acheter les actions en lui avançant des fonds.

Andreas Legrand explique ceci :

« D'un point de vue comptable, il peut sembler étrange que l'assistance financière soit mentionnée en même temps que les restrictions traditionnelles sur les distributions aux actionnaires. Contrairement aux distributions "réelles", l'assistance financière ne conduit pas à une augmentation immédiate de la richesse, mais à l'appauvrissement immédiat du capital. Si une société octroie un prêt (à un actionnaire ou à une entreprise), elle doit le rembourser. Or, les liquidités retirées sont remplacées à l'actif du bilan par une créance sur le bénéficiaire. Si l'entreprise fournit une garantie, elle devra le mentionner dans les notes, mais elle n'est pas exprimée dans le bilan. Le législateur a apparemment supposé que la probabilité que l'acquéreur satisfasse à ses obligations financières était faible.

Le législateur prétend, pour ainsi dire, qu'il est certain que l'acquéreur ne remplira pas ses obligations envers la société. Après tout, ce n'est que lorsque le bénéficiaire ne rembourse pas la société cible ou, dans le cas d'une valeur mobilière, lorsque le tiers financeur annule le titre, que la société cible subit une perte définitive de capital. Ce n'est qu'à ce moment-là que l'on se retrouve dans une situation similaire à celle du cas de la distribution de dividendes ou du rachat d'actions propres. »¹

Cela donne lieu à la situation typique du double risque qui se produit également dans le cas du rachat d'actions propres. Le raisonnement est le suivant : d'une part la société cible prend un risque en affectant des ressources par un prêt et/ou un crédit ce qui peut affecter sa performance. De plus, si la société cible devait soudainement générer moins de bénéfices, moins de bénéfices pourraient être distribués et le risque augmenterait donc que le bénéficiaire de l'assistance financière ne respecte pas ses obligations de remboursement, tant envers l'établissement de crédit que le remboursement du crédit envers la société cible. De plus, le changement de gestion dans une société peut être un pivot fatal dans un certain nombre de cas et représente à lui seul déjà un certain danger.

¹ A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent, 2017, p. 14, traduction libre.

Sous-section 3 : Prévenir la manipulation du marché

Une raison supplémentaire pour interdire l'assistance financière est de limiter le risque d'abus par les dirigeants d'entreprises concernant les mécanismes de marché. Elke Hellinx retient deux cas de figure :

1. Le risque de distorsion du prix de vente de la société cible en abusant du mécanisme de l'assistance financière pour changer le prix des actions. A l'origine, le *Greene Committee* a reconnu que les contrôleurs d'une société pouvaient abuser de l'assistance financière pour modifier artificiellement le cours de l'action de la société de l'entreprise en créant un faux marché, en remplaçant les indicateurs sains qui déterminent le prix approprié des actions.
2. La possibilité pour la direction d'une société cible d'utiliser ce mécanisme de manière inappropriée pour se défendre en cas d'OPA. En effet, il a été jugé qu'en ayant recours à l'assistance financière, les directeurs pourraient interférer avec le fonctionnement normal du marché en termes d'offres d'acquisition.¹

Sous-section 4 : Eviter les conflits d'intérêts

L'assistance financière comporte un risque particulier en matière de conflit d'intérêts. Le centre belge du droit des sociétés (CDS/BCV) explique que les conflits d'intérêts qui caractérisent les opérations d'assistance financière sont d'une nature très spécifique et ne peuvent être suffisamment pris en compte par les règles habituelles qui gèrent les conflits d'intérêts en droit des sociétés.² Ceux-ci peuvent prendre plusieurs formes. C'est par exemple le cas lorsque, suite au rachat de l'entreprise, l'acquéreur nomme des managers qui sont bien disposés à son égard.³ Ainsi, la réglementation concernant l'assistance financière bénéficie non seulement à la protection des créanciers, mais également à celle des actionnaires minoritaires, qui peuvent être la victime du changement d'actionnaire majoritaire indirectement, par le changement du management. Le problème du conflit d'intérêts est un sujet récurrent, qui est au cœur du débat concernant l'interdiction plus ou moins stricte de l'assistance financière.

¹ E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », TRV-RPS, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1049-1050.

² *Op. Cit.*, p. 1071.

³ A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent, 2017, p. 16.

- Ainsi, dans le projet de loi introduisant le CSA, le législateur déclare que la : « réglementation en la matière doit tendre à prévenir les abus pouvant résulter des divers conflits d'intérêts susceptibles d'apparaître lors de ces transactions. Il est donc proposé de permettre en règle de fournir une aide financière au moyen des avoirs de la société à celui qui souhaite reprendre la société ou acquérir des actions de celle-ci. Une telle aide ne peut cependant ni méconnaître les droits des actionnaires minoritaires, ni mettre en péril la continuité de la société. »¹
- On peut également citer le cas du management buy-out, dans lequel il est facile de concevoir que l'intérêt des managers et des actionnaires vendeurs est diamétralement opposé. En effet, lors de la préparation de la cession d'actions, les deux parties représentant la société de leur manière et ne raisonnent plus que par leur intérêt propre. Il est donc très important d'avoir une réglementation claire en la matière.
- Un exemple récent du risque de conflit d'intérêts peut être observé dans l'ordonnance du président du tribunal de l'entreprise de Liège du 29 juin 2020 dans le dossier Néthys.²

Dans cette affaire, le tribunal conclut que la vente de VOO au fonds américain Providence ne peut avoir lieu. Comme l'explique Marc Fyon : « un des principaux griefs sur lesquels la magistrate suspend l'opération et considère qu'elle est susceptible d'être entachée de nullité absolue, est la violation de l'intérêt social et l'octroi de rémunérations au repreneur. Il est acquis qu'il y avait un intérêt personnel dans l'opération. Cette rémunération peut être qualifiée de largement substantielle. »³ Dans cette affaire, il est généralement admis que Stéphane Moreau, ancien CEO de Néthys, aurait bénéficié personnellement de la vente, notamment par une position au conseil d'administration d'une Newco et un droit préférentiel au rachat d'actions, raisons pour lesquelles plus aucun acteur n'aurait été retenu passé le premier tour de table.⁴ Comme nous venons de le voir, la matière du conflit d'intérêts reste une matière très actuelle sur laquelle il faut rester vigilant dans les dossiers relatifs à l'assistance financière.

¹ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Doc., Ch., 2017-2018, n°3119/001, p. 183.

² Comm. Liège (prés.), 29 juin 2020, RG C/20/00005.

³ Cfr Annexes, Chapitre 3 : Marc Fyon, p. 11.

⁴ S. SOURIS, « Pourquoi Stéphane Moreau avait un intérêt à vendre VOO à Providence », disponible sur : <https://www.lecho.be>, 10 octobre 2019.

Section III : Deuxième vague législative : la directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 et l'autorisation conditionnelle de l'arrêté royal du 8 octobre 2008

Au cours des années suivantes, le débat général autour de l'assistance financière poussa à assouplir l'interdiction de principe qui existait dans la loi. L'interdiction très stricte s'est en effet heurtée à la pratique des affaires, dans la mesure où les praticiens des fusions et acquisitions ont perçu celle-ci comme un frein et ont imaginé des mécanismes pour la contourner.

Dans ce contexte, le législateur européen adopta le 6 septembre 2006 la directive 2006/68/CE afin d'amender la deuxième directive en matière de droit des sociétés.¹ L'interdiction formelle d'avoir recours à l'assistance financière fut ainsi mue en une autorisation conditionnelle, en ayant recours à un certain système équivalent et ressemblant à celui qui existait pour le rachat de ses propres actions par une société.²

En Belgique, la transposition de la directive se fit par l'arrêté royal du 8 octobre 2008 qui entra en vigueur le 1^{er} janvier 2009. Celui-ci modifia en substance les deux articles du code des sociétés (329 et 629) qui introduisirent le mécanisme strict avec des conditions qui n'ont que très peu changé sur les dernières années.³ Le changement de mesures a permis au marché des liquidités des entreprises d'avoir recours à cette possibilité.

Toutefois, le mécanisme formel de 2009 est extrêmement lourd, ce qui explique que dans la pratique, on préfère souvent d'autres alternatives moins risquées, tant au niveau juridique (en matière de responsabilité pénale notamment) qu'au niveau économique. Il y a une certaine forme d'ironie dans le fait que le Royaume-Uni a décidé que l'assistance financière ne s'appliquerait plus qu'aux sociétés du secteur public.⁴ Pour certains auteurs,⁵ le Brexit⁶ pourrait

¹ Directive (UE) 2006/68/CE du Parlement Européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, J.O.U.E., L 264/32, 25 septembre 2006.

² E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », TRV-RPS, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1046.

³ Voy *infra*, Chapitre III : Conditions d'exercice de l'assistance financière.

⁴ « Glossary : Financial assistance » disponible sur : <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/> (Consulté dernièrement le 8 avril 2021).

⁵ E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », TRV-RPS, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1044.

⁶ Voy *infra*, Partie III.

avoir un impact plus profond sur la réglementation concernant l'assistance financière, en supprimant les dernières restrictions restantes liées au droit européen.

Section IV : Evolution de la jurisprudence

Plusieurs arrêts importants ont contribué à construire l'interprétation de la règle concernant l'assistance financière. Même si très peu de jugements en la matière sont publics, certains d'entre eux ont eu un impact sur le débat. Ainsi, dans certaines affaires,¹ le rôle de l'établissement de crédit a été mis en cause, à tort ou à raison. Ceci a conduit à une grande précaution par les banquiers sur la question de l'assistance financière, voulant à tout prix éviter les problèmes de responsabilité ainsi que d'éventuels scandales médiatiques qui les affecteraient substantiellement au niveau réputationnel.

On citera notamment, l'arrêt de la cour d'appel de Gand,² qui introduit la notion de lien de causalité³. Il sera confirmé par l'arrêt de la cour d'appel de Mons,⁴ qui apporte également de grandes précisions sur la portée de la norme, en matière de descente de dette.⁵ L'arrêt de la Cour de cassation de 2015⁶ apporte également une série de précisions sur l'interprétation à avoir et sur la portée restrictive de la règle financière.

Ces différents arrêts ne seront pas développés ici, étant commentés dans d'autres parties du travail (en particulier au Chapitre 3 du Livre I).

Section V : Le nouveau code des Sociétés et des Associations : quel impact sur l'assistance financière ?

A l'occasion du nouveau CSA, le législateur a décidé de faire évoluer encore la disposition de l'assistance financière, toutefois sans remettre en cause les principes fondateurs ni le mécanisme de fonctionnement. Voici un aperçu des principaux changements apportés par le CSA :

¹ Cfr Annexes, Chapitre 14 : André-Pierre André-Dumont, p. 53.

² Gand (7e ch.), 11 avril 2005, *R.W.*, 2007-2007, n°15, pp. 615-617.

³ *Voy infra*, Titre I, Chapitre III, Section II.

⁴ Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013/7, pp. 650-655.

⁵ *Voy infra*, Titre II, Chapitre I, Section III.

⁶ Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137-139.

1. Clarifications. Pour autant que l'article 25 de la Deuxième Directive le permette, certaines imprécisions ont été éliminées.

- La publication du rapport de gestion est mise en conformité avec ce qui est d'usage et la portée de l'obligation de réserve est clarifiée. On a saisi l'occasion pour rectifier ce qui était sans doute un oubli : le rapport que l'organe d'administration doit présenter à l'assemblée générale, en vue de l'approbation du soutien envisagé, est désormais prescrit à peine de nullité de la décision de l'assemblée générale.¹
- On peut également citer la suppression de l'exception qui était prévue pour les établissements de crédit. C'est la loi bancaire du 25 avril 2014 qui traite de la matière dans son article 72, §1.²

2. Suppression de la sanction pénale. En effet : « Le législateur a supprimé la sanction pénale en cas de violation des règles relatives à l'assistance financière. Il a considéré que ces règles seront mieux sanctionnées par le juge civil, notamment par l'application des dispositions relatives à la responsabilité des administrateurs. Le législateur a aussi relevé que les sanctions pénales en matière d'assistance financière, rarement appliquées en pratique, se sont avérées peu efficaces. »³ Outre ces considérations, il est probable que le législateur, vu le nombre très faible de cas soumis aux tribunaux concernant l'assistance financière, a considéré que cette sanction pénale n'avait plus d'utilité.

Toutefois, les administrateurs continuent à être responsables sur le plan civil par rapport à l'opération réalisée. Ceci reste une grande crainte dans un grand nombre de cas. Les documents parlementaires révèlent ainsi que le juge civil sanctionnera mieux en ces matières, notamment concernant la responsabilité des administrateurs.⁴ Cependant, les praticiens estiment que cette question de responsabilité freine encore les dossiers d'assistance financière et empêche certains dossiers de voir le jour.

Philippe Desomberg disait ainsi : « Enfin, nous avons remarqué quand même que certains actionnaires cédants (donc vendeurs) refusaient assez souvent de présenter en

¹ Doc. parl., 54, Chambre, 3119/001, p. 275-276.

² Voy infra, Partie III, Chapitre I.

³ C.-A. LEUNEN, et T. L'HOMME, J. FILBICHE, « Augmentations de capital dans les sociétés cotées, clauses de changement de contrôle et assistance financière » in L'impact du nouveau droit des sociétés sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières / De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties, Gent, Larcier, 2020, p. 231 ;

⁴ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc.*, Ch., 2017-2018, n°3119/001, p.189.

CA l'opération d'assistance financière qui va bénéficier aux acheteurs, donc aux futurs actionnaires. Alors beaucoup ont refusé, parce qu'il y a un risque d'actionnaires, dans leur responsabilité, pour une opération qui va profiter à celui qui va racheter les parts. »¹

3. Elargissement de la notion de membre du personnel. Un tempérament doit être apporté sur les exceptions contenues dans les règles relatives pour la pratique de l'assistance financière. En effet, le CSA introduit dans son article 1 : 27 la notion de membre de personnel comme une définition plus large qu'auparavant, englobant aussi les personnes indépendantes ainsi que les sociétés de management. Pour Luc Foguene, : « Il faut voir par-là, si on n'a pas voulu, en simplifiant la procédure lorsque l'assistance financière se fait « aux membres du personnel », réduire la responsabilité de l'organe d'administration. (...) Il y a là un assouplissement introduit par le CSA. Donc il n'est pas rare qu'on se retrouve dans un des hypothèses où la procédure est simplifiée. »² En conséquence, il est vraisemblable que l'élargissement de la notion de membre du personnel a contribué à élargir l'exception contenue aux articles 5 :152, 6 :118 et 7 :227 du CSA.

4. Notion de capital. Un des principaux changements apportés par le CSA concerne la suppression de la notion de capital dans les SRL. Cependant, le Code prévoit que l'assistance financière continue de s'appliquer aux SRL et aux SC, le droit belge restant plus contraignant que les prérequis européens. Nous développerons cette question plus en détail lors d'une section ultérieure.³

En conclusion, si le CSA a apporté certains changements, le champ d'application et le mécanisme de fonctionnement de l'assistance financière reste inchangé.⁴ Il convient de garder une interprétation restrictive du champ d'application des règles concernant l'assistance financière. Dès lors, la doctrine et la jurisprudence ou d'autres documents antérieurs sur le sujet, restent pertinents dans le cadre de ce travail.

Certains jugent que l'assouplissement de la règle sur l'assistance financière met en péril le gage commun des créanciers de la société cible – raison pour laquelle l'interdiction fut introduite – mais elle reste un mécanisme dont l'appréciation doit se faire dans la société cible elle-même,

¹ Cfr Annexes, Chapitre 4 : Philippe Desomberg, p. 13.

² Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 43.

³ Voy *infra*, Chapitre III, Section IV.

⁴ Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137-139, Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Doc., Ch., 2017-2018, n°3119/001, p. 183.

sous la responsabilité de son conseil d'administration. Très peu d'autres types de financement d'opérations sont soumis à une telle réglementation.

Chapitre III : Conditions d'exercice de l'assistance financière

La réglementation concernant l'assistance financière est régie aujourd'hui par les articles 5 :152, 6 :118 et 7 :227 du CSA. Ces dispositions consacrent donc le principe de l'assistance financière, qui peut être utilisé, mais uniquement moyennant le respect de conditions très strictes. L'introduction du CSA et la suppression de la notion de capital étant encore assez récentes et peu étudiées, il a semblé intéressant d'analyser cette question plus en détail dans le cadre du présent travail.

L'assistance financière est opération réalisée sous la responsabilité du conseil d'administration de la société qui va octroyer l'aide. Celui-ci, au moment de procéder à l'opération, doit avoir plusieurs aspects en tête. Le premier est incontestablement celui de l'objet social de la société, qui ne doit pas être méconnu dans ce genre de montage.¹ Les actes accomplis par les organes de la société doivent être conforme à l'ordre public et aux objectifs de l'entreprise. Cette dernière question est intimement liée à la question de l'intérêt social.

Pour détailler les conditions d'exercice du mécanisme de l'assistance financière, il est nécessaire de développer la notion de l'intérêt social (Section I) tout d'abord, avant de regarder l'évolution (surtout jurisprudentielle) sur la question du lien de causalité (Section II). Les sections suivantes s'attarderont sur les conditions légales requises pour réaliser une opération d'assistance financière dans une société anonyme (Section III) et dans une société à responsabilité limitée ou une société coopérative (Section IV).

Section I : L'intérêt social

Avant de détailler le fonctionnement précis de l'assistance financière, il est important de revenir sur l'intérêt social, notion capitale en droit des sociétés. L'intérêt social se trouve en effet au cœur du sujet, s'agissant d'analyser les opérations de rachat des parts de celles-ci.

¹ S. BOGAERT, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenacht", TRV, 2008, pp. 244-245.

Comme le dit Marc Fyon : « le lien entre la question de l'assistance financière et une notion qui ne figure pas à l'article 7 :227, et que je trouve que l'on a tendance à oublier, lorsque l'on raisonne sur les conditions techniques de l'assistance financière. On oublie qu'au-dessus il y a un article qui s'applique à n'importe quelle décision prise par l'organe d'administration ou l'assemblée générale : c'est la nécessité de servir l'intérêt social. »¹

Ou encore P. De Wolf et P. Stevens : « le conseil d'administration veille à ce que l'opération ne méconnaisse pas l'intérêt social de la société concernée ni ne constitue un dépassement de son objet social. »²

L'intérêt social peut être défini comme tout ce qui implique la société dans : « son existence, sa continuité, son développement, sa capacité à dégager des bénéfices, le tout dans l'intérêt de l'ensemble de ses actionnaires actuels et futurs. »³ La doctrine récente est assez claire que l'intérêt individuel des actionnaires actuels ou futurs est exclu de la notion d'intérêt social, dans la mesure où celui-ci ne serait manifestement pas dans l'intérêt au long terme de la société même de procéder à une telle opération. Selon cette même doctrine, une filiale ou une société apparentée peut octroyer un prêt, une avance de fonds ou une sûreté à un tiers, dans le but d'avoir recours à l'assistance financière, tant que l'opération est justifiable au regard de l'intérêt social de la société cible.⁴

La jurisprudence est malheureusement très avare sur le sujet, ne permettant pas de dégager quelque vision. Toutefois, la notion de l'intérêt social étant un des principes cardinaux du droit des sociétés, il semble tout de même fortement envisageable que le juge civil soit sensible à ce critère, outre les éléments de formalisme repris dans la loi (détaillés infra), pour juger si les décisions prises par le conseil d'administration et l'assemblée générale dans le cadre d'une assistance financière, doivent être sanctionnés.

¹ Cfr Annexes, Chapitre 3 : Marc Fyon, p. 11.

² P. DE WOLF P et P. STEVENS, « [La société anonyme] Actes interdits ou réglementés », in *Traité pratique de droit commercial*. Tome 4 - Les sociétés, 2014, Vol. 1 et 2, p. 474.

³ J.-M. NELLISEN GRADE, « De la validité de l'exécution de la convention de votes dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.C.J.B.*, 1991, p. 234.

⁴ Y. DE CORDT et A.-P. ANDRE-DUMONT, « 3. - Prohibition de l'assistance financière » in *Droit des sociétés* – Millésime 2011, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 26 ;

Section II : Le lien de causalité

Un autre point extrêmement important est l'intention qui est donnée à l'opération. La jurisprudence¹ insiste grandement sur la portée des termes « en vue de », que contient toujours la loi actuellement. L'interprétation légale, considérée comme restrictive, est perçue comme telle à cause de l'impact de ces mots sur le juge. En effet, c'est en partant de ce postulat que la doctrine a pu éliminer du champ d'application de l'assistance financière ce qui n'était pas considéré comme une sûreté au sens strict ou les autres transferts de fonds tels que les cessions d'actifs.²

Ainsi, la cour d'appel de Gand³ considère que cette expression « en vue de » exige l'existence d'un caractère intentionnel. D'une certaine manière, pour former une assistance illégale, il est non seulement nécessaire de réaliser une sûreté, un prêt ou une avance de fonds, sans respecter le formalisme légal prévu, mais également que ce dernier soit **lié par un élément intentionnel** au rachat d'actions ou de souscriptions. Dans le commentaire de cet arrêt, A.P. André-Dumont note « Ce lien de causalité est évident lorsqu'il existe un lien objectif entre l'assistance financière et l'acquisition des actions de la société cible. »⁴

C'est la jurisprudence de la Cour de cassation de 2015⁵ qui soulève à nouveau la question du lien et des éléments objectifs qui permettent d'identifier ce qui constituerait un lien de causalité. Sur ce sujet, David Willermain explique : « L'« intensité » de ce lien est cependant discutée. Il est généralement admis que, si la chronologie des opérations est un élément d'appréciation, elle n'est pas en soi déterminante. Mais il faut que le prêt, l'avance ou la sûreté ait une finalité spécifique. »⁶

Dans la pratique, il reste très difficile de démontrer la présence d'une finalité propre qui soit différente de celle du rachat des actions, pour laquelle l'opération d'avancement de fonds et/ou de sûretés aurait été requise.

¹ Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013/7, pp. 650-655 ; Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137-139.

² D. WILLERMAIN, « Assistance financière : la Cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », *Rev. prat. soc.*, 2015, liv. 1-2, 143.

³ Gand (7e ch.), 11 avril 2005, *R.W.*, 2007-2007, n°15, pp. 615-617.

⁴ A.-P., ANDRÉ-DUMONT, « Note - Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », *T.B.H.*, 2013/7, septembre 2013, p. 655-656.

⁵ Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137.

⁶ D. WILLERMAIN, « Assistance financière : la Cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », *Rev. prat. soc.*, 2015, liv. 1-2, 143-144.

De plus, la cour d'appel de Gand considère dès 2005 que, dans la mesure où l'assistance financière interviendrait après l'acquisition des actions, il apparaît évident que l'intention de la société cible est de faciliter l'acquisition des actions de la société cible par la nouvelle société.¹ C'est un élément dont les professionnels sont conscients dès de la préparation d'un montage de reprise.

Il faut ainsi être extrêmement attentif dans des opérations où l'on procéderait à plusieurs crédits et/ou prêts dans des directions différentes, à ne pas enfreindre les règles relatives à l'assistance financière. En effet, le juge et l'administration fiscale se basent sur l'unité d'intention finale, et très souvent, on ne peut faire une scission nette entre les opérations. Cela peut également donner des divergences d'avis assez profondes entre les juristes, ce qui renforce d'une certaine manière la mécompréhension de la règle légale.

Section III : L'assistance financière en Société Anonyme (SA)

Dans l'article 7 :227 du CSA, la loi prévoit que dans le cadre d'une SA, on peut avoir recours à l'assistance financière moyennant quatre conditions cumulatives, qui seront décrites ci-dessous, dans 4 sous-sections.

Comme mentionné plus haut², une exception reste toutefois prévue dans le cadre de la procédure dite de LBO ou de LMBO (*Leveraged*) *Management Buy-Out*. Le §2 de cet article prévoit que, dans ce cas de figure, seule la troisième condition, celle de constituer une réserve indisponible à hauteur de l'aide financière totale accordée au passif du bilan, doit être respectée. La loi prévoit que cette procédure allégée s'applique dans toute assistance financière par ou pour les membres du personnel de la société ou d'une société liée mais également envers les sociétés dont au moins la moitié des droits de vote sont détenus par les membres du personnel de la société ou d'une société liée.³

Sous-section 1 : L'opération a lieu à de justes conditions de marché

La première condition retrouvée à l'article 7 :227 du CSA est la suivante :

¹ Gand (7e ch.), 11 avril 2005, *R.W.*, 2007-2007, n°15, pp. 616.

² Partie I, Chapitre II, Section 2.

³ Article 7 :227 §2 du CSA.

« L'opération a lieu sous la responsabilité de l'organe d'administration à de justes conditions de marché, notamment au regard des intérêts perçus par la société et des sûretés qui lui sont données, et la situation financière de chaque contrepartie concernée est dûment examinée ; »¹

La première obligation légale reprend les termes de justes conditions de marché. Il est ainsi admis que l'assistance financière est une opération qui doit rémunérer les différents acteurs, et qui ne se ferait pas à titre gratuit.²

Quelle est donc la rémunération à prendre en compte ? Comment savoir quelles sont les conditions de marché ? Il s'agira, bien entendu d'apprécier cette question au cas par cas. Ainsi comme l'évoque la loi, la situation financière des contreparties joue un rôle mais aussi le secteur d'activité et les circonstances économiques globales. En outre, lorsque la société cible consent à donner une sûreté, il paraît difficile de déterminer si les justes conditions de marché impliquent nécessairement une forme de rémunération ou non.³ Dans ce cas, la doctrine conseille d'évaluer dans quelles conditions une société placée dans les mêmes circonstances accepterait de procéder à l'octroi d'une sûreté.

Comme l'avance Marc-David Weinberger, un raisonnement analogue peut être appliqué aux avances de fonds, mais les conditions de l'intérêt social restent de mise.⁴ La prudence impose donc de rémunérer la société prêteuse de façon analogue à des conditions obtenues pour un emprunt bancaire. Ce critère de discernement nous semble le plus approprié pour apprécier la réalité des conditions de marché.

Sous-section 2 : Le formalisme de rapports spéciaux, de vote ainsi que de publication

La deuxième condition du CSA est probablement la plus lourde en termes de formalisme, et celle qui effraie le plus les professionnels du milieu des fusions-acquisitions. Elle requiert que :

¹ Article 7 :227 §1, 1° du CSA.

² V. DE FRANCQUEN et M. DREESEN, Les modes alternatifs de financement des PME (Le point après la crise financière), Waterloo, Kluwer, 2009, pp. 165-166.

³ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 53.

⁴ *Op. Cit.*, p. 54.

« L'opération est autorisée par une décision préalable de l'assemblée générale, prise dans le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts ; »¹

Cette décision de l'assemblée générale revêt un caractère suspensif, c'est-à-dire qu'il ne peut pas y avoir légalement d'assistance financière sans cette décision. Dans la pratique, les conditions de quorum et de majorité spéciale peuvent poser problème, dans la mesure où les actionnaires minoritaires peuvent empêcher ce genre d'opérations d'avoir lieu.

La loi impose également, à condition de nullité de la décision de l'assemblée générale, un rapport spécial de l'organe d'administration préalable à la réunion de celle-ci. Il doit contenir les motifs et conditions de l'opération ainsi que son intérêt pour la société, les risques de liquidité ou encore la solvabilité de la société et le prix des actions pour les tiers. Il doit également justifier la décision prise particulièrement si la société mère ou un membre de l'organe d'administration de celle-ci bénéficie de l'opération et les conséquences patrimoniales pour la société.

Conformément aux articles 2 :8 et 2 :14, 4°, une copie de ce rapport est déposée et publiée au Moniteur belge. C'est tout particulièrement cette obligation de publication qui effraie certains vendeurs. Pour Frédéric Loverius : « L'autre raison, qui est peut être encore plus fondamentale, c'est la publicité qui est donnée à l'opération. De par le fait que dans le cadre de l'assistance financière, on doit publier des rapports qui expliquent l'opération dans le détail, cela veut dire que vous divulguez l'essentiel des conditions d'une cession. Alors moi j'évolue dans un milieu où c'est la confidentialité qui est la règle, et le secret. Et donc les vendeurs n'apprécient pas du tout l'idée que l'on va dans des rapports qui vont être publiés au Moniteur belge dire combien ils touchent. »²

D'une certaine manière, on voit très bien que l'ensemble de ce formalisme ne facilite certainement pas la tâche aux opérations d'assistance financière. La pratique habituelle, lors du rachat d'une entreprise, vise donc plutôt à éviter ces règles pour avoir recours à des mécanismes alternatifs, moins contraignants et plus avantageux.³ La suppression de la clause pénale rassure

¹ Article 7 :227 §1, 2° du CSA.

² Cfr Annexes, Chapitre 6 : Frédéric Loverius.

³ Voy Partie II, Chapitre II, Etude de montages financiers courants utilisés afin d'éviter les règles relatives à l'assistance financière.

toutefois certains acteurs, notamment les banquiers, car certains avaient renoncé à avoir recours à un de ces mécanismes alternatifs, compte tenu du risque qu'ils pouvaient représenter.

Sous-section 3 : La constitution d'une réserve indisponible

La loi impose également que : « Le montant des avances ou du prêt, soit la contrevaletur de la sùreté, doivent être susceptibles d'être distribuées conformément à l'article 7 :212. La société inscrit au passif du bilan une réserve indisponible d'un montant correspondant à l'aide financière totale. Cette réserve peut être retirée proportionnellement à la diminution de l'aide apportée ; »¹ Déjà critiquée à l'époque du code des sociétés, cette condition est toujours considérée comme restrictive dans la mesure où elle rajoute une contrainte aux sociétés, dans un régime déjà très protecteur des droits des actionnaires minoritaires et des créanciers.²

Cette condition est la seule que le législateur a voulu imposer pour tous les types d'assistance financière, nonobstant les exceptions prévues dans la loi. Lorsque l'assistance financière prend la forme d'un prêt ou d'une avance de fonds, il est généralement admis que le montant de la réserve dépend du montant du prêt ou des avances. Ainsi, la Commission des normes comptables est d'avis que l'aide financière dite « totale » doit être comprise comme égale à la valeur nominale du prêt, en excluant l'intérêt qui pourrait exister.³

Il existe cependant un flou lorsque l'assistance financière prend la forme d'une sùreté. Pour certains auteurs, la contrevaletur doit se référer à la valeur de l'actif faisant l'objet de cette sùreté, au moment de sa constitution ou encore au montant de l'engagement financier faisant l'objet de la sùreté.⁴

Toutefois, dans son avis de 2010, la commission des normes comptables dispose que : « il faut prendre pour point de départ la valeur des sùretés constituées ou le montant du prêt garanti, si celui-ci est inférieur, étant donné que, du point de vue comptable, la société ne peut s'appauvrir qu'au maximum à concurrence de ce montant. Il faut

¹ Article 7 :227 §1, 3^o du CSA.

² M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 54.

³ Commission des normes comptables, Avis CNC 2010/8 – soutien financier, 16 juin 2010, p.1.

⁴ *Op. Cit.*, p. 54.

entendre par la valeur des sûretés constituées, la valeur de l'actif inscrit au bilan de la société qui constitue la sûreté. »¹

Dans le cadre des sociétés immobilières, cet avis peut donner un éclairage bien particulier. Pour Marie-Pierre Tasiaux, la valeur de l'assistance financière dans ce cas : « est équivalente à la valeur comptable nette de l'immeuble donné en garantie. Mais pas la valeur vénale de l'immeuble, qui est pourtant la « vraie » valeur de l'assistance financière. On doit mettre simplement hors bilan le montant de la vraie assistance financière. »²

Comme l'illustre l'extrait ci-dessus, la valeur comptable nette d'un immeuble peut être fortement différente de la valeur vénale, qui reflète simplement le prix du bien sur le marché en tenant compte de la demande. C'est pourtant bien cette dernière que l'établissement de crédit aura pris en compte pour réaliser la sûreté. Ainsi, il peut s'agir d'un atout supplémentaire lorsque la sûreté porte sur un immeuble, ce qui est très régulièrement le cas lorsqu'on a recours à ce type d'assistance financière.

Sous-section 4 : Le critère du juste prix

L'ultime condition du CSA concerne le « juste prix » :

« Lorsqu'un tiers bénéficiant de l'aide financière de la société acquiert des actions aliénées par la société conformément à l'article 7 :218, § 1er, ou souscrit des actions émises dans le cadre d'une augmentation du capital souscrit, cette acquisition ou cette souscription est effectuée à un juste prix. »³

Il y a très peu d'informations sur cette condition de la loi. Il se peut que celle-ci fasse référence aux règles fiscales relatives à l'imposition des régimes anormaux.⁴

Dans le régime actuel, depuis l'assouplissement de la deuxième directive sur le droit des sociétés, la protection des créanciers se traduit principalement par la condition que le montant alloué soit un montant distribuable sur la base du test de l'actif net. En outre, la société cible

¹ Commission des normes comptables, Avis CNC 2010/8 – soutien financier, 16 juin 2010, pp.1-2.

² Cfr Annexes, Chapitre 9 : Marie-Pierre Tasiaux, p. 33.

³ Article 7 :227 §1, 4° du CSA.

⁴ J. RICHELLE et E. JANSSENS, « Financiële bijstand: van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating », *Dr. banc. fin.*, 2009/III, n° 2.6.

doit inclure une réserve non distribuable au passif du bilan, disponible pour la distribution. Bien que les prêts et les garanties n'affectent pas directement ces actifs nets, ils sont traités par l'organisme de réglementation comme si c'était le cas. Une considération classique pour le paiement par le bénéficiaire est qu'il est précaire et que ce dernier a souvent l'intention de s'acquitter de ses obligations au moyen du produit de la vente.¹

Section IV : En SRL et en SC

Les documents préparatoires au CSA indiquent que certaines règles doivent être adaptées ; cependant, les changements seront globalement assez mineurs. Toutefois : « D'autres règles font l'objet d'une révision approfondie (indépendante des particularités d'un régime de capital) : le rachat d'actions propres, l'assistance financière, les conditions et les modalités d'une procédure d'alarme. »² La refonte de la classification des sociétés, en supprimant la notion de capital pour les SRL ainsi que pour les SC, nécessite *de facto* d'adapter les règles relatives à l'assistance financière.

Concernant la responsabilité des administrateurs, une grande différence avec le régime prévu pour les SA est qu'il n'est, depuis le CSA, plus requis de publier le rapport pour les SC et les SRL.³ Dans les cas visés au paragraphe 2 de l'article 5 :152, le CSA dispense même de faire le rapport en question. La question de la publication du rapport reste relativement contentieuse, dans la mesure où la publication des chiffres et d'informations aussi confidentielles est un grand frein. Frédéric Loverius explique que : « De par le fait que dans le cadre de l'assistance financière, on doit publier des rapports qui expliquent l'opération dans le détail, cela veut dire que vous divulguez l'essentiel des conditions d'une cession. (...) Les vendeurs n'apprécient pas du tout l'idée que l'on va dans des rapports qui vont être publiés au Moniteur belge dire combien ils touchent. Cela s'est avéré dans les faits être un frein depuis, je pense, la mise en œuvre de la loi, qui l'a vraiment formalisée. »⁴

¹ A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent, 2017, p. 14.

² Echange de vues avec le ministre de la Justice et des experts du Centre belge du droit des sociétés sur la modernisation du droit des sociétés, Doc., Ch. 2015-2016, 1500/001, annexe : « Un Code moderne des sociétés et des associations », note du Centre belge du droit des sociétés, 2 octobre 2015, p.9.

³ Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 43.

⁴ Cfr Annexes, Chapitre 6 : Frédéric Loverius, pp. 20-21.

Comme l'on sait, une des grandes nouveautés de la nouvelle loi pour les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés coopératives est la suppression de la notion de capital :

« Compte tenu de la suppression du capital, le CSA étend par ailleurs, à des opérations que l'on peut qualifier d'apparentées aux distributions, l'exigence d'un double contrôle de solvabilité et de liquidité. »¹

Le législateur met d'ailleurs un point d'honneur à développer la législation sur l'assistance financière, tout en la simplifiant. L'on apprend ainsi des travaux préparatoires, que la disposition rédigée est une version simplifiée de la réglementation antérieure située dans l'article 329 du Code des Sociétés, son champ d'application restant cependant identique, en ce compris l'interprétation qui en est donnée par la jurisprudence.²

Ainsi, certaines règles restent comparables avec le régime prévu pour les sociétés anonymes. On peut ainsi citer l'obligation de la constitution d'une réserve indisponible. L'opération a également lieu sous la responsabilité de l'organe d'administration et sur base d'une décision de l'assemblée générale prise dans le respect des conditions de quorums de votes réservés aux statuts.

L'article 5 :152 du CSA diffère cependant de l'article 7 :227 sur la troisième condition, en ce que le rapport de l'organe d'administration se doit de respecter le double test de solvabilité et de liquidité.³ Combinés, ceux-ci forment une analyse financière que réalise l'organe d'administration⁴ qui sera détaillé ci-dessous.

Sous-section 1 : Test de solvabilité (art. 5 :142 et 6 :115 du CSA)

Même s'il n'est pas nouveau, le test de solvabilité est adapté pour les SRL à la disparition du capital en abaissant le seuil de distribution. En effet, dans le cas de l'absence de capital et pour autant qu'il n'y ait pas de capitaux propres indisponibles prévus dans les statuts, une distribution peut être faite à hauteur de l'ensemble de l'actif net.⁵ Celui-ci ne peut donc pas devenir négatif

¹ NAVEZ, A., HEINDRYCKX, A. « L'abandon du capital dans la société à responsabilité limitée : aperçu des principales incidences en droit des sociétés et en droit fiscal », Rec. gén. enr. not., N° 27.314, 2020/1, p. 8.

² Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Doc., Ch., 2017-2018, n°3119/001, p. 183.

³ Article 5 :152, 2° du CSA.

⁴ R. GHYSELS, « Le test d'actif net, le test de liquidité, le CSA et le professionnel du chiffre », RGFCP, 2020/2, pp. 15-28.

⁵ J. FONTEYN, « Ne dites plus 'capital', dites 'capitaux propres' », RPS-TRV, 2019/3, p. 278.

et descendre sous la limite fixée par les statuts. Même si ce test présente des faiblesses, il doit être complété par le test de liquidité.

Sous-section 2 : Test de liquidité (art. 5 :143 et 6 :116 du CSA)

L'autre critère, celui de la liquidité, impose que la distribution ne puisse se faire que si elle n'empêche pas la société de payer ses dettes exigibles. Etienne Hublet dit ainsi : « Quand je suis confronté à une situation de reprise, et qu'il y a beaucoup de cash dans la société cible, je mets toujours en garde les repreneurs sur le fait que s'il y a de l'argent, ce n'est pas par hasard. Et qu'il faut faire face à des échéances, et que donc on ne peut utiliser que l'excess cash pour financer l'opération et pas le besoin au fonds de roulement en lui-même. »¹

Sont ainsi sous-entendues comme dettes exigibles, toutes les dettes qui seront exigibles dans les douze mois qui suivent la distribution desquelles on peut raisonnablement s'attendre, à partir de la date de l'assemblée générale fixant la distribution.² La société ne doit pas disposer desdites liquidités pendant un an, mais elle doit faire un calcul avec les rentrées de liquidités qui seront perçues durant cette période. Le législateur suggère toutefois de tenir compte des événements prévisibles à long terme, même s'ils dépassent le seuil d'un an. En effet, le but réel de ce double-test de liquidité et de solvabilité est de constituer un socle financier solide pour la protection des créanciers, en faisant usage de prévoyance.

Cette exigence de test de liquidité et de solvabilité ne s'applique toutefois pas dans le cadre de l'exception pour le management buy-out, le législateur considérant que le personnel de l'entreprise dispose des connaissances suffisantes pour ne pas avoir recours à une assistance financière disproportionnée. Seule, l'exigence de constituer une réserve indisponible continue de s'appliquer dans ce cas.

Titre II : Montages financiers autour de l'assistance financière

Dans cette partie, nous aborderons la construction même de diverses opérations de rachat de sociétés. Nous étudierons tout d'abord divers mécanismes-types d'opérations qui ont recours à l'assistance financière ainsi que les discussions qui s'y appliquent (Chapitre I). Nous verrons ensuite d'autres montages financiers très courants en rachat de sociétés, qui ne font pas appel à

¹ Cfr Annexes, Chapitre 10 : Etienne Hublet.

² H. CULOT, « Quelques règles nouvelles concernant la SRL, la SC et la SA » in André-Dumont, A.-P. et al. (dir.), Le Code des sociétés et des associations, 1^e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 51.

ce concept (Chapitre II). Il s'agira d'identifier les avantages et inconvénients que ceux-ci peuvent présenter et les raisons qui peuvent pousser les praticiens à y avoir recours en priorité par rapport à des opérations utilisant l'assistance financière.

Chapitre I : Montages faisant usage de l'assistance financière

Un élément plus pratique concernant l'assistance financière est la taille des entreprises que celle-ci vise. En effet, bien qu'il n'y ait aucun raisonnement particulier sur le secteur ou la taille des entreprises visées, une certaine expérience démontre que l'assistance financière est pratiquée beaucoup plus assidûment dans certains secteurs que d'autres. Ainsi, il paraîtrait invraisemblable d'avoir recours à de l'assistance financière dans le cadre de reprises de sociétés cotées ou d'une taille très importante. Celles-ci jouissent, étant donné leur taille, d'une réputation et d'un arsenal de possibilités de garanties et de sûretés, dans le cadre de la reprise d'une entreprise, bien supérieur aux petites et moyennes entreprises.

Marc Fyon explique ainsi que : « Si vous prenez par exemple, toutes les reprises de sociétés qui concernent des sociétés cotées en bourse, vous verrez que la question de l'assistance financière joue assez peu de rôle. Parce qu'on imagine mal que le repreneur d'une société cotée en bourse finance le rachat voire le prix d'une OPA par une hypothèque sur des biens immobiliers ou un autre type d'assistance financière venant de la société cible qui possède des actionnaires minoritaires et souvent en nombre important. »¹

Avec toutes les conditions que nous avons vues, il est évident que dès lors que l'acquéreur possède de grandes possibilités d'emprunt ou une trésorerie conséquente, souvent liée à sa réputation, il évitera d'avoir recours à l'assistance financière.

S'agissant de distinguer les différents types d'assistance financière, la Cour de cassation s'est prononcée dans un arrêt du 30 janvier 2015 : « l'avance de fonds et l'octroi de prêts et de sûretés visent des actes impliquant la restitution de l'avance, du prêt ou des sûretés. »²

Une autre distinction peut être faite : l'assistance financière directe et indirecte.

¹ Cfr Annexes, Chapitre 3 : Marc Fyon, p. 9.

² Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137.

1. Ainsi, au titre d'assistance financière directe, on peut identifier l'opération dans laquelle des fonds sont mis à disposition d'un tiers par une entreprise dans le but de lui permettre d'acquérir des parts de cette même entreprise.
2. Il faut la distinguer de l'assistance financière indirecte, dont la sûreté est le meilleur exemple, en ce que la sûreté ne vient pas activement rembourser ou obtenir le prix de l'achat mais sert plutôt à « satisfaire à une condition imposée par le prêteur pour fournir un crédit à l'acquéreur des titres. »¹

Dans ce chapitre, nous verrons des cas concrets d'assistance financière faisant usage d'une sûreté (section I). Nous aborderons ensuite les différentes opérations d'assistance financière qui utilisent une avance de fonds ou un prêt pour financer l'acquisition (Section II). Nous discuterons ensuite par un aperçu du montage financier concernant le (*leveraged*) *management buy-out* (Section III). En conclusion, nous aborderons le thème de la descente de dette (*debt push down*) (Section IV) et le débat qui l'entoure concernant l'assistance financière.

Section I : Montages faisant usage d'une sûreté

Avant de rentrer dans des exemples très concrets de montages financiers faisant usage d'une sûreté dans le chef de la société cible pour financer l'acquisition, il faut identifier le régime des sûretés qui s'y applique. Ainsi, l'on peut classer les sûretés selon la confiance qui peut leur être accordée dans l'application de la loi. On distinguera les sûretés desquelles l'on est sûr et les cas nécessitant une distinction. Marc-David Weinberger explique que : « Le choix de l'expression générale 'sûretés', permet d'entendre que tant les sûretés réelles que les sûretés personnelles classiques tombaient sous le coup de l'interdiction. »² Sachant que le champ d'application des articles concernant l'assistance financière n'a pas changé, les informations concernant celles-ci restent pertinentes. Ainsi, le cautionnement, le nantissement ou encore l'hypothèque tombent sans hésitation sous le joug de l'article 7:227 du CSA. On peut également appliquer la cession de créance et le transfert de propriété à titre de garantie sous réserve de conditions d'application particulières, dans la mesure où ils sont exécutés afin de permettre l'acquisition d'actions de la société par un tiers.

¹ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 49.

² *Op. Cit.*, p. 36.

Plusieurs autres sûretés peuvent constituer une assistance financière si elles résultent de la convention des parties et procurent une garantie complémentaire. C'est le cas de la solidarité passive, de l'indivisibilité, du gage sur actions.¹

Cependant, les sûretés dites négatives, aussi appelées « negative pledges » ou « obligations de ne pas faire » ne sont pas des sûretés au sens propres mais servent à la prévention de l'insolvabilité en protégeant les créanciers. A moins d'être assorties de modalités constituant une véritable sûreté, il semble assez clair qu'elles ne tombent pas dans le champ d'application de l'assistance financière.² Les lettres d'intention, patronage ou de confort devraient subir le même traitement.

L'on détaillera ensuite plusieurs types de montages ayant recours à de l'assistance financière et en utilisant une sûreté. Il semble intéressant de différencier l'assistance financière moyennant une sûreté envers un établissement de crédit d'une part ou d'autre part, envers une autre partie, en détaillant les possibilités pratiques qu'offre la loi.

A. Sûreté octroyée envers un établissement de crédit

L'assistance financière au moyen de l'utilisation d'une sûreté est une opération classique en rachat de sociétés.³ Le cas le plus courant concerne l'acquisition d'une société opérationnelle possédant un immeuble, dont le crédit a déjà été fortement remboursé. L'immeuble pèse lourd dans la balance à l'achat, et il augmente fortement la valeur de parts. Il est donc tentant, dans le cadre d'un montage financier d'acquisition, d'avoir recours à une sûreté telle que l'hypothèque qui est fortement appréciée par les établissements de crédit. Cette garantie va permettre de diminuer le risque net du banquier. Pour la cible, ce montage va donc indirectement permettre le financement de l'acquisition de ses propres parts.

Un détail pratique qui a son importance toutefois est le suivant : « Lorsque l'assistance financière sera consentie sous la forme d'une sûreté, une réserve indisponible devra donc être constituée pour le montant maximum du risque encouru, mais cette réserve redeviendra disponible au fur et à mesure de la diminution de la perte maximale qu'encourt la société concernée. La possibilité de réduire le montant de la réserve au prorata de la diminution de

¹ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 38-42.

² *Op. Cit.*, p 41.

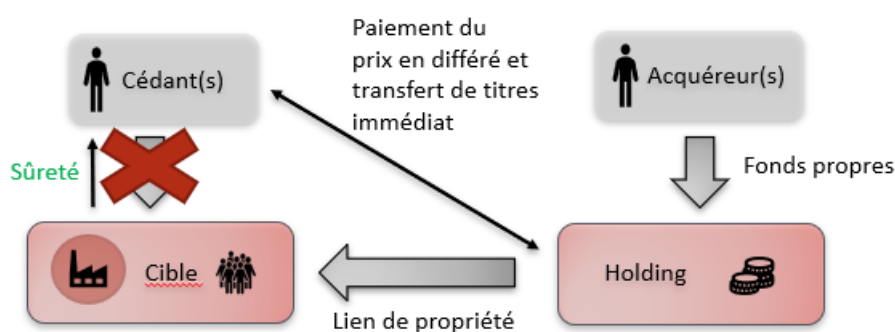
³ *Voy Supra*, Titre I, Chapitre I, 2.

l'aide apportée restera toutefois une faculté peu pratique, s'agissant d'une sûreté, car celle-ci reste généralement en place jusqu'au remboursement final du crédit sous-jacent. »¹ Bien que la possibilité de réduire la sûreté existe, il semble très difficile d'avoir recours à une réduction de celle-ci avec le temps qui passe. Dès lors, l'avantage réel doit être fortement tempéré dans la pratique.

L'avantage de l'utilisation d'une sûreté est que celle-ci ne fait qu'affecter la possibilité d'endettement de la société cible, sans impacter directement sa substance. Il n'y a pas de transfert de liquidités entre les sociétés. La cible ne subira donc aucun appauvrissement au terme du remboursement du crédit d'acquisition, si le plan financier prévu par sa nouvelle société mère est respecté. Il y a cependant un impact sur la capacité d'emprunt de la société cible : celle-ci est entravée par la constitution d'une sûreté au profit de la holding. Dès lors, lorsque ce type d'opération est envisagé, il est important de réaliser une étude de la faisabilité approfondie du projet, tenant compte de l'état financier de la société cible, afin de ne pas risquer l'insolvabilité.

B. Sûreté octroyée envers le vendeur dans le cas d'un paiement en différé

Il est raisonnable de penser que l'actionnaire cédant veuille obtenir son prix de la manière la plus rapide possible. Or, ce cas de figure est en réalité très courant, soit par nécessité, soit par intérêt des deux parties qui négocient un accord sur le prix. Le paiement différé d'une partie du prix, habituellement appelé « crédit vendeur » ou « vendor loan », est devenu un grand classique dans les montages d'acquisition de sociétés.



¹ C.-A. LEUNEN, et T. L'HOMME, J. FILBICHE, « Augmentations de capital dans les sociétés cotées, clauses de changement de contrôle et assistance financière » in L'impact du nouveau droit des sociétés sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières / De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties, Gent, Larcier, 2020, p. 228 ;

Pour l'acquéreur, l'obtention d'un paiement en différé est profitable et rassurant. Dans certains cas, il ne dispose pas des fonds suffisants pour financer le paiement du prix en une fois (ou il veut limiter l'apport de fonds propres). D'autre part, l'obtention d'un crédit vendeur permet de maintenir une certaine implication du cédant. Enfin, dans certains cas, le cédant ne voit pas d'un mauvais œil de rester impliqué financièrement dans la cession ou il n'est pas extrêmement pressé de toucher l'ensemble du prix de vente. C'est le cas notamment lorsqu'il s'agit d'une cession familiale.

Si le cédant accepte l'idée du crédit vendeur, il voudra sans doute limiter son risque en demandant une garantie sur les actifs de la cible. De cette manière, il se protège de l'éventuelle insolvabilité de son débiteur-acheteur, qui est bien souvent une holding d'acquisition sans autre actifs que les parts de la société-cible, déjà gagés au profit de la banque. Certes, l'inscription d'une hypothèque a un coût et elle entrave la cible un temps de sa possibilité de crédit, mais elle ne nuit certainement pas à ses opérations et elle peut rendre faisable une affaire qui semblait impossible.

Le manque de jurisprudence sur et d'écritures sur le sujet pose parfois problème. Pour Marie-Pierre Tasiaux, lorsque le vendeur souhaite une garantie sur les actifs de la cible, c'est de l'assistance financière et il faut respecter les prescrits légaux. Mais apparemment, cette vision n'est pas partagée par tous, car elle explique : « Je ne suis pas sûre que tout le monde le gère comme ça. Nous n'acceptons pas ce genre de dossier s'il ne rentre pas dans les conditions de l'assistance financière. Or je sais qu'il y a une banque qui a financé un dossier comme cela, qui a accepté que le vendeur ait une garantie sur le bâtiment de la cible. »¹

Il subsiste donc une forme de flou autour de ces questions. Beaucoup de professionnels avancent à reculons sur le sujet de l'assistance financière, ne trouvant pas toujours de réponses à leurs questions précises sur des montages particuliers. Vu le manque de clarté de la loi ainsi que le manque de jurisprudence publiée, ils préfèrent avoir recours à des montages plus récurrents et régulièrement admis.

Section II : Montages ayant recours à une avance de fonds/un prêt

Dans certains cas, il est possible que toutes les parties veuillent procéder à l'opération mais que techniquement, on n'y arrive pas. En effet, s'il n'est pas possible pour le repreneur de mettre

¹ Cfr Annexes, Chapitre 9 : Marie-Pierre Tasiaux.

plus de fonds propres dans sa holding, et que le vendeur et le banquier souhaitent céder, sans assistance financière tout en ayant des garanties de la solvabilité de leur débiteur, une telle opération est tout simplement irréalisable. L'autre limite pour l'acquéreur est le prêt à long terme. En effet, le banquier ne voudra souvent pas dépasser le délai de 7 à 10 ans de crédit dans le cadre d'un rachat d'entreprise, ce qui oblige le repreneur à trouver un plan financier qui tienne la route et qui permette de respecter les délais de son crédit.

Nous allons aborder la question de l'avance de fonds et du prêt tout d'abord en définissant ce qui entre dans cette définition (Sous-section 1), la façon dont est exécutée une opération dans la pratique (Sous-section 2) et la problématique particulière des sociétés de liquidité (Sous-section 3)

Sous-section 1 : Qu'est-ce qui constitue une avance de fonds ou un prêt ?

La pratique montre que la grande majorité des dossiers contenant des assistances financières, concerne des prêts ou des avances de fonds. Tout d'abord, il faut savoir que les termes « avance de fonds » ou « prêt » sont considérés par la majorité de la doctrine comme indissociables.¹ Ils sont dès lors régulièrement utilisés comme des équivalents par l'ensemble de la littérature juridique sur la matière. Ils peuvent être définis comme : « toute mise à disposition temporaire de fonds, générant une obligation de remboursement dans le chef du bénéficiaire de l'avance ou du prêt ». ²

On peut identifier plusieurs types de mise à disposition temporaire de ressources financières.³ En effet, la notion de « prêt » contenue dans les articles du CSA doit être comprise comme plus large que la simple notion de prêt à la consommation contenu dans l'article 1892 du code civil. Il est très clair que les accords consensuels pour l'ouverture de crédits sont également d'application. La Cour de cassation a rejeté en 2015 l'interprétation selon laquelle les termes « avance de fonds » ne s'appliquaient pas à une forme d'avance dans laquelle les moyens empruntés ne devaient pas être remboursés.⁴

¹ M.-D. WEINBERGER, « Commentaire art. 7 :227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, p. 34.

² J. CATTARUZZA, « Spécificités du Code des sociétés appliqué aux groupes de sociétés » in *Les relations intragroupes. Le droit des affaires en évolution*, Bruxelles, Bruylant, T. 15, 2004, p. 106.

³ A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent, 2017, p. 27.

⁴ Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137-139 ;

Bien que fort laconique, l'arrêt de la cour d'appel d'Anvers du 12 mai 2013 confirme que les mécanismes qui s'apparentent dans les faits à un prêt ou une avance de paiement tombent dans le champ de la réglementation sur l'assistance financière.¹ « Les rémunérations dues dans le cadre d'une convention de services fictive par une société au cédant d'une participation peuvent être considérées comme le paiement d'une partie du prix de cession, qui constitue une avance de moyens financiers au sens de l'article 7:227. »² Dans cet arrêt, la Cour a considéré que la convention de services fictive en matière de gestion par la société cible envers les cédants est considérée comme un paiement d'une partie effective de la dette d'acquisition des cessionnaires. Dès lors, il y a lieu de considérer que l'affaire est une assistance financière illégale.

Le terme d'avance de fonds ou de prêt suppose évidemment une forme de remboursement postérieur.

Luc Foguene dit à ce sujet : « Si l'assistance financière est possible pour permettre à la société mère d'acquérir des actions, il faut mettre l'assistance financière en place dans des conditions qui permettent à la mère de rembourser. Et la mère n'a comme revenu normalement que les dividendes. Si la mère reçoit des revenus pour les services, ce qui ne pose aucun problème, ça veut dire qu'elle supporte des coûts pour ces services. C'est donc une structuration pour le service, dans laquelle il peut y avoir une marge, mais qui doit rester normale. Il faut que ça reste à un prix du marché. Si on oublie les services, la mère se désendette au moyen de dividendes. »³

Il y a donc une forme de circularité dans la façon dont l'argent se déplace pour rembourser le prêt puisque, *in fine*, l'argent utilisé pour le remboursement de la créance de la cible proviendra de différents dividendes. Il y a une dizaine d'années, les banquiers étaient très réticents d'octroyer un crédit à la société cible qui allait servir à cela. Aujourd'hui, la période a bien changé et l'assistance financière entre peu à peu dans les mœurs.

¹ ANVERS, 12 mai 2013, *JDSC*, 2015, p. 281, note G. de Pierpont, « Convention de services fictive et assistance financière », *JSDC*, 2015, p. 286-287 ;

² J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT, P. MALHERBE, et H. CULOT, « Titre 6 - Société à responsabilité limitée et société coopérative » in *Droit des sociétés*, 5e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 729.

³ Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 49.

Sous-section 2 : La façon dont une opération est réalisée dans la pratique

Avant toute chose, une certaine polémique existe chez certains praticiens sur les termes employés dans la loi. Pour certains juristes,¹ le terme « préalable »² contenu dans la loi doit être entendu comme nécessitant que l'opération ait lieu sous la préparation du conseil d'administration démissionnaire, soit avant la cession. Or ce dernier n'aura jamais beaucoup d'incitants de procéder de la sorte et de porter la responsabilité juridique d'un montage financier organisé pour son successeur. Ce point de vue limite drastiquement les possibilités d'utilisation de l'assistance financière. Une grande majorité de praticiens tente d'éviter le formalisme prédécrit et met en place des mécanismes pratiques, tout en tenant compte des prescrits légaux.

Lorsque les praticiens du M&A sont confrontés à une situation où la cible détient des liquidités ou d'autres actifs valorisables, le montage suivant est généralement mis en place. Le montage d'acquisition comprendra deux crédits, un crédit à long terme (dont le délai classique est d'environ 7 années) ainsi qu'un crédit-pont (aussi appelé *bridge loan*). Ce dernier aura souvent un délai de quelques mois (souvent un ou deux mois), le temps de procéder à la cession et d'avoir recours à l'assistance financière avec l'aide du nouveau conseil d'administration.

L'opération d'assistance financière sera dans les faits réalisée post-acquisition, sous la responsabilité du nouveau conseil d'administration.

Thierry Dehout explique ainsi que : « Comme nous défendons l'intérêt de notre client (le vendeur), nous faisons toujours en sorte que le mécanisme soit mis en place après la cession. Mais, en général, tout se fait dans la même réunion. C'est-à-dire que l'acquéreur a besoin de ses sous pour acheter. Pour pouvoir être à bord de la société, il doit l'avoir achetée. On essaie donc de faire tout pendant le closing mais de dater le procès-verbal de l'assemblée générale qui décide de l'assistance financière au moins un quart d'heure voire une heure après la transaction. »³

Concernant l'avance de fonds, il est connu que le principe de l'assistance financière ne peut concerner que les bénéfices distribuables de la société cible. On ne peut mobiliser que des bénéfices reportés ou des réserves disponibles de celle-ci.⁴ Il y a toutefois certains avantages à

¹ Cfr Annexes, Chapitre 9 : Marie-Pierre Tasiaux.

² Article 7 :227, §1, 2° du CSA.

³ Cfr Annexes, Chapitre 8 : Thierry Dehout, p. 27.

⁴ Cfr Annexes, Chapitre 6 : Frédéric Loverius, p. 21.

avoir recours à l'assistance financière. L'un d'entre eux est la mobilisation des réserves immunisées, aussi appelées plus-values de réévaluation.¹ Au niveau fiscal, celles-ci sont considérées comme des réserves distribuables, mais qui seront taxées dès lors qu'elles quitteront l'entreprise. En effet, elles sont immunisées de l'impôt tant qu'elles respectent la condition d'intangibilité qui leur est propre. En revanche, il est admis que dans le cadre d'une assistance financière, celles-ci peuvent faire partie des fonds propres mobilisés et rester dans la société cible, sous la forme de l'inscription d'une réserve indisponible. Ainsi, la société cible bénéficie d'atouts pour optimiser la taille du prêt.

Une possibilité supplémentaire qui peut s'avérer cruciale et qu'on rencontre dans la pratique, c'est que l'assistance financière permet de mobiliser jusqu'à 100% des bénéfices distribuables, alors que dans certains cas l'opération ne porte que sur un nombre limité des actions, et pas toujours la totalité de celles-ci.² En effet, moyennant le respect des conditions légales, l'assistance financière a le choix de la société holding vers la structure qu'elle décide de soutenir par son aide. Dès lors, dans une cession à l'amiable telle qu'une transmission familiale ou encore un *management buy-out*, on peut tout à fait imaginer une assistance financière mise en place pour aider le rachat d'un certain nombre d'actions, qui est limité dans un premier temps. Cela donne une belle flexibilité à la procédure.

Le risque dans ce type d'opération est d'avoir clairement mal évalué le plan financier. En effet, si celui-ci est trop serré et/ou que l'on a été beaucoup trop optimiste sur le prix des charges que l'on va payer ou encore sur les bénéfices qui seront réalisés, la créance que détient la fille envers la mère est très souvent la dernière étape qui sera remboursée dans toute l'opération. Il y a donc un risque substantiel sur ce sujet, raison pour laquelle le législateur a bétonné la responsabilité des administrateurs.

Sous-section 3 : La problématique des sociétés de liquidités

Quand on parle de sociétés de liquidités, il s'agit de sociétés qui possèdent un montant exorbitant de liquidités, dont au moins 75% de l'actif est composé de trésorerie, placements, créances ou autres valeurs disponibles.³ Il était fréquent de se retrouver avec de telles sociétés car très souvent : « les entrepreneurs de la « vieille école » capitalisaient leur caisse de retraite

¹ F. VANDEN HEEDDE, « La constitution et la distribution d'une réserve de liquidation », *Pacioli*, ICPF – BIBF, n°399/2015, pp. 1-5.

² Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 50.

³ Article 442ter du Code d'impôts sur les revenus.

dans leur société. Donc on ne sortait pas de dividendes parce qu'historiquement, ils coûtaient cher. »¹

Dans les années 90 virent le jour une série d'opérations d'assistance financière frauduleuses liées à des sociétés de liquidité.

A.-P. André-Dumont explique : « Vous avez donc des sociétés dont tous les actifs sont vendus, et puis l'on cède les actions de cette société à un tiers. Ce qui permet donc aux cessionnaires, qui sont en général des personnes physiques, d'encaisser la plus-value sur leur travail de plusieurs années, sans être soumis à taxation, puisqu'il s'agit d'une plus-value privée qui échappe à la taxation au titre de revenus divers. Dans un certain nombre de dossiers, il est apparu en réalité que les acquéreurs des actions, utilisaient en réalité les fonds des sociétés acquises pour payer le prix, à la connaissance ou non des vendeurs. »²

Cette situation peut être tout à fait analogue à celle du dividende massif, dans la mesure où le vendeur cède sa société à un prix gonflé par les liquidités qu'elle contient.³ C'est une matière très délicate, dans la mesure où le juge tranchera sans hésiter en faveur de l'administration fiscale si la quantité de liquidités dans la société cible est manifestement disproportionnée.

Section III : L'avance de fonds aux membres du personnel de l'entreprise (MBO)

L'exception contenue au paragraphe 2 des articles 5 :152, 6 :118 et 7 :227 du CSA mentionne deux hypothèses prévues pour les membres du personnel de l'entreprise. Ce dernier terme a subi une modification lors de l'introduction en vigueur du CSA. Il est désormais défini à l'article 1 :27 du CSA. Ainsi doivent être considérés comme membres du personnel de l'entreprise, dans le cadre d'une assistance financière :

- « 1° toute personne physique engagée dans les liens d'un contrat de travail, d'un contrat de management ou d'un contrat similaire avec la société ou sa/ses filiale(s) ;
- 2° toute personne morale engagée dans les liens d'un contrat de management ou d'un contrat similaire avec la société ou sa/ses filiale(s), en vertu duquel cette personne

¹ Cfr Annexes, Chapitre 1 : John Lebrun, p. 2.

² Cfr Annexes, Chapitre 14 : André-Pierre André-Dumont, p. 53.

³ Voy *infra*, Partie II, Chapitre II, Section I.

morale n'est représentée que par une seule personne physique qui en est également l'associé ou l'actionnaire de contrôle ;

3° les membres de l'organe d'administration de la société ou de sa/ses filiale(s), en ce compris les personnes morales dont le représentant permanent est également l'associé ou l'actionnaire de contrôle. »¹ Toute personne qui prétendrait pouvoir avoir recours aux exceptions prévues pour les membres du personnel se doit de tomber dans l'une des catégories précitées, sous peine de réaliser une assistance financière illégale, si elle ne respecte pas les autres conditions légales. On remarquera que la définition est assez large, comprenant les personnes morales telles que les sociétés de management.

Il est en effet généralement admis que le plus grand risque dans la reprise d'une entreprise réside dans le changement de gestion, qui peut s'avérer assez radical et parfois un mauvais choix. Les acteurs du marché désignent souvent comme étant le facteur déterminant, le manque de connaissance de l'entreprise et une mauvaise gestion générale en conséquence. Dès lors, il y a énormément de bienfaits quand le rachat de la société provient de l'intérieur de celle-ci, les risques relatifs au changement de gestion étant beaucoup plus marginaux. C'est pour cette raison que l'exception fut introduite dans la loi, à l'époque où l'assistance financière restait interdite aux autres situations.

Bien que la formulation varie très légèrement, l'exception prévue dans la loi a exactement la même portée en ce qui concerne les SA, SRL et SC. Cette exception comporte deux idées principales. La première prévoit que l'assistance financière peut être allégée pour les : « opérations visant l'acquisition d'actions de ces sociétés, ou de certificats se rapportant aux actions de ces dernières, par ou pour des membres du personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci ; »² L'exception s'applique donc uniquement à l'acquisition de certificats ou d'actions, dans la mesure où celle-ci est réalisée au bénéfice de membres du personnel de l'entreprise. La portée initiale de l'exception ne visait que la société en elle-même, mais elle fut étendue aux sociétés liées par l'Arrêté Royal du 8 mai 2008.³

La deuxième exception reste très fortement liée à la première. Celle-ci s'applique : « aux avances, prêts et sûretés consentis à des sociétés dont la moitié au moins des droits de vote est

¹ Art. 1 :27 du CSA.

² Art. 7 :227, §2, 1° du CSA.

³ Y. DE CORDT, A.-P. ANDRE-DUMONT, « 3. - Prohibition de l'assistance financière » in Droit des sociétés – Millésime 2011, Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 30-31.

détenue par les membres du personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci pour l'acquisition par ces sociétés d'actions de cette société ou de certificats se rapportant aux actions de cette société, auxquels est attachée la moitié au moins des droits de vote. »¹ Dans le cas où l'on tomberait dans le régime de l'une ou l'autre de ces exceptions, on peut procéder à une assistance financière allégée. En effet, seule la constitution d'une réserve indisponible inscrite au passif du bilan est nécessaire, si on bénéficie du régime de l'exception. On détaillera ci-dessous plusieurs cas différents, tirés de la pratique, qui peuvent bénéficier du régime de l'exception prévue par le code.

Une chose est certaine, le but de ces exceptions est de faciliter grandement la vente de l'entreprise aux cadres l'entreprise. Historiquement, l'interdiction de l'assistance financière s'est révélée être un problème très pesant dans les affaires dites de *leveraged (management) buy-out*.² Cette dénomination vise les opérations par lesquelles un ou plusieurs investisseurs acquièrent une entreprise via une société holding (qui est souvent créée pour l'occasion) en endettant cette dernière autant que la capacité de remboursement de la société cible le permet, en obtenant un effet de levier financier par le crédit bancaire.³ Le crédit permet d'obtenir un rendement bien supérieur de par les possibilités financières qu'il apporte, avec un apport propre relativement faible.

On parle tout particulièrement de *management buy-out* lorsque l'entreprise est rachetée (au moins en partie) par les managers de l'entreprise. Il faut également le différencier du *management buy-in*, qui lui désigne le cas spécifique où l'investisseur introduit une équipe de gestion extérieure à la suite de son rachat. On peut encore citer le *buy-in / management buy-out*, qui représente le mélange des deux configurations et *l'institutional buy-out*, lorsque l'acquéreur achète sans équipe de gestion prévue, avec l'intention de recruter post-cession.⁴ Dans ce travail, nous n'allons pas attarder sur les aspects financiers, économiques ou fiscaux relatifs à cette matière, mais simplement examiner schématiquement certaines constructions fréquentes dans la pratique.

¹ Art. 7 :227, §2, 2° du CSA.

² A. LEGRAND, « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent, 2017, p. 17.

³ MAHIEU, P.-O., « Le “leveraged buy-out” et les fonds de “private equity” en Belgique », R.B.F.-B.F.W., 2007/8, p. 509.

⁴ A. COIBION, « V - Exemple d'application : les opérations de management buy-out » in Les conventions d'actionnaires en pratique, Bruxelles, Éditions Larcier, 2010, p. 143.

Dans la pratique, procéder à un MBO peut avoir lieu par cession d'actions ou par cession d'actifs. Dans ce dernier cas, le procédé nécessitera toujours la création d'une nouvelle société (appelée Newco) qui reprendra les actifs de la société.¹ Dans ce cas, les articles relatifs à l'assistance financière ne trouvent aucune application.² Le MBO par cession d'actions peut être qualifié de « pur » lorsque le personnel deviendra propriétaire à hauteur d'une majorité de contrôle sur les actions ou alors même lorsqu'il devient propriétaire de l'entièreté de l'entreprise.

Le *leveraged management buy-out* est un type de MBO particulier, qui représente dans la pratique la grande majorité des opérations de MBO qui sont réalisées. On y retrouve plusieurs caractéristiques principales :

- Les acheteurs (dans ce cas, les membres du personnel de la société cible)³ qui vont utiliser principalement de l'argent emprunté et peu de capital-risque pour réaliser l'acquisition. Comme la grande majorité des personnes physiques qui ne détiennent pas encore d'entreprise, ils fondent généralement une nouvelle société (appelée Newco). Cela a pour avantage que dans cette dernière, en principe, seul le capital apporté est soumis au risque entrepreneurial ;
- Concernant le financement de la dette, il est supporté par la cible acquise elle-même et seulement dans une mesure plus ou moins grande par l'acheteur (Newco). Les flux de trésorerie de la cible devraient lui permettre de rembourser le financement au fil du temps et les actifs de la cible seront utilisés pour fournir une garantie aux financiers. On comprend dès lors facilement la problématique de l'assistance financière sur ce sujet ;

Dans de telles opérations, il est fréquent que la structure (la Newco utilisée pour l'achat) cache en réalité la présence d'un fonds de *private equity*, qui aura pour but de maximiser l'effet de levier et la rentabilité de la valeur de l'entreprise sur quelques années. Ceux-ci font appel au financement bancaire, parfois grâce à l'assistance financière, en utilisant les garanties de la cible pour pouvoir financer une acquisition avec un apport de fonds propres minimal. Ceci permettra

¹ K. TROCH, « Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van Vennootschappen zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 8 oktober 2008 », Bruxelles, Larcier, 2011, p. 129.

² Voy *infra*, Section IV, Sous-section II, D.

³ Voy *supra*, p. 30.

au fonds de gérer ainsi un grand nombre de dossiers. Lors de la fin de l'opération, il cèdera ses parts au moyen d'une IPO ou à un autre acteur du marché afin de retirer ses bénéfices.

Le réel avantage pour le fonds de *private equity* en donnant aux managers une participation en tant qu'actionnaires de l'entreprise est de créer des intérêts financiers communs pour les actionnaires majoritaires (le fonds) et les managers de l'entreprise. De plus, leur participation se révèle très souvent être un très fort incitant à la réussite de l'entreprise, et donc à sa prise de valeur lors de sa revente.

Section IV : *Debt push down* : assistance financière ou non ?

Le terme « descente de dette » (aussi appelée *debt push down*) est un terme générique qui vise l'opération dans laquelle la dette est, d'une manière ou d'une autre, descendue dans la société cible. Souvent, les banques préfèrent prêter à la société cible qu'à une holding qui a très peu de substance. En effet, la société cible possède généralement un meilleur *track record*, des suretés potentielles et une meilleure notation, permettant de supporter (une partie de) la dette d'acquisition. Il est donc assez habituel pour une société holding de faire usage des atouts de ses filiales, afin de pouvoir réaliser une opération d'acquisition.

Il apparaît que ces opérations de *debt push down* ressemblent sur de nombreux points à de l'assistance financière. Mais s'agit-il vraiment de la même chose ? Toute descente de dette est-elle une assistance financière ?

Sous-section 1 : En théorie

Yves Herinckx¹ explique dès 2005 que certains types de descente de dettes se doivent de respecter les règles de l'assistance financière telles qu'un simple apport de dette ou encore par fusion,² alors que d'autres ne tombent pas dans le champ d'application de la norme, comme la restructuration d'actifs intra-groupe ou encore la distribution d'un dividende sous le régime RDT.³ Mais c'est véritablement l'arrêt de la cour d'appel de Mons du 16 avril 2012⁴ qui fit

¹ Y. HERINCKX, « Les financements d'acquisitions d'entreprises : descente de dettes et assistance financière », in *La banque dans la vie de l'entreprise*, Jeune Barreau de Bruxelles, 2005, pp. 297-315.

² Voy *infra*, Partie II, Chapitre I, Section 3, A.

³ Voy *infra*, Partie II, Chapitre II, Section I.

⁴ Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013/7, pp. 650-655.

grand bruit en la matière en ce qui concerne la compréhension du lien entre la descente de dette et l'assistance financière.

Cet arrêt nous apprend que : « l'article 329 du Code sociétés ne s'oppose, ni à la mise en gage des actions acquises, pour garantir le financement d'une acquisition d'actions ni à l'octroi de sûretés pour un emprunt visant à financer une distribution de dividendes, même lorsque ceci a lieu dans le cadre d'une acquisition d'actions et en vue de faciliter celle-ci. Il ne s'oppose pas non plus à la conclusion d'un emprunt, en vue de financer la distribution d'un dividende, dans les mesures des bénéfices distribuables, l'article 329 interdisant à la société acquise d'octroyer un prêt en tant que prêteur, mais ne l'empêchant pas de conclure un emprunt en tant qu'emprunteur. »¹

L'interprétation restrictive de l'assistance financière et la recherche de lien de causalité font qu'un certain nombre d'opérations ne tombent pas dans le champ d'application de la matière.² Dès lors, il faut analyser au cas par cas quel type de descente de dette rentre dans le cadre des conditions de l'assistance financière et se doit de respecter les règles relatives à ce sujet.³

Sous-section 2 : En pratique

Plusieurs opérations-types en la matière ont pu voir le jour durant ces dernières décennies. Les différents montages qui vont suivre sont tirés de la pratique juridique bancaire actuelle et n'ont pas vocation à être exhaustifs. Koen Troch illustre parfaitement par plusieurs exemples très concrets le lien qui peut exister entre assistance et descente de dette,⁴ qui n'est pas du tout systématique. La partie suivante détaillera cinq montages financiers de descente de dette propres au rachat d'une entreprise, en détaillant l'implication ou non du respect des conditions relatives à l'assistance financière dans des opérations de ce type.

¹ Op. cit., p. 653.

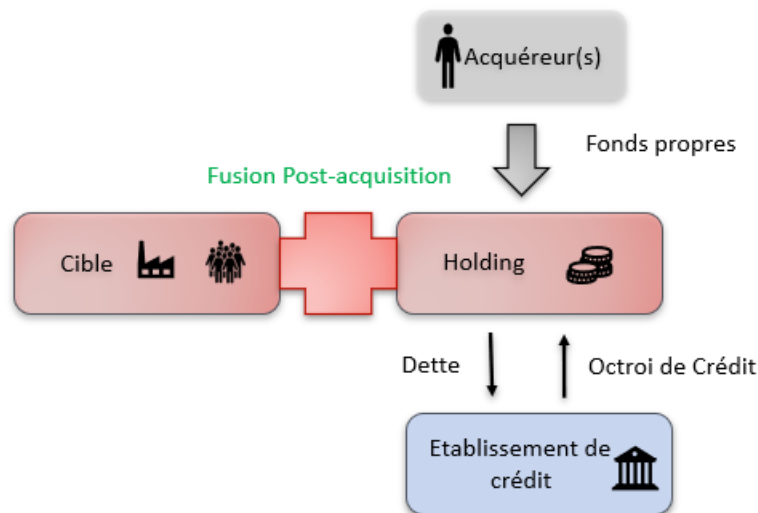
² A.-P. ANDRE-DUMONT, « Note - Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », *T.B.H.*, 2013/7, septembre 2013, pp. 656.

³ S. BOGAERT, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenacht", *TRV*, 2008, pp. 256-260.

⁴ K. TROCH, « Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van Vennootschappen zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 8 oktober 2008 », Bruxelles, Larcier, 2011, pp.125-140.

A. Acquisition par la constitution d'une société holding (Newco) suivie d'une fusion avec la société cible

Le premier mécanisme proposé est la fusion entre la Newco et la cible post-acquisition. La fusion permet en effet d'instaurer une nouvelle garantie pour la dette bancaire avec l'entière du capital dans la nouvelle société. Il s'agit donc de déplacer la dette qui sera contractée dans la holding par la fusion.



Dans ce type d'assemblage, on peut distinguer les étapes suivantes :

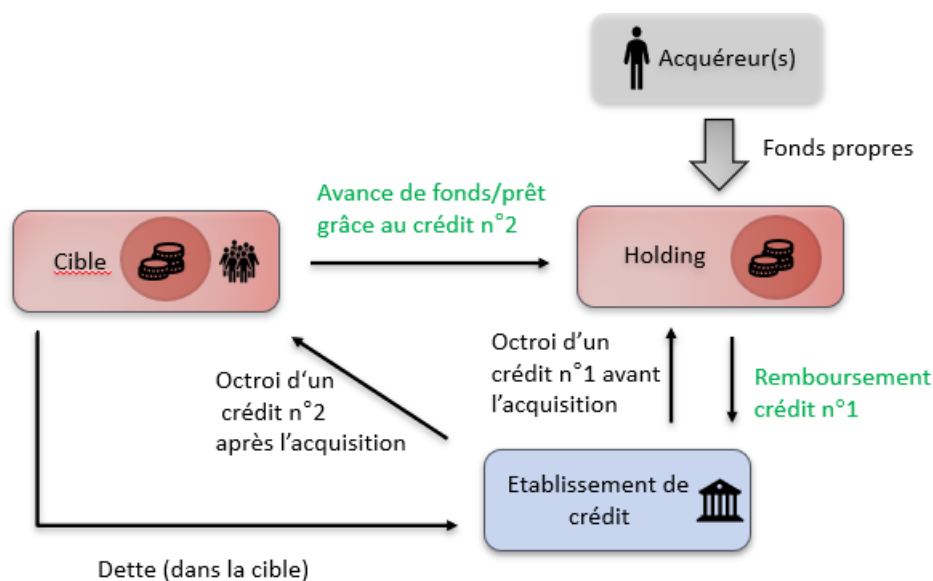
1. Tout d'abord, les acquéreurs créent une nouvelle société holding (Newco) avec leurs propres ressources et des ressources étrangères ;
2. La nouvelle société contracte ensuite un prêt auprès d'un établissement de crédit afin de financer le prix d'achat des actions de la société cible. On notera qu'une des fragilités de ce montage est que le niveau de risque d'un tel financement pour la banque est plus élevé ici parce que la Newco a peu de substance à ce stade ;
3. La Newco achète ensuite les actions de la cible afin que celle-ci puisse devenir sa filiale ;
4. La fusion entre la société cible et la Newco a lieu immédiatement après l'acquisition ;
5. A la suite de cette fusion, l'intégralité du financement de la dette incombe à la société cible acquise. En réalité, tous les actifs des deux sociétés sont transmis à la nouvelle société absorbant (or la Newco n'a souvent que très peu voire pas du tout de substance). Un des effets de la fusion est la succession juridique de tous les droits et obligations de la société acquise, donc la dette de la Newco également ;

6. Les actifs de la société cible peuvent être utilisés pour fournir des garanties aux financiers et sa trésorerie pour rembourser les prêts.
7. Finalement, la fusion vise à garantir que les intérêts sur les prêts et les emprunts soient déductibles fiscalement par le coût financier et les revenus en concentrant la même entité juridique.

Dans ce cas, aucune assistance financière n'est requise ou particulièrement retenue. Elle peut toutefois être un atout majeur dans le cadre de la constitution de la Newco, dès lors qu'elle permet, par une sûreté ou un apport de fonds, de donner de la substance à la nouvelle société holding pour que celle-ci obtienne un crédit plus conséquent dans le but du rachat, qui sera suivi de la fusion.

B. Création d'une société holding (Newco) et apport de fonds par la société cible

Une autre possibilité est l'apport direct de fonds au moyen de deux crédits. Dans ce cas, il faudra respecter les règles propres à l'assistance financière.



On retrouve les étapes clés suivantes :

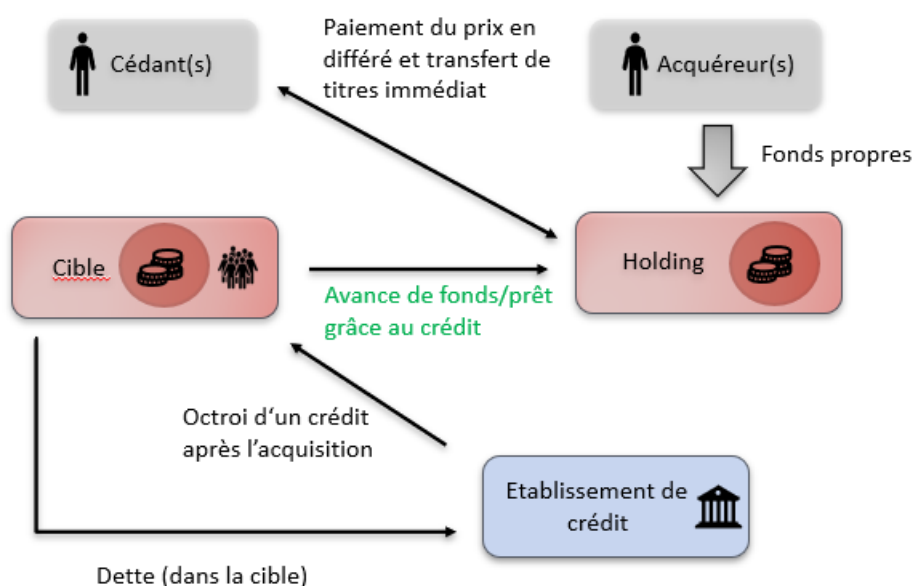
1. La nouvelle société contracte un crédit auprès de la banque (crédit n°1) pour couvrir le prix d'achat de la société cible. Là encore, le degré de risque d'un tel financement pour la banque est plus élevé puisque la nouvelle société ne sera pas en mesure de financer la cible.

2. Immédiatement après l'achat, la banque fournit un second crédit (crédit n°2) à la société cible elle-même ;
3. La société cible fournit une assistance financière à hauteur du crédit n°1 à la Newco ;
4. La nouvelle société utilise ces fonds pour rembourser le crédit n°1.

Le résultat final est donc que le financement par l'emprunt revient à la société cible. Il est clair que le prêt est en réalité contracté au nom de la société cible. Les conditions de l'assistance financière du CSA doivent être respectées.

C. Création d'une société holding (Newco) et *ab initio* financement de la société cible (paiement différé)

Cette structure a certains points communs avec le montage précédent. Elle diffère dans son attitude car le paiement de l'acquisition sera exécuté après la vente de l'entreprise.



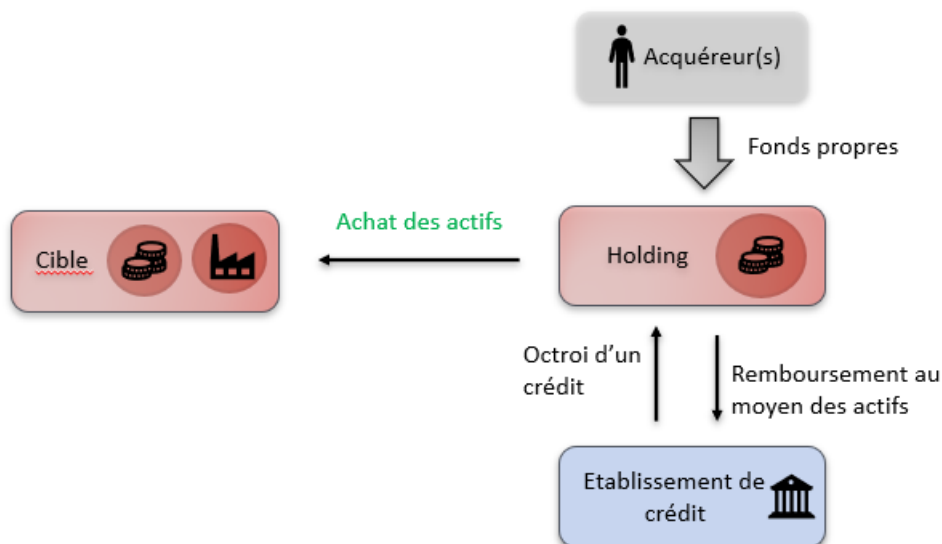
Elle se déroule selon les étapes suivantes :

1. La Newco achète les actions de la société cible contre l'émission d'un "billet à ordre" (c'est-à-dire un engagement de paiement abstrait). Cela suppose que les actionnaires de la société cible acceptent le paiement en différé du prix d'achat par la Newco ;
2. Immédiatement après, la banque accorde un prêt garanti à la société cible (et donc pas à la nouvelle société, afin de réduire le risque car la banque considérera souvent que les garanties fournies par la Newco ne sont pas suffisantes en termes de remboursement) ;

3. La cible déplace la somme de ce prêt, sous la forme d'un dividende exceptionnel par exemple, vers la Newco ;
4. La nouvelle société utilise les fonds ainsi obtenus pour financer son acquisition en différé.

Une telle construction semble une fois de plus soumise aux conditions des articles du CSA concernant l'assistance financière. Pour la bonne application du point n°2, il est tout à fait envisageable d'octroyer une garantie supplémentaire, sous la forme d'une sûreté dans la société cible, au vendeur qui s'engagerait à accepter le paiement en différé. Dans ce cas, il faudra faire particulièrement attention à la solvabilité de la cible afin de vérifier que la somme des aides qu'elle accorde n'affecte pas ses opérations ni ne réduise trop sa capacité de remboursement.

D. Acquisition de la société cible par voie d'acquisition d'actifs et *asset deal*



Cette technique nécessite les étapes qui vont suivre :

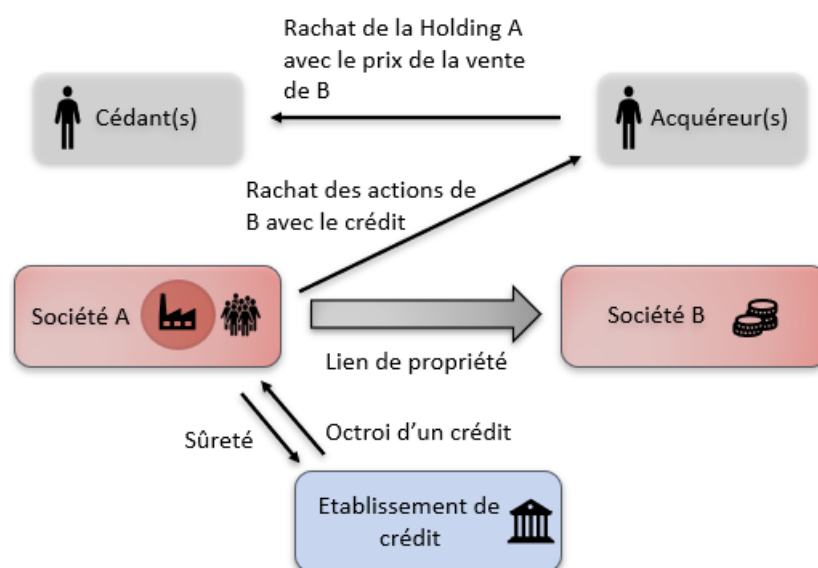
1. La banque accorde un crédit à la nouvelle société qui, cette fois, ne l'utilise pas pour acheter les actions, mais une partie des actifs (comme un immeuble) de la société cible. Ce prêt est souvent lié à l'obligation de la Newco de fournir à la banque une garantie sur les actifs ainsi acquis. L'établissement de crédit pourra réduire son risque de cette manière.
2. Ces actifs servent ensuite à la Newco pour rembourser le prêt bancaire ;
3. À la suite de l'acquisition de la société cible, les actifs peuvent être vendus ou liquidés de sorte que les actionnaires de la société cible sont payés avec le "prix" de la liquidation. Si nécessaire, la Newco reprendra le nom de ladite société dissoute. Comme cette assemblée travaille exclusivement avec une vente des actifs de la société cible (et ne concerne ni la

vente d'actions, ni de souscriptions réelles) aux conditions normales du marché, l'assistance financière ne trouve pas d'application.

Cette construction peut encore être appelée *asset deal*. Dans cet accord, la société Newco rachète à la société cible des actifs, pour acquérir finalement les actions de la société cible avec l'utilisation de ceux-ci. Ce montage ne semble pas, en principe, être soumise à l'article 7 :227 du CSA car derrière cette opération, la nouvelle société achète les actions à un prix complet sans l'aide de la cible. On peut également nommer la *hive-down procedure*, qui est utilisée lorsqu'une incertitude existe pour le passif d'une entreprise et lorsque le montage ne concerne que certains actifs et passifs. En bref, une société mère crée une nouvelle succursale, à la suite de quoi elle transfère certains actifs et passifs à cette dernière. L'équipe de rachat achète ensuite les actions de cette succursale.

E. Acquisition de la société cible par le biais d'une "fausse" société cible

Ce dernier montage exige deux sociétés économiquement équivalentes, A et B, dont chacune est détenue et contrôlée par un seul actionnaire (familial). L'actionnaire de la société B souhaite acquérir les actions de A (c'est-à-dire la société cible), mais ne réalisera pas l'acquisition parce que la société B ne possède pas des actifs sur lesquels des garanties importantes peuvent être autorisées. D'autre part, la société A possède des actifs de valeur (par exemple des biens immobiliers), mais sur la base de l'article 7 :227 du CSA, cela n'est évidemment pas autorisé comme garantie sans exécuter la lourde procédure prévue.



Afin d'atteindre son objectif, le scénario est en fait inversé :

1. La banque accorde un crédit à A en échange d'une sûreté ou d'une garantie ;
2. En utilisant ce crédit, la société A reprend les actions de la société B (c'est-à-dire la "fausse" société cible) qui devient une holding ;
3. L'actionnaire de B, avec l'argent versé par la A pour le rachat de ses parts, reprend les actions de A à A elle-même. A appartient donc au groupe (familial) B, mais pas en tant que fille, mais en tant que mère de B !

Ce montage semble ne pas causer de problèmes au niveau de l'assistance financière au sens strict. Il faut faire attention néanmoins à ce que la valeur des sociétés soit plus ou moins équivalente. Cette opération est très difficile à mettre en place sans un lien de proximité entre les parties, raison pour laquelle on privilégiera son application dans des situations familiales.

Chapitre II : Etude de montages financiers courants utilisés afin d'éviter les règles relatives à l'assistance financière

Ce chapitre a vocation de présenter les principaux montages rivaux de l'assistance financière en matière de reprise de sociétés. Les opérations qui seront décrites dans ce chapitre ont toutes pour point commun de prendre, d'une manière ou d'une autre, appui sur la société cible comme le moteur du financement de l'acquisition. Il s'agira de décrire ces différentes possibilités, en expliquant clairement leurs avantages et inconvénients face au régime de l'assistance financière.

L'on distinguera tout d'abord la sortie de liquidités en utilisant un dividende, grâce aux régimes des RDT (Section I), aux différentes aides financières qui ne tombent pas dans le champ d'application de l'assistance financière (Section II) ainsi que les différentes autres opérations qui, plus occasionnelles, peuvent voir le jour dans la pratique (Section III).

Section I : Sortie de liquidités par remontée de dividendes (sous le régime RDT)

Cette opération est sans conteste la plus appliquée dans la pratique belge actuelle. Lors des divers interviews que j'ai eu l'occasion de donner pour l'avancée de ce travail, cette technique était d'ailleurs très régulièrement mise en avant par les intervenants. Il s'agit d'une simple

remontée d'un dividende massif (ou *superdividende*) à la suite de l'acquisition de la société cible.

Plusieurs questions apparaissent : quels sont les avantages et inconvénients par rapport à l'assistance financière ? Quel formalisme faut-il respecter ? Quelles sont les règles juridiques afférentes à ce sujet ? Cette partie a pour vocation d'adresser ces questions, et d'expliquer pourquoi autant d'opérations de ce type sont réalisées.

Sous-section 1 : Le régime des revenus définitivement taxés

Tout d'abord, le dividende est le revenu traditionnel de l'actionnaire. Une opération typique de *superdividende* peut être décrite de la manière suivante : les acquéreurs créent ou contrôlent une Newco, dans laquelle ils ont mis un apport propre. Pour le financement de l'acquisition, l'on va dans un premier temps constituer deux prêts au niveau de l'établissement de crédit, dont le montant total permettra l'acquisition des actions de la société cible. Le premier prêt sera de courte durée (au maximum quelques mois, un *bridge loan*). Le deuxième prêt est plus classique, dans la mesure où on aura recours à un délai classique (entre 5 et 10 années) pour le remboursement du solde de l'entreprise. Dans un deuxième temps, aura lieu l'acquisition grâce aux liquidités obtenues par le prêt. Suite à l'acquisition, on procédera à la distribution d'un *superdividende* qui rembourse le premier prêt. La particularité de cette opération est d'utiliser le régime des revenus définitivement taxés, qui permet à une société mère de remonter un dividende depuis sa filiale sans aucune taxation. Le deuxième prêt sera, quant à lui, remboursé au fur et à mesure grâce à l'aide de la société opérationnelle.

Le formalisme particulier du régime des revenus définitivement taxés provient de ladite « directive mère-fille »¹ de 2011, prévoyant l'exonération pour toute société du précompte mobilier sur les dividendes provenant de leur société fille, dans la mesure où celle-ci détient au moins 10% (ou une participation de 2,5 millions d'euros) depuis une période ininterrompue d'un an.² La pratique admet que ce dividende puisse être distribué dans la première année³, à condition de payer le dividende à hauteur de 70% et moyennant la conservation des 30% restants au sein de la société cible. Cette partie correspond en effet au précompte mobilier qui

¹ Directive (UE) 2011/96/UE du Conseil du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents, *J.O.U.E.*, L 345/8, 29 décembre 2011.

² Article 202 du Code d'impôts sur les revenus.

³ L. DEKLERCK, « 5 - Quatrième opération : déduction des revenus définitivement taxés et des revenus mobiliers exonérés » in *Manuel pratique d'impôt des sociétés*, 11e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 404-405.

serait dû si les conditions d'application du mécanisme des RDT (surtout la période de détention ininterrompue d'un an) ne sont pas respectées.

La somme de 30%, qui est conservée, ne pourra donc être distribuée qu'à la fin du délai requis d'un an. Ceci peut représenter un premier désavantage au régime RDT, dans la mesure où, durant la première année, on ne peut mobiliser les 100% de bénéfices distribuables, contrairement à l'assistance financière qui peut le faire, en bénéficiant même des réserves immunisées, contrairement aux dividendes qui ne pourraient les utiliser que moyennant une taxe sur celles-ci.¹

Sous-section 2 : Avantages et inconvénients par rapport à l'assistance financière

Bien que la société cible fournisse un dividende qui servira à l'acquisition de ses propres actions, nous ne sommes pas dans le cadre de l'assistance financière. En effet : « Il a notamment été jugé que l'octroi de sûretés pour un emprunt visant à financer une distribution de dividendes, eux-mêmes utilisés pour le remboursement d'un prêt octroyé par la filiale en vue de l'acquisition des titres de ladite filiale, ne tombe pas dans le champ de l'assistance financière. »² Dès lors, il y a lieu de comparer ce qu'apporte respectivement chacun des deux régimes dans la pratique.

Une autre différence majeure concerne le choix de la mobilisation des fonds. Très souvent, une telle opération va viser la totalité du rachat des actions. Néanmoins, dans le cadre d'un rachat progressif où on ne céderait pas la totalité des actions en une fois, le dividende impliquerait de reverser à chaque actionnaire sa quote-part. L'assistance financière permet, dans le respect des actionnaires, de cibler la société qui organisera son rachat en mobilisant l'entièreté des fonds propres bien que ce ne soit que pour une partie de son rachat. Ce scénario est particulièrement envisageable dans des transmissions douces telles que des MBO et/ou des transmissions familiales.

Le véritable avantage du régime RDT est son formalisme limpide. En effet, une simple décision de l'assemblée générale suffit pour décider de la distribution du dividende, dans le respect des bénéfices distribuables. Et la responsabilité des administrateurs ne sera pas mise en cause. Il n'y a également pas de publication à réaliser ni de réserve indisponible à constituer. Toutefois,

¹ E. DELANNOY, « Nature des réserves immunisées qui peuvent faire l'objet du prélèvement au taux réduit au cours des exercices d'imposition 2021 et 2022 », *B.J.S.*, 2020/651, p. 12.

² G., RUE, « Sociétés : l'assistance financière », *B.J.S.*, 2013/500, p. 15.

la distribution du dividende à ses propres limites. Luc Foguene explique : « Le dividende va parfois poser problème parce que, d'un point de vue fiscal, si le dividende permet d'utiliser un excédent de trésorerie et que le vendeur est une personne physique, l'administration fiscale va peut-être soutenir, et elle n'aurait peut-être pas tort, que le dividende aurait pu être versé avant la cession. »¹ Il y a là une vraie question sur le moment de la distribution du dividende. En effet, si celui-ci a lieu juste après la cession, juste pour être exonéré, l'administration fiscale peut y voir une forme d'abus, tant que le délai d'un an n'est pas respecté. Et faire attendre un an à l'établissement de crédit rend l'opération beaucoup plus risquée, ce qui pourrait impacter grandement le champ d'action en la matière.

Le principe des revenus définitivement taxés est qu'ils ne sont pas taxés entre la mère et la fille et qu'ils seront taxés une fois, d'une manière ou d'une autre, à la sortie de la société. Toutefois, si ce dividende sert à rembourser une dette à un établissement de crédit, les 30% de précompte mobilier disparaissent alors même que le vendeur a obtenu leur équivalent sur le prix de vente. Il s'agit du même problème en cas d'assistance financière, lorsque les liquidités de la société cible sont utilisées pour financer l'acquisition de ses propres actions. C'est la raison pour laquelle une série de litiges² ont vu le jour entre l'administration fiscale et les responsables de ce type d'opérations, en tant qu'acquéreurs, mais également les vendeurs et les établissements de crédit.

Section II : Aide financière envers une autre société que la (future) société mère

Le processus du respect des conditions légales relatives à l'assistance financière est lourd. Et dans la pratique, il arrive régulièrement qu'une société opérationnelle possède déjà une holding, que ce soit d'un précédent rachat, ou simplement par la constitution qui s'est faite de la sorte avec l'ancien titulaire. Or, le mécanisme légal ne trouve pas d'application dans cette situation.

En effet : « Il est par exemple admis que l'assistance financière accordée par la société en vue de l'acquisition des actions de ses filiales ou l'assistance financière accordée par la société filiale en vue de l'acquisition d'actions émises par sa société mère est exclue du champ d'application des règles susmentionnées. »³

¹ Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 44.

² Voy supra, Partie II, Chapitre I, Section II.

³ G., RUE, « Sociétés : l'assistance financière », *B.J.S.*, 2013/500, p. 15.

La loi ne vise, en effet, que le rachat direct **de ses propres actions**. Dès lors qu'il y a un intermédiaire, le mécanisme légal peut être écarté. Philippe Desomberg explique que, dans la pratique : « lorsque vous avez un groupe à la vente, avec une holding qui détient une opérationnelle, un acheteur crée sa holding qui va racheter le groupe, donc qui va racheter la holding existante. Dans ce cas-là, les fonds de la fille, donc de l'opérationnelle, donc celle qui intéresse l'acheteur, peuvent être remontés directement à sa grand-mère, donc à la holding de l'acheteur, en dehors de ce principe de l'assistance financière parce que quand une petite-fille prête de l'argent à sa grand-mère, l'assistance financière ne joue pas. »¹

Ainsi, la présence d'une autre société qui est déjà détentrice de la cible concernée semble être un réel avantage pour l'acquéreur dans le processus de reprise d'une entreprise. On se posera tout de même la question de la raison de l'autorisation de cette possibilité, sans autre contrainte que la justification auprès de l'intérêt social, sachant qu'elle pourrait, en théorie, nuire aux droits des créanciers et actionnaires minoritaires de la même manière qu'une assistance financière classique.

Section III : Autres montages

Pour éviter d'avoir recours à l'assistance financière, certains acquéreurs peuvent s'avérer être très inventifs. Cette section regroupe plusieurs montages qui peuvent être utilisés, selon la situation, par la partie repreneuse afin de financer la reprise de la société cible.

A. *Convention de cash pooling*

La convention de *cash pooling* est un très bon outil dès lors qu'on possède un groupe ou plusieurs sociétés liées. John Lebrun explique : « Si on n'a que deux sociétés, cela va se voir que l'on ne fait du *cash pooling* que pour financer l'acquisition de la fille par la mère, mais avec trois ou quatre sociétés, la convention de *cash pooling* peut être faite de manière assez systématique. »²

Une simple opération de *cash pooling* consiste en un rassemblement des liquidités dans la société mère, ou dans une société de trésorerie, qui rassemble les avoirs. Avec un grand nombre de liquidités, cette société pourra beaucoup plus facilement se justifier et obtenir des garanties

¹ Cfr Annexes, Chapitre 4 : Philippe Desomberg, p. 15.

² Cfr Annexes, Chapitre 1 : John Lebrun, p. 4.

auprès d'instituts bancaires pour obtenir du financement. Dans le cadre du rachat d'une société qui aurait un grand taux de liquidités, il n'y aurait pas lieu de considérer l'existence d'une assistance financière dès lors que le traitement est le même qu'avec les autres filiales. En effet, au regard de l'intention et de la finalité de l'opération, l'assistance financière qui serait mise en place dans ce genre de situation servirait une finalité distincte propre.

Toutefois, si la convention est mise en place **spécifiquement** pour la vente, ou alors que le groupe est simplement composé de deux sociétés, cela peut poser problème devant le juge qui verra dans les faits une assistance financière illégale déguisée. Comme dans beaucoup d'autres opérations de ce genre, la prudence reste de mise.

B. Utilisation des immeubles

Dans la partie qui suit, nous verrons deux exemples de mobilisation des immeubles dans la société cible qui ne sont pas de l'assistance financière.

1. Le mécanisme en trois coups

Le mécanisme en trois coups est un cas exceptionnel. Il ne peut avoir lieu que lorsque la valeur de l'entreprise ciblée repose pour beaucoup sur un immeuble et que lorsqu'il y a dans celle-ci des pertes fiscales reportées. Thierry Dehout explique : « L'acquéreur achète cette société cible et la finance en créant une société immobilière qui rachète l'immeuble. Pour ça il contracte un emprunt dans la société immobilière qui est couvert par l'hypothèque sur l'immeuble qu'elle vient d'acquérir. L'inconvénient est qu'il va devoir payer des droits d'enregistrement sur la valeur de l'immeuble. L'opération ici a pour effet de convertir un actif « brique » en actif « cash ». La somme de la vente de l'immeuble se retrouve dans la société cible. »¹

L'avantage d'avoir des pertes fiscales récupérables dans la société cible est que la plus-value réalisée par la vente de l'immeuble n'est pas taxée et que, dès lors, le bénéfice exceptionnel qui est généré peut remonter vers la société holding dans le prix de cession. En effet, les droits d'enregistrement usuellement prévus sont de 12,5% (en Wallonie). Dans ce cas, la holding qui rachète l'immeuble devient une société immobilière. Au niveau du risque cela n'est même pas

¹ Cfr Annexes, Chapitre 8 : Thierry Dehout, p. 28-29.

plus mal, puisque l'immeuble a été mis à l'abri des risques dans la société cible. Il s'agit d'un cas particulier qui nécessite des conditions bien spéciales.

2. La scission de société et rachat subséquent de la cible

Un autre exemple d'une tentative de contourner la législation concernant l'assistance peut être décrit comme suit : « puisqu'on ne pouvait pas aller prendre la garantie qui était la meilleure, qui était l'immeuble, on l'a scindée et finalement c'est la société qui avait l'immeuble qui a racheté l'exploitation et comme c'était l'une qui rachetait l'autre, on prenait une garantie dans la holding qui était devenue une immobilière. »¹

Ce mécanisme – par essence assez complexe – engendre de nombreuses questions (notamment fiscales) qui, sortant du cadre de ce travail, ne seront pas développées ici. Il reste donc fort marginal, ne pouvant être appliqué que dans des circonstances très particulières. Il illustre cependant à merveille l'inventivité des acquéreurs et de leurs conseillers, afin d'éviter de tomber dans des considérations déplaisantes de l'assistance financière.

C. Les conventions de services fictives

Il a déjà été observé que dans certains cas, les acquéreurs n'ont pas recours aux dividendes et préfèrent faire usage d'une convention de service fictive pour financer l'acquisition. La jurisprudence de la cour d'appel d'Anvers² montre bien que toute convention de service fictive préalable à l'acquisition qui faciliterait le rachat d'une société constitue une avance de fonds ou un prêt et n'échappe pas à la portée de l'assistance financière.

Néanmoins, certains acquéreurs ont recours à une convention de service post-acquisition, à la place de dividendes. Ils font prester des services très cher depuis la société mère, dans le but de rembourser le crédit.

D'un point de vue fiscal, Luc Foguette explique que : « c'est un mécanisme que l'on a tendance à faire parce qu'on croit que l'on va faire une économie d'impôt. Alors c'est sûr que toute autre chose restant égale, la cible va payer moins d'impôt lorsqu'elle va avoir des services à payer qui vont coûter beaucoup plus cher que ce qu'ils coûtaient

¹ Cfr Annexes, Chapitre 5 : Philippe Hennebert, p. 18.

² Anvers (5e ch.), 3 mai 2012, FORUM FINANCIER / DROIT BANCAIRE ET FINANCIER, 2012/V-VI, pp. 341-343.

auparavant, donc sa base imposable va baisser. Mais néanmoins, il y a un effet de vases communicants qui fait que l'on va trouver du revenu taxable dans le chef de la société mère, qui est obligée de créer un cashflow après impôt pour pouvoir rembourser tout ce qu'elle a emprunté. »¹

Le véritable danger ici est que l'administration fiscale se rende compte de la supercherie, dans ce cas, la correction qu'elle apportera au niveau la société cible, par les dépenses non admises selon l'article 49 du code d'impôt sur les revenus, ce qui peut s'avérer très coûteux.

Titre III : L'assistance financière au Royaume-Uni

Comme mentionné plus haut², l'assistance financière trouve son origine dans le droit anglais. Les événements politiques des dernières années qui ont mené au Brexit, sont révélateurs des divergences d'opinion entre le Royaume-Uni et ses différents compagnons continentaux au sein de l'Union Européenne. Dans ce contexte, il nous a semblé intéressant de se pencher sur l'évolution possible de la question de l'assistance financière dans un pays de *Common Law* à la pensée plus libérale, notamment dans son rapport au droit.

Au cours de la période 1976-2006, la procédure d'assistance financière (dit *financial assistance*) était soumise aux mêmes directives européennes précitées. Le *Companies Act* de 2006 a introduit un dispositif autorisant sous certaines conditions ce qui avait été interdit sous le *Companies Act* de 1985 en la matière.³ Cette dernière législation, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2009, reste toujours d'actualité. L'objectif du présent titre est de dresser les principales différences entre ce régime et celui qui est applicable chez nous.

Section I : La portée des termes « financial assistance »

L'article 677⁴ énonce la portée du concept d'assistance financière et vise un panel très large de cas. On citera les donations, prêts et sûretés tels qu'ils sont représentés mais également les autres garanties, par renonciation, la novation, la cession, allant jusqu'à tout acte réduisant

¹ Cfr Annexes, Chapitre 12 : Luc Foguene, p. 48.

² Voy *supra*, Titre I, Chapitre II, Section I.

³ Companies Act 2006, section 677-683, 151-158, disponible sur <https://www.legislation.gov.uk/> ; Companies Act 1985, section 151-158, disponible sur <https://www.legislation.gov.uk/>.

⁴ Article 677 du Companies Act de 2006.

l'actif net. Le législateur a été très exhaustif et précis dans les termes utilisés, ce qui donne une certaine clarté à la loi.

Toutefois, l'interdiction relative à l'assistance financière ne s'applique pas dans certaines situations, notamment en cas de distribution légales de dividendes, démission d'actions nouvelles ou de réduction de capital.¹ D'une manière générale, la portée de la « financial assistance » est plus large que celle de « l'assistance financière » chez nous.

Section II : Dans les sociétés privées

La différence principale avec la directive européenne (et la loi belge) se situe au niveau des sociétés privées. Au Royaume Uni, l'interdiction de faire de l'assistance financière a été supprimée, alors qu'en Union Européenne cette interdiction reste de mise, dans ses principes, tout en ayant été progressivement assouplie.

En effet, l'interdiction faite aux sociétés privées d'accorder une assistance financière pour l'achat de leurs propres actions est abolie le 1^{er} octobre 2009 au Royaume Uni, en abrogeant, pour les sociétés privées, les articles 155 à 158 du *Companies Act* de 1985, qui organisaient la procédure dite de « *whitewash* » (ou de « blanchiment »).² Il s'agissait d'une procédure particulière, qui était requise dans les sociétés privées, avant la procédure d'assistance financière en tant que telle.

Cette procédure de *whitewash* prévoyait que les administrateurs de la société cible devaient s'engager, par une déclaration solennelle de solvabilité, à ce que la société puisse payer ses dettes sur une période de douze mois à la suite de la vente des parts de celle-ci.³

Le champ des différentes directives européennes ne portant que sur les sociétés publiques, le législateur britannique n'a pas jugé bon de conserver un régime punitif concernant certaines formes d'assistance financière au niveau des sociétés privées.

¹ Article 681, 2° du *Companies Act* de 2006.

² Glossary: Whitewash procedure, disponible sur <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/> (Consulté dernièrement le 6 mai 2021).

³ W. KENTON, « Whitewash Resolution », 2020, disponible sur : <https://www.investopedia.com/> (Consulté dernièrement le 6 mai 2021).

Section III : Dans les sociétés publiques

Elke Hellinx explique que, sans sa participation au sein de l'Union Européenne, l'interdiction sur les sociétés publiques aurait probablement été levée également.¹ Celle-ci a simplement été modifiée de façon à entrer dans le champ d'action de la directive. Le législateur est resté relativement restrictif dans la mesure où l'assistance financière est interdite dans les sociétés publiques. Il y a deux possibilités² pour quand même y avoir recours, dans le respect de l'intérêt social de la société et du principe de bonne foi :

1. Lorsque l'assistance financière n'a pas pour principal objectif de servir à l'acquisition.
2. Si l'assistance financière fait partie d'un objectif plus large de la société cible et est accessoire à celui-ci. Nous retrouvons donc ici la problématique de l'intérêt social.

Le législateur anglais attache donc une grande importance au caractère intentionnel et principal de cet objectif de servir les intérêts de l'acquéreur, au détriment de l'intérêt social de la société cible.

Cependant, une exception légale³ est également prévue. Celle-ci vise la pratique sans conséquences de l'assistance financière dans le cas où la société donnant l'assistance est privée. Si celle-ci est publique, elle pourra bénéficier de l'exception si ses actifs ne sont pas réduits lors de l'octroi de l'assistance ou tant que ceux-ci proviennent de bénéfices distribuables. Cette exception n'est valide que dans certains cas, visant notamment le personnel actuel et l'ancien personnel de l'entreprise.

En définitive, l'évolution du droit anglais ressemble à celle du droit belge sur cette question. Le législateur belge est resté plus restrictif, notamment pour les sociétés privées. D'autre part, l'interdiction de principe y est encore maintenue, quoique largement assouplie. La doctrine et la jurisprudence belge ont précisé la nécessité du lien de causalité (caractère intentionnel) du service de l'acquisition, pour que les contraintes de l'assistance financière soient appliquées, ces principes étant déjà insérés dans l'arsenal législatif du Royaume Uni.

¹ E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », TRV-RPS, 2016, vol.2016, iss. 8, p. 1045.

² Article 678, 2° du Companies Act de 2006.

³ Article 682 du Companies Act de 2006.

Il n'est pas étonnant que ces régimes aient un grand socle commun, de par leurs engagements européens communs lors de la parution des différentes directives européennes. L'avenir pourrait voir cependant le Royaume Uni évoluer dans un sens différent, vu qu'elle ne doit plus tenir compte de l'acquis communautaire et voudra peut-être marquer sa différence en assouplissant les conditions générales pour faire des affaires.

Conclusion

Le concept d'assistance financière, qui n'est pas toujours facile à cerner, est pourtant d'une importance capitale pour les différents intervenants des opérations de fusions et acquisitions. L'interdiction de principe de pouvoir s'appuyer sur les actifs de la société cible, ou de l'appauvrir au niveau de son patrimoine, impacte directement les cédants et les acquéreurs, mais aussi les banquiers et les autres professionnels qui sont nombreux à graviter autour de ce type d'opérations.

Ce concept a fortement évolué au fil du temps, mais dans un sens unique, celui de l'assouplissement. En effet, même si l'interdiction de l'assistance financière garantissait la protection du capital de la société cible, et en cela les créanciers et les actionnaires de celle-ci, elle s'est avérée excessive, même pour ces derniers. C'est par une réelle inventivité, venue de la pratique, que les changements se sont opérés au fil du temps. Beaucoup de transactions flirtaient avec la limite de ce qui est autorisé sur le plan légal, et cela a amené le législateur à réfléchir sur une nouvelle norme qu'il a adopté en 1991, permettant de mettre en œuvre l'assistance financière sans devoir réellement la justifier mais moyennant le respect d'un formalisme strict.

Si l'interdiction de principe n'est plus d'actualité dans l'arsenal législatif européen, celle-ci a fait place à un mécanisme conditionnel. En Belgique, le législateur a prévu un champ d'application un peu plus strict, tandis que la jurisprudence et la doctrine ont clarifié les conditions d'application. Le mécanisme a généré, au gré des assouplissements qu'il a connus, un certain nombre d'opérations-types dans le paysage des fusions et acquisitions, que nous avons présenté dans le cadre ce travail. Ceux-ci font soit usage du prescrit légal, soit tentent de le contourner. Le mécanisme reste en effet assez lourd et pourrait bénéficier de certaines améliorations futures, à l'image peut être du Royaume Uni qui est allé nettement plus loin dans l'assouplissement, sans doute afin d'entraver le moins possible le monde des affaires.

Suite à l'écrasement des taux d'intérêts sur les crédits, l'assouplissement du cadre réglementaire et l'amélioration de la connaissance des praticiens, la pratique de l'assistance financière trouve, petit à petit, une place plus importante au sein des modes de financement des acquisitions. Toutefois, certaines questions restent débattues entre les juristes. Les différentes interprétations peuvent refroidir les acteurs non aguerris. Les risques encourus par les acteurs, même s'ils ne sont plus punis sur le plan pénal, restent conséquents pour les différentes parties, ce qui amène à une prudence générale sur le sujet.

Entretemps, les mécanismes alternatifs sont bien ancrés dans la pratique et semblent ne plus être contestés, du moins dans leur principe, ce qui suppose bien entendu qu'ils soient appliqués correctement. Il ne faut dès lors pas s'étonner que l'usage de l'assistance financière, même dans sa version actuelle assouplie, reste relativement marginal. Ceci n'est pas un problème en soi, car ce concept s'apparente plutôt à un garde-fou qu'à un mécanisme universel. Il continuera donc à jouer son rôle, se trouvant au centre des discussions en matière de financement des acquisitions.

Bibliographie

Législation

Articles 329 et 629 de l'ancien Code des sociétés ;

Echange de vues avec le ministre de la Justice et des experts du Centre belge du droit des sociétés sur la modernisation du droit des sociétés, *Doc.*, Ch., 2015-2016, 1500/001 ;

Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *Doc.*, Ch., 2017-2018, n°3119/001 ;

Articles 1 :27, 5 :152, 6 :118, 7 :227 du Code des sociétés et des associations ;

Articles 2 :14, 5 :142, 5 :143 du Code des sociétés et des associations ;

Deuxième Directive (UE) 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États 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 ;

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

Directive (UE) 2011/96/UE du Conseil du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents, *J.O.U.E.*, L 345/8, 29 décembre 2011 ;

Companies Act 2006, sections 677-683, 151-158, disponible sur <https://www.legislation.gov.uk/>, (Consulté dernièrement le 12 mai 2021) ;

Companies Act 1985, section 151-158, disponible sur <https://www.legislation.gov.uk/>, (Consulté dernièrement le 12 mai 2021).

Jurisprudence

Cass. (1re ch.), 30 janvier 2015, *Rev. prat. Soc.*, 2015/1-2, p. 137-139 ;

ANVERS, 12 mai 2013, *JDSC*, 2015, p. 281, note G. de Pierpont, « Convention de services fictive et assistance financière », *JSDC*, 2015, p. 286-287 ;

Anvers (5e ch.), 3 mai 2012, *FORUM FINANCIER / DROIT BANCAIRE ET FINANCIER*, 2012/V-VI, pp. 341-343 ;

Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013/7, pp. 650-655 ;

Liège, 2 avril 2009, *T.B.H.* 2009/9, pp. 965-969 ;

Gand (7^e ch.), 11 avril 2005, *R.W.*, 2007-2007, n°15, pp. 615-617 ;

Comm. Liège (prés.), 29 juin 2020, RG C/20/00005 ;

Trevor v. Whitworth, 11 juillet 1887, disponible sur : <https://uk-westlaw-com/Browse/Home/WestlawUk> ;

Doctrine

VAN OMMESLAGHE, P., « Le maintien du capital des sociétés anonymes », *Ann. Dr. Louvain*, 1985, p. 172 ;

NELLIEN GRADE, J.-M., De la validité de l'exécution de la convention de votes dans les sociétés commerciales », note sous Cass., 13 avril 1989, *R.C.J.B.*, 1991, p. 234 ;

BUYLE, J.-P., DELIERNEUX, M., « Jurisprudence commentée en droit bancaire et financier », 2003, Kluwer, pp. 27-30 ;

TROCH, K., « Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van vennootschappen », Bruxelles, Larcier, 2004 ;

HERINCKX, Y., « Les financements d'acquisitions d'entreprises : descente de dettes et assistance financière », in *La banque dans la vie de l'entreprise*, Jeune Barreau de Bruxelles, 2005, pp. 259-317 ;

CATTARUZZA, J., « Spécificités du Code des sociétés appliqué aux groupes de sociétés » in *Les relations intragroupes. Le droit des affaires en évolution*, Bruxelles, Bruylant, T. 15, 2004, p. 106 ;

MAHIEU, P.-O. « Le “leveraged buy-out” et les fonds de “private equity” en Belgique », *R.B.F.- B.F.W.*, 2007/8, p. 509-514 ;

BOGAERT, S., « Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenacht », *TRV*, 2008, pp. 242-271 ;

DE FRANQUEN, V., DREESSEN, M., Les modes alternatifs de financement des PME (Le point après la crise financière), Waterloo, Kluwer, 2009, pp. 165-166 ;

RICHELLE, J., JANSSENS, E., « Financière bijstand: van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating », *Dr. banc. fin.*, 2009/III, n° 2.6 ;

COIBION, A., « V - Exemple d'application : les opérations de management buy-out » in *Les conventions d'actionnaires en pratique*, Bruxelles, Éditions Larcier, 2010, p. 141-154 ;

TROCH, K., « Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van Vennootschappen zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 8 oktober 2008 », Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 1-146 ;

DE CORDT, Y., ANDRE-DUMONT, A.-P., « 3. - Prohibition de l'assistance financière » in *Droit des sociétés – Millésime 2011*, Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 20-50 ;

POTTIER, E., CULOT, L., « Nouveautés dans le capital : rachat d'actions propres, assistance financière, apport en nature » in *Le point sur le droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2011, pp. 301-355 ;

ANDRE-DUMONT, A.-P., « Note - Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », *T.B.H.*, 2013/7, septembre 2013, pp. 655-657 ;

RUE, G., « Sociétés : l'assistance financière », *B.J.S.*, 2013/500, p. 15 ;

DE WOLF P., STEVENS, P., « [La société anonyme] Actes interdits ou réglementés », in *Traité pratique de droit commercial. Tome 4 - Les sociétés*, 2014, Vol. 1 et 2, pp. 455-485 ;

VANDEN HEEDE, F., « La constitution et la distribution d'une réserve de liquidation », *Pacioli*, ICPF – BIBF, n°399/2015, pp. 1-5 ;

WILLERMAIN, D., « Assistance financière : la Cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », *Rev. prat. soc.*, 2015, liv. 1-2, 140-148 ;

CELEN, P., ALLEMAND, C., « Le recours à l'assistance financière dans le cadre du financement de la reprise d'une entreprise », *Pacioli*, ICPF – BIBF, n°416/2016, pp. 5-8 ;

HELLINX, E., « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK - An Elegy », *TRV-RPS*, 2016, vol.2016, iss. 8, pp. 1041-1074 ;

LEGRAND, A., « Financial assistance in besloten vennootschappen. Een rechtsvergelijkende analyse », *Faculteit Rechtsgeleerheid Ugent*, 2017 ;

TILLEUX, A. et PASDERMADJIAN, A., « « Share deal » – Processus de cession d'une société immobilière commerciale », *Jurim Pratique*, 2018/3, p. 101-125.

CULOT, H., « La suppression du capital dans la société à responsabilité limitée », *Het Wetboek van vennootschappen en verenigingen: (r)evolutie ? / Le Code des sociétés et associations : (r)évolution ?*, Gent, Larcier, 2019, pp. 69-98.

GOLLIER, J.-M., FLAMENT, S., « La SRL et son patrimoine, vers une société plus durable », *D.A.O.R.*, 2019/3, n°131, pp. 3-21 ;

DE WOLF, P., « 2. - La SRL, une société sans capital mais dotée de règles (strictes) de protection des tiers », *La société à responsabilité limitée*, Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 41-79 ;

FORTEYN, J., « Ne dites plus 'capital', dites 'capitaux propres' », *RPS-TRV*, 2019/3, p. 271-283 ;

NAVEZ, E.-J., NAVEZ, A., « Chapitre 4 - La société à responsabilité limitée », *Le Code des sociétés et des associations*, Bruxelles, Larcier, 2019, pp. 99-168 ;

CULOT, H., « Quelques règles nouvelles concernant la SRL, la SC et la SA » in ANDRE-DUMONT, A.-P. et al. (dir.), *Le Code des sociétés et des associations*, 1^e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 43-83 ;

DELANNOY, E., « Nature des réserves immunisées qui peuvent faire l'objet du prélèvement au taux réduit au cours des exercices d'imposition 2021 et 2022 », *B.J.S.*, 2020/651, p. 12.

DEKLERCK, L., « 5 - Quatrième opération : déduction des revenus définitivement taxés et des revenus mobiliers exonérés » in Manuel pratique d'impôt des sociétés, 11^e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, pp. 402-425 ;

GHYSELS, R., « Le test d'actif net, le test de liquidité, le CSA et le professionnel du chiffre », *RGFCP*, 2020/2, pp. 15-28 ;

LEUNEN, C.-A. et L'HOMME, T., FILBICHE, J., « Augmentations de capital dans les sociétés cotées, clauses de changement de contrôle et assistance financière » in L'impact du nouveau droit des sociétés sur la gouvernance des institutions financières et sur les transactions financières / De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties, Gent, Larcier, 2020, p. 201-233 ;

MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P., MALHERBE, P. et CULOT, H., « Titre 6 - Société à responsabilité limitée et société coopérative » in Droit des sociétés, 5^e édition, Bruxelles, Larcier, 2020, pp. 785-825 ;

NAVEZ, A., HEINDRYCKX, A. « L'abandon du capital dans la société à responsabilité limitée : aperçu des principales incidences en droit des sociétés et en droit fiscal », *Rec. gén. enr. not.*, N° 27.314, 2020/1, pp. 3-16 ;

WEINBERGER, M.-D., « Commentaire art. 7:227 C. soc. ass. » in Privilèges et hypothèques. Commentaire avec aperçu de jurisprudence et de doctrine, Liège, Kluwer, 2020, pp. 27-57 ;

Autre

Commission des normes comptables, Avis CNC 2010/8 – soutien financier, disponible sur : <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/soutien-financier>, 16 juin 2010 (Consulté dernièrement le 12 mai 2021) ;

PRYNC, D., « L'interprétation restrictive des règles d'assistance financière », disponible sur : <https://www.lexgo.be/fr/articles/droit-commercial-et-des-societes/droit-des-soci-t-s/l-aointerpr-tation-restrictive-des-r-gles-d-aoassistance-financi-re,80430.html>, 15 mai 2013 (Consulté dernièrement le 12 mai 2021) ;

COPPENS, P.-F., « Fiscalité des fusions : un outil de travail pour vous aider ! », disponible sur : http://www.iec-iab.be/fr/membres/publication/accountancy-tax/Documents/2014/04_A_T_2014_1_FR_Fiscalite_des_fusions.pdf, *Acc. & Tax*, 2014/4, pp. 24 à 33. (Consulté dernièrement le 12 mai 2021) ;

DIERCKX, P., PEETERS, L., « L'assistance financière - de facto, toujours interdite? », disponible sur : <https://www.lexgo.be/fr/articles/droit-commercial-et-des-societes/droit->

[financier/l-assistance-financi-re-de-facto-toujours-interdite,95170.html](https://www.finanacier/l-assistance-financi-re-de-facto-toujours-interdite,95170.html), 15 octobre 2015 ; (Consulté dernièrement le 12 mai 2021)

« SPRL : L'assistance financière au sens de l'article 329 du Code des sociétés », disponible sur : <https://www.law-right.com/sprl-lassistance-financiere-au-sens-de-larticle-329-du-code-des-societes/>, 20 août 2016 ; (Consulté dernièrement le 12 mai 2021)

DONNEZ, T., DE GRAEF, A., « Un nouveau Code des sociétés et des associations : quel est l'impact sur la pratique financière transactionnelle ? », disponible sur : <https://www.eubelius.com/fr/nouvelles/un-nouveau-code-des-societes-et-des-associations-quel-est-limpact-sur-la-pratique>, 14 décembre 2018; (Consulté dernièrement le 12 mai 2021)

RAYNOUARD, A., « L'assistance financière, notion précise et interprétation stricte », disponible sur : <https://taj-strategie.fr/lassistance-financiere-notion-precise-interpretation-strict>, 31 juillet 2019 (Consulté dernièrement le 12 mai 2021) ;

SOURIS S., « Pourquoi Stéphane Moreau avait un intérêt à vendre VOO à Providence », disponible sur : <https://www.lecho.be>, 10 octobre 2019 (Consulté dernièrement le 12 mai 2021);

KENTON, W. « Whitewash Resolution », 2020, disponible sur : <https://www.investopedia.com/> (Consulté dernièrement le 12 mai 2021).

« Glossary : Financial assistance » disponible sur : <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/> (Consulté dernièrement le 12 mai 2021)

« Glossary: Whitewash procedure » , disponible sur : <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/> (Consulté dernièrement le 12 mai 2021).