



# Les risques d'abus d'informations privilégiées au sein du processus d'une due diligence d'acquisition

Mémoire réalisé par  
**Lionel Dapsens d'Yvoir**

Promoteur  
**Denis philippe**

Année académique 2014-2015  
**Master en droit**





## Plagiat et erreur méthodologique grave

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

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

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

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

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

*« L'intégrité des marchés financiers est nécessaire afin de garantir un marché financier intégré et efficace, et renforcer la confiance des investisseurs. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières, les instruments dérivés et les indices de référence. »* Considérant 1, directive 57/2014.

## Table des matières

<b>Introduction.....</b>	<b>p.7</b>
<b>Chapitre 1 : Le contexte de la due diligence.....</b>	<b>p.10</b>
Section 1 : L'importance de l'information dans le monde des affaires.....	p.10
Section 2 : Définition.....	p.11
Section 3 : Forme et étendue.....	p.13
Section 4 : Quelles informations communiquer ?.....	p.15
Section 5 : Réglementation.....	p.16
a) Le droit de la vente.....	p.17
b) Exigence de bonne foi et de loyauté.....	p.18
<b>Chapitre 2 : La protection contractuelle des informations confidentielles.....</b>	<b>p.20</b>
Section 1 : Les différents documents préliminaires.....	p.20
a) Les types de document.....	p.20
b) Portée.....	p.21
c) Force contraignante.....	p.22
Section 2 : La confidentialité dans les documents préliminaires.....	p.22
a) Contenu et portée.....	p.23
b) Sanction.....	p.25
c) La confidentialité dans le contrat de travail.....	p.26
<b>Chapitre 3 : L'abus d'informations privilégiées.....</b>	<b>p.28</b>
Section 1 : Qu'est-ce que le délit d'initié ?.....	p.28
Sous-section 1 : Les opérations d'initiés.....	p.29
Sous-section 2 : Une information privilégiée.....	p.30
a) Le caractère public de l'information.....	p.30
b) Le caractère précis de l'information.....	p.31
c) Un lien direct avec l'instrument financier.....	p.32

d) Une influence sensible sur le cours de cet instrument.....	p.32
Sous-section 3 : La répression du délit d'initié.....	p.33
a) L'aspect préventif.....	p.34
b) La répression administrative.....	p.36
c) Répression pénale.....	p.36
Section 2 : La communication d'informations privilégiées.....	p.38
Sous-section 1 : Le processus de due diligence comme information privilégiée.....	p.38
Sous-section 2 : Les informations communiquées comme informations privilégiées.....	p.39
a) Comportements légitimes.....	p.40
b) Sondages de marché.....	p.41
<b>Chapitre 4 : L'information des administrateurs et des actionnaires.....</b>	<b>p.44</b>
Section 1 : Une information possédée par la société.....	p.44
Section 2 : L'obligation de discrétion des administrateurs.....	p.45
Sous-section 1 : Fondement.....	p.46
Sous-section 2 : Limites.....	p.49
a) Intérêt social.....	p.49
b) Obligations légales d'information.....	p.51
c) Les corporate oppotunities.....	p.52
Section 3 : Le devoir de discrétion dans une due diligence.....	p.53
Sous-section 1 : Position de l'administrateur de la société vendeuse.....	p.53
Sous-section 2 : Position de l'administrateur de la société acheteuse.....	p.55
Section 4 : L'information des actionnaires.....	p.56
Sous-section 1 : Le droit à l'information des actionnaires.....	p.57
Sous-section 2 : L'administrateur représentant un actionnaire.....	p.59
Sous-section 3 : L'utilisation et la communication des informations par l'actionnaire.....	p.60
<b>Conclusion.....</b>	<b>p.62</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>p.67</b>

## **Introduction**

La pratique des affaires fait fesse à l'importance de plus en plus marquée d'opérations structurelles d'envergure pour contribuer à la croissance des entreprises. En effet, la tendance actuelle des entreprises s'exprime en faveur d'une croissance externe, plus rapide qu'en interne, permettant d'acquérir de nouvelles compétences. C'est dans ce cadre que les acquisitions et autres fusions ont tendance à se multiplier ces dernières années. Il n'en demeure pas moins que de nombreuses questions restent en suspens quant à la santé et à la rentabilité de la nouvelle unité à intégrer. Il n'est pas neuf de considérer que la plupart des atouts d'une entreprise dépassent de loin la seule question financière, et s'étendent à de nombreuses données résultant de nombreux domaines d'expertise. Hors, l'acquéreur potentiel de la société-cible aura à cœur de prendre en compte toutes ces informations pour non seulement évaluer la société-cible, mais également limiter le grand nombre de risques qui peut résulter d'une opération de restructuration.

Nous situons donc un premier problème tenant à la pluridisciplinarité que requiert l'analyse d'une société, et un second, tenant à l'accès des informations sur la société-cible. C'est à partir d'un concept de tradition anglo-saxonne que la pratique des affaires a développé des solutions qui se rapportent à ces problèmes : la « due diligence ». La due diligence, traduit littéralement comme la « diligence raisonnable », consiste en un examen d'une société, ou une partie de celle-ci, basé sur un échange d'informations. Cet examen permettra au vendeur d'informer correctement l'acheteur, et à l'acheteur de mesurer et limiter les risques qu'il engage dans l'opération.

Étape qui pourra de prime abord être considérée comme anodine mais qui se montrera néanmoins cruciale du point de vue pratico-juridique, car ce sera bel et bien sur ces informations échangées au cours de la due diligence dont il sera question. Nous aborderons dans ce sens la protection dont ces dernières pourront faire l'objet mais également les risques non-négligeables que pourront entraîner leur divulgation. En effet, la tendance actuelle qui consiste à prendre compte de la valeur des informations au niveau de la vie économique se marque de plus en plus. Les plus grands théoriciens insistent d'ailleurs sur l'importance d'une bonne information lors d'une phase de négociation depuis longtemps déjà : on a pu voir ainsi fleurir diverses théories économiques telles que la « théorie de l'agence », ou du « hasard moral ». Du point de vue économique, la due diligence agit donc comme un incitant qui diminue les risques de problèmes de sélection adverse et qui anticipe les problèmes

d'aléa moral, tous ces problèmes résultant d'une asymétrie d'information<sup>1</sup>.

Du point de vue juridique, nous assistons lors de la due diligence à la réunion des différentes obligations qui incombent aux parties. Ainsi, en procédant à un examen de due diligence, le vendeur satisfera à son obligation de fournir les informations nécessaires à la formation du contrat et l'acheteur satisfera quant à lui à son devoir d'examen. Nous situons déjà l'importance de la due diligence comme critère d'un équilibre informationnel capital pour l'opération, non seulement du point de vue juridique, mais également au niveau économique. Dans le chapitre premier de ce travail, nous nous contenterons de cerner le contexte et de définir brièvement la due diligence. Nous examinerons également plus en profondeur les informations susceptibles d'être transmises durant cet examen.

Après avoir brièvement, mais sûrement, inspecté les moyens mis à la disposition des parties pour maintenir confidentielles les informations échangées au cours du deuxième chapitre, il sera temps pour nous d'aborder la pierre angulaire de notre contribution, à savoir la question des informations privilégiées au cours de notre troisième chapitre. Pour ce faire, nous partirons des fondements mêmes de cette législation, pour finalement rapprocher cette dernière de notre problématique. En effet, soucieux de maintenir les marchés financiers transparents et intègres, les législateurs, européens d'abord, nationaux ensuite, ont élaboré un cadre légal qui a pour vocation la répression des opérations d'initiés et la divulgation illicite d'informations privilégiées.

Les législateurs, nationaux et européens, ont donc compris depuis bien longtemps que l'intégrité et l'efficacité des marchés ne sont que le résultat de la confiance des investisseurs en ces marchés. Dès lors une économie performante ne peut se permettre de négliger une telle composante, et le problème des abus de marché est pris très au sérieux par les autorités. Probablement entendu maintes fois dans les médias par tout un chacun, le concept de délit d'initié n'en reste pas moins difficile à appréhender, tant par l'élaboration de ses critères que par la preuve de ses manquements. Nous nous attarderons sur les nouveaux textes législatifs européens et les diverses nouveautés qu'ils apportent en ce sens. Nous insisterons ensuite sur l'analyse de la transmission d'informations privilégiées au cours d'une due diligence, et sur les risques que cette transmission est susceptible de générer.

---

<sup>1</sup> G.A., AKERLOF, « The markets for Lemons : quality, uncertainty and the market mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 488-500 ; P., MILGROM et J., ROBERT, *Economie, Organisation, Management*, De Boeck Université, 1997, p. 781.

Une fois toutes ces notions analysées, nous pousserons notre réflexion jusqu'à l'analyse de deux types d'acteurs susceptibles d'entrer en possession d'une information privilégiée au cours d'une due diligence. Il s'agit premièrement des administrateurs, responsables de la bonne tenue de l'examen et de la confidentialité des informations échangées. Nous analyserons le cas de l'administrateur de la société-cible, ainsi que le cas de l'administrateur de la société acheteuse. Nous nous interrogerons également par après sur l'obligation de confidentialité de ces administrateurs et nous rechercheront, sur base de critères juridiques, à quel moment celle-ci devra céder le pas à la divulgation.

Dans un deuxième temps, nous passerons en revue la situation de l'actionnaire et la possibilité, plus ou moins marquée selon le cas, de son accès à l'information. Nous verrons qu'outre les obligations légales d'information, l'actionnaire dispose d'autres moyens d'obtenir des informations comme par exemple lorsqu'il est représenté par un administrateur au conseil d'administration. Nous terminerons de manière semblable à l'analyse des administrateurs, c'est-à-dire en examinant dans quelle mesure l'actionnaire peut-il entrer en possession d'une information privilégiée, et *in extenso*, dans quelle mesure peut-il utiliser ou divulguer cette information.

## **Chapitre 1 : Due diligence, structure et organisation**

### Section 1 : L'importance de l'information dans le monde des affaires

Le législateur a, petit à petit, saisi toute l'importance de ce besoin d'information. On le sait désormais, les sources d'obligations d'information en droit des affaires au cours de la vie quotidienne de ces sociétés sont extrêmement multiples et variées. Il résulte que, dans ce fouillis d'obligations, deux sources ressortent de manière marquée : le droit des sociétés et le droit financier<sup>2</sup>. Les objectifs restent néanmoins différents, car là où le droit des sociétés vise à la bonne information des associés et des créanciers, le droit financier s'efforcera de sauvegarder l'égalité des actionnaires et l'efficacité des marchés.

Dans le monde économique actuel, la notion de valeur est en perpétuelle évolution et gagne en complexité. Les actifs deviennent en effet de plus en plus difficiles à évaluer du fait de leur immatérialité croissante. L'information peut également recouvrir une valeur économique pour l'entreprise. Ainsi, une bonne connaissance du marché concurrentiel dans lequel évolue la société, ou d'une technique de fabrication particulière, aura une valeur économique non négligeable. La tendance est à l'accentuation de cette conception, ce qui traduit le passage de l'économie de marché vers une économie d'échange.

C'est au cœur de cette conception de l'information, comme revêtant une valeur économique latente, que s'inscrit la problématique du délit d'initié. En effet, l'information privilégiée est une information à forte valeur potentielle, ce qui résulte principalement de sa confidentialité. C'est d'ailleurs dans cette optique que le législateur interviendra afin de limiter son utilisation et sa communication<sup>3</sup>.

C'est au sein de ce contexte qu'un processus de due diligence interviendra, dans la plupart des cas lors de restructuration d'entreprise, et le plus souvent durant les négociations. Que ce soit une fusion ou une scission de celle-ci, ou encore dans le cas d'une acquisition de société. Inutile de préciser que dans ce type d'opération l'enjeu est de taille, tant les intérêts sont considérables. Dans la suite notre

---

<sup>2</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, « II – L'information dans la vie des sociétés » in *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 62.

<sup>3</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, *op. cit.*, p. 67.

analyse, nous porterons tout particulièrement notre attention sur l'opération d'acquisition d'une société dont les actions sont cotées sur un marché.

## Section 2 : Définition

C'est de la tradition anglo-saxonne qu'est issue la notion de due diligence. C'est donc tout naturellement que le cadre général de la due diligence se trouve soumis à la malléabilité et l'influence des pays de la common law. Nous pouvons tenter d'approcher cette notion par une définition tirée d'une analyse de la common law qui propose d'entendre la due diligence comme étant : « *the diligence reasonably expected from, and ordinary exercised by, a person who seeks to satisfy a legal requirement or to discharge an obligation* »<sup>4</sup>.

N'ayant pas d'équivalent en droit belge, la doctrine lui octroie également de nombreuses définitions : là où Patrick della Faille le qualifie « d'audit précontractuel »<sup>5</sup>, Olivier Clevenbergh la définit plus précisément comme étant : « *un examen approfondi d'un ensemble de données relatives à une entreprise, afin de déterminer ou confirmer la valeur de celle-ci ou de certains de ses éléments ainsi qu'à vérifier si cette entreprise ne recèle pas des risques pour celui qui envisage de réaliser une opération y relative* »<sup>6</sup>. Thierry Lejuste fait état pour sa part d'un « *comportement normal d'un acquéreur dans l'accomplissement des diligences requises par le souci de préserver ses intérêts* »<sup>7</sup>.

Cet examen complexe et délicat qu'est la due diligence peut intervenir lors de diverses opérations qui peuvent aller de la restructuration de l'actionnariat à la diversification d'activité en passant par la cession d'entreprise<sup>8</sup>. Afin de baliser notre analyse et dans le but d'une meilleure précision de la matière, nous nous concentrerons en particulier sur l'opération de cession/acquisition d'une entreprise au cours de ce travail.

Nous pouvons d'ores et déjà observer les divers éléments de ces définitions afin d'en cerner tous les enjeux. La due diligence s'appliquant dans une multitude de situations, les objectifs qu'elle recouvre

---

<sup>4</sup> E., JANSSENS, Y., VERLEISDONK, et M., WILKENHUIZEN, *Due diligence*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 1.

<sup>5</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 143.

<sup>6</sup> O., CLEVENBERGH, « La communication d'informations confidentielles dans le cadre des « due diligence », en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, n°2, p. 117.

<sup>7</sup> T., LEJUSTE, « Transmission/Cession d'entreprise. Due diligence d'acquisition », in *L'acquisition d'une société en pratique. Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, p.79.

<sup>8</sup> *Ibid.*

sont tout aussi nombreux. Toutefois, nous pouvons constater que deux objectifs principaux ressortent d'un tel examen.

Nous remarquons premièrement la nécessité d'un tel processus quant à la détermination de la valeur de l'entreprise. Il est évident que le principal souci d'un acquéreur potentiel s'apparente à la détermination la plus précise du prix qu'il va devoir déboursier afin d'acquérir l'entreprise convoitée<sup>9</sup>. C'est notamment au niveau de cette évaluation que la due diligence va exprimer toute son utilité. L'examen se concentrera dès lors sur une évaluation des actifs de l'entreprise, en vue d'obtenir une évaluation de la rentabilité actuelle et future de celle-ci. Dans cette optique, toute une série de documents seront mis à la disposition de l'acquéreur. Ces documents seront variés et comporteront de nombreuses informations plus ou moins sensibles telles que les données financières et prévisionnelles de la société-cible, mais également tout ce qui touche à l'aspect concurrentiel tels que les parts de marchés, la notoriété ou encore les éléments stratégiques quant au futur de l'entreprise<sup>10</sup>.

L'objectif premier d'une due diligence sera donc d'attribuer une valeur à une société, ou du moins à une partie de celle-ci, afin de pouvoir entreprendre une opération donnée<sup>11</sup>. A cet égard, les parties pourront déterminer un prix pour la société ; prix qui ne reflètera pas forcément toujours la valeur des actions sur le marché<sup>12</sup>.

La détermination de la valeur d'une société n'est cependant pas le seul objectif d'une opération de la due diligence. Le point d'ancrage d'un tel procédé réside également dans la limitation des risques que comporte une opération de large envergure telle que la modification de la structure d'une société. A l'instar d'un investisseur prudent et diligent, l'acquéreur potentiel veut légitimement restreindre au maximum le risque lié à l'opération. La due diligence apparaît dès lors comme salutaire voire indispensable à la minimisation des risques. L'examen de la société-cible fournira dans ce sens divers enseignements quant à la santé financière, stratégique et concurrentielle de cette dernière. Les informations fournies amèneront à tirer des conclusions sur les potentiels risques sociaux, comptables, juridiques, fiscaux ou encore environnementaux auxquels s'expose l'acquéreur

---

<sup>9</sup> C., HONINGMAN, H., TUBIANA, *Diagnostic evaluation et transmission des entreprises*, Paris, Litec, 1992, pp. 27 et s.

<sup>10</sup> T., LEJUSTE, « Transmission/Cession d'entreprise. Due diligence d'acquisition », in *L'acquisition d'une société en pratique. Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, pp. 80 et 81.

<sup>11</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 13.

<sup>12</sup> Comm. Anvers, 10 septembre 1990, *T.R.V.*, 1992, p. 93.

potentiel<sup>13</sup>. Nous pouvons ici déjà constater, à l'aube de cette analyse, le caractère pluridisciplinaire de la due diligence ainsi que la multitude d'informations qui seront transmises à cette occasion.

Au terme de cette définition assez brève de la due diligence, nous pouvons dès maintenant préciser la portée de notre examen. Nous mettrons l'accent sur les informations échangées lors du processus ainsi que sur leur caractère sensible et confidentiel, ainsi que privilégié. C'est en particulier sur la circulation des différentes informations, leur degré de confidentialité et leur influence sur le marché que portera plus précisément notre analyse au cours de ce travail. Nous tenterons d'offrir une approche pluridisciplinaire en ce qui concerne la protection et l'échange de ces informations.

### Section 3 : Forme et étendue

Nous le savons à présent, une due diligence peut aussi bien avoir pour objet de prévenir un risque, que ce soit au niveau du passif ou au niveau des relations contractuelles, que d'évaluer justement et précisément la valeur de l'entreprise convoitée<sup>14</sup>. L'étendue d'un examen de due diligence devra être posée en fonction de ces objectifs qui peuvent parfois être assez spécifiques. Dans ce sens, la due diligence sera soumise aux aléas de l'opération qu'elle conditionne, ou du moins dans le processus de négociation dans lequel elle s'inscrit. Aussi nombreux que les objectifs que la due diligence peut couvrir, les opérations auxquelles elle participe sont toutes aussi diverses. L'étendue de l'examen de la société sera dès lors soumise à variation, en fonction de la complexité de l'opération et de l'ampleur des négociations. Ainsi l'examen de la due diligence sera plus ou moins étendu selon qu'il s'agisse d'une cession d'actions ou d'actifs moyennant une cession privée, ou d'opérations plus structurelles telles qu'une fusion, une scission, un apport de branche d'activité ou encore tout simplement l'acquisition d'une société-cible via une offre publique d'acquisition<sup>15</sup>.

En outre, la due diligence peut recouvrir de nombreuses formes de par son aspect multidisciplinaire. Néanmoins, nous pouvons dégager trois des formes les plus courantes de due diligence : opérationnelle, juridique ou financière. Ainsi, la due diligence opérationnelle se concentrera principalement sur l'analyse structurelle de la société. Seront ainsi passés en revue le management et la stratégie de la société, ainsi que les activités qui occupent actuellement la société

---

<sup>13</sup> T., LEJUSTE, « Transmission/Cession d'entreprise. Due diligence d'acquisition », in *L'acquisition d'une société en pratique. Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, pp. 84 et 85.

<sup>14</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 143.

<sup>15</sup> P., DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 116.

<sup>16</sup> T., LEJUSTE, *op. cit.*, pp. 83 à 85.

. Ce type d'examen est bien évidemment crucial pour l'acquéreur potentiel de la société-cible car il lui permettra de déterminer si la culture d'entreprise et la structure managériale de la société-cible sont en phase avec ses objectifs.

Dans une due diligence de type juridique, l'analyse sera plus concentrée sur les risques contractuels résidant dans la société-cible<sup>17</sup>. Une telle analyse, se concentrera notamment sur les statuts de la société, les contrats qui engagent celle-ci, ou encore sur les éventuels litiges dans lesquels la société serait engagée.

L'analyse de type financière sera quant à elle essentiellement centrée sur une approche comptable de la société-cible<sup>18</sup>. L'examen portera donc essentiellement sur les comptes de la société-cible et sur les aspects financiers en général. Outre les risques d'endettement auxquels la société est exposée, il conviendra, à partir de cet examen d'évaluer la rentabilité future, élément bien évidemment essentiel aux yeux d'un acquéreur<sup>19</sup>.

Les informations destinées à être fournies par le vendeur seront donc soumises à la variabilité de ces formes de due diligence. Ces formes varieront, quant à elles, en fonction de la diversité des objectifs des parties. Voilà pourquoi un examen de due diligence peut fortement varier d'une opération à l'autre.

En ce qui concerne à présent la mise à disposition pratique de ces informations, la méthode la plus communément adoptée est la mise en place d'une data room. La data room doit se concevoir comme étant l'endroit où seront rassemblés tous les documents relatifs à la société-cible, et qui sont nécessaires à l'examen de due diligence<sup>20</sup>. Elle pourra être physique ou virtuelle, le choix résultant de la facilité à la mettre en place. Pour une plus grande discrétion, seulement un nombre restreint de personnes pourra être autorisé à entrer dans la data room pour consulter les informations. Ces personnes seront, dans la plupart des cas, partie à l'accord de confidentialité et seront dès lors tenues personnellement envers la société qui met à disposition la data room<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> T., LEJUSTE, « Transmission/Cession d'entreprise. Due diligence d'acquisition », in *L'acquisition d'une société en pratique. Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008, pp. 83 à 85.

<sup>18</sup> C., HONINGMAN, H., TUBIANA, *Diagnostic evaluation et transmission des entreprises*, Paris, Litec, 1992, pp. 27 et s.

<sup>19</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 23.

<sup>20</sup> V., LEROY, « Management of competition law risks in acquisition of company process – from the preliminary contacts to the notification », *C. J.*, n°2014/3, p. 73.

<sup>21</sup> Voir infra, Chapitre 2, Section 3, sur l'obligation de confidentialité.

#### Section 4 : Quelles informations communiquer ?

A la différence d'un audit, qui prend en compte la situation antérieure de la société, la due diligence a pour caractéristique de faire un état des lieux, non seulement de la situation passée, mais également des perspectives futures<sup>22</sup>. C'est pour cela que la due diligence ne s'en tiendra pas aux seules données quantitatives actuelles, composées par exemples des résultats antérieurs, mais devra prendre en compte tout élément d'ordre qualitatif susceptible d'avoir une influence sur la valeur de la société dès à présent et dans le futur<sup>23</sup>. C'est aussi pour cette raison que les documents requis sont extrêmement variés et que l'analyse requiert une équipe pluridisciplinaire, couvrant en général les données structurelles, financières et juridiques<sup>24</sup>. A ce titre, sera souvent conclue une clause de « full disclosure » dans les documents préliminaires, c'est-à-dire un engagement de la société-cible à fournir toutes les données utiles pour la réalisation de la due diligence<sup>25</sup>.

Au niveau juridique, On pourra premièrement trouver tout ce qui touche aux statuts de la société, y compris la répartition du capital ou encore les procès-verbaux des assemblées générales passées. Deuxièmement, tout ce qui touche à l'aspect de la propriété intellectuelle devra également, dans la plupart des cas, être analysé. C'est ainsi qu'un bilan sur l'état, la portée et la durée des droits d'auteur et autres brevets devra être établi, tant la propriété intellectuelle représente une valeur croissante dans la vie des sociétés actuellement<sup>26</sup>. Dans un troisième temps, c'est l'aspect relationnel de la société-cible avec son environnement qui sera analysé. Dès lors un inventaire des différents contrats devra être effectué. Cet examen sera dès lors très varié, et pourra concerner tant les contrats avec la clientèle que les partenariats avec d'autres entreprises ou encore avec des autorités publiques, notamment en matière d'urbanisme et d'environnement.

L'aspect comptable se composera quant à lui des bilans, comptes de résultats, taux d'endettement, déclarations fiscales ou encore des informations relatives aux actifs. Les données relatives aux ventes, aux prix des inputs et outputs seront également importantes. Il est également opportun de collecter les mêmes données concernant les filiales de la société-cible<sup>27</sup>.

---

<sup>22</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 21.

<sup>23</sup> P., DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 21.

<sup>24</sup> P., DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 143.

<sup>25</sup> P., DELLA FAILLE, *op. cit.*, p. 145.

<sup>26</sup> A., STROWEL, « Les secrets d'affaires en droit européen anno 2013 : projet de directive et jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 9 et s.

<sup>27</sup> C., HONINGMAN, H., TUBIANA, *Diagnostic evaluation et transmission des entreprises*, Paris, Litec, 1992, p. 155.

Cette énumération est évidemment loin d'être exhaustive reste soumise à la malléabilité des volontés des parties et en particulier celle de l'acquéreur potentiel. Les informations citées ci-dessus correspondent aux informations les plus couramment fournies dans les due diligence<sup>28</sup>, et nous ne les énumérons qu'à titre exemplatif. A partir de l'examen de toutes ces informations, l'acquéreur pourra alors éventuellement poser des questions au vendeur, limiter contractuellement certains risques révélés, ou encore renégocier le prix de vente sur base des éléments dégagés par la due diligence<sup>29</sup>.

Toutes ces informations, dont la plupart seront considérées comme « sensibles » ou « confidentielles » exposeront la société-cible à un risque de divulgation. Une telle divulgation aura des répercussions non-négligeables sur la position stratégique et sur les activités de cette société-cible, et cela pourrait s'avérer néfaste pour cette dernière. Dans certains cas, cela pourra aller encore plus loin, notamment lorsque des informations privilégiées seront concernées. Nous verrons par après, que toutes les informations précitées seront susceptibles, moyennant conditions, de constituer des informations privilégiées<sup>30</sup>. C'est pour toutes ces raisons que le transfert d'informations dans un processus de due diligence doit être encadré scrupuleusement et minutieusement par les parties. Celles-ci auront, dès lors, tout intérêt à fixer le cadre de la due diligence et à protéger efficacement les informations échangées<sup>31</sup>. Après avoir posé les fondements de notre réflexion, c'est donc sur ces différents aspects que nous allons nous concentrer.

## Section 5 : Réglementation

Nous avons pu préciser les contours de notre analyse via le début de ce chapitre. Nous allons maintenant tenter de pénétrer dans le régime juridique de cette matière afin d'en analyser la particularité et l'étendue des règles de droit s'y rapportant.

Mais comment la due diligence, qui, nous l'avons vu, demeure un concept anglo-saxon, s'inscrit-elle dans notre système juridique ? Un premier enseignement nous saute aux yeux : la définition de la due diligence est totalement absente de notre droit<sup>32</sup>. Paradoxe de taille pourtant, lorsque nous

---

<sup>28</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, pp. 22 à 29.

<sup>29</sup> V., LEROY, « Management of competition law risks in acquisition of company process – from the preliminary contacts to the notification », *C. J.*, n°2014/3, p. 73.

<sup>30</sup> Voir infra, Chapitre 3.

<sup>31</sup> Voir infra, Chapitre 2.

<sup>32</sup> E., JANSSENS, Y., VERLEISDONK, et M., WILKENHUIZEN, *Due diligence*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 13.

connaissons l'importance croissante d'une due diligence en matière d'opérations structurelles sur une société. Par conséquent, l'analyse des droits et obligations découlant d'une telle opération devront être dégagées du droit des obligations classiques tant dans le chef du vendeur que dans celui de l'acquéreur. Le droit des contrats fournira également des outils primordiaux pour maintenir l'équilibre de l'opération. C'est donc au sein d'une matière essentiellement régie de manière générale et abstraite que nous allons tenter de nous frayer un chemin. Bien qu'ayant agi ponctuellement sur de nombreux points<sup>33</sup>, le législateur n'a cependant pas encore pensé à édifier un régime propre à la due diligence. Au risque de nous perdre dans les confins de ces législations particulières, nous avons cru bon d'analyser deux règles majeures de portée générale, pouvant s'appliquer à un examen de due diligence.

#### a) Le droit de la vente

La première source, dont nous pouvons nous inspirer afin de trouver un ancrage dans lequel pourrait venir se loger un soupçon de réglementation de la due diligence, est le droit de la vente. En effet, l'acquisition d'une société, ne demeure pas moins qu'une vente d'une partie à une autre, que celle-ci concerne les actifs ou les actions de ladite société. C'est dans l'optique d'une telle opération que la due diligence demeurera soumise à la législation relative au droit de la vente. Nous pouvons, à ce titre, dégager deux garanties générales issues de notre droit de la vente : la garantie des vices cachés et la garantie d'éviction.

L'article 1641 du Code civil dispose que « *Le vendeur est tenu de la garantie à raison des défauts cachés de la chose vendue qui la rendent impropre à l'usage auquel on la destine, ou qui diminuent tellement cet usage, que l'acheteur ne l'aurait pas acquise, ou n'en aurait donné qu'un moindre prix, s'il les avait connus* »<sup>34</sup>. L'acheteur pourra donc se prévaloir de la garantie des vices cachés afin de tenir le vendeur responsable du défaut d'information sur des vices cachés des actifs ou actions faisant l'objet de la vente<sup>35</sup>. Pour ce faire, il lui faudra prouver l'existence d'un vice caché suffisamment grave antérieur à la vente<sup>36</sup>.

En ce qui concerne la garantie d'éviction, mentionnons simplement l'article 1626 qui établit que :

---

<sup>33</sup> Voyez par exemple la loi du 19 décembre 2005 relative à l'information précontractuelle en cas de partenariat commercial.

<sup>34</sup> Article 1641 du Code civil.

<sup>35</sup> E., JANSSENS, Y., VERLEISDONK, et M., WILKENHUIZEN, *Due diligence*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 18.

<sup>36</sup> J. HUET, *Responsabilité du vendeur et garantie contre les vices cachés*, Paris, Litec, Contrats civils et commerciaux, 1987, pp. 195 et s.

« Quoique lors de la vente il n'ait été fait aucune stipulation sur la garantie, le vendeur est obligé de droit à garantir l'acquéreur de l'éviction qu'il souffre dans la totalité ou partie de l'objet vendu, ou des charges prétendues sur cet objet, et non déclarées lors de la vente »<sup>37</sup>. Cette garantie d'éviction constitue elle aussi une protection ayant matière à s'appliquer.

#### b) Exigence de bonne foi et de loyauté

Trouvant sa source dans le Code civil à l'article 1134 al. 3, l'obligation de bonne foi et de loyauté s'impose actuellement comme étant un principe essentiel en droit des contrats<sup>38</sup>. Cette exigence générale de bonne foi, qui s'applique, tant dans l'exécution du contrat que durant sa négociation, débouche notamment sur une obligation d'information<sup>39</sup>. En cas de manquement à cette obligation, l'acheteur potentiel se verra en droit d'obtenir réparation s'il établit la faute du vendeur, selon la théorie de la *culpa in contrahendo*, qui résulte d'une faute au cours des négociations précontractuelles<sup>40</sup>. Il ressort de cette théorie de la Cour de cassation que la société-cible qui manquerait de fournir tout ou partie des informations nécessaires à la due diligence s'exposerait à des poursuites de la part de l'acquéreur potentiel<sup>41</sup>. Par cette obligation, le vendeur est donc tenu de communiquer une série d'informations à l'acheteur qui, parallèlement, sera tenu de réunir les informations qui lui seront nécessaires pour la réalisation de la transaction<sup>42</sup>. En résumé, au niveau du droit des obligations, la due diligence n'est autre que l'expression de la rencontre entre le devoir d'examen de l'acheteur d'une part, et le devoir d'information du vendeur d'autre part.

Reste à savoir concrètement quelles sont les informations à communiquer. Nous avons vu que les due diligence peuvent recouvrir de nombreux objectifs, ces derniers restant soumis à la volonté des parties. Il n'est de fait, pas évident d'établir précisément les informations que la société-cible est tenue de fournir. La doctrine dégage dès lors trois conditions générales afin de déterminer l'étendue et les contours de cette obligation de communiquer : il faudra tout d'abord que le vendeur connaisse l'information ou soit sensé la connaître, il faut également que le vendeur ait conscience de l'importance de cette information pour l'acheteur. Il est finalement requis que l'acheteur ne soit pas

---

<sup>37</sup> Article 1626 du Code civil.

<sup>38</sup> H., JACQUEMIN, « Les obligations de confidentialité dans certains contrats d'intermédiation », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, pp. 144 à 146.

<sup>39</sup> F., GLANSDORFF, « L'information précontractuelle en droit commun », in *Le droit des affaires en évolution : Que dire ou ne pas dire avant de conclure un contrat*, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 11.

<sup>40</sup> Cass., 10 décembre 1981, *Arr. Cass.*, 1981-82, pp. 502 et s.

<sup>41</sup> D., LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions. Analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 66 et 67.

<sup>42</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 149.

capable d'obtenir cette information de lui-même. Cette non-capacité de l'acheteur à obtenir l'information s'appréciera généralement via le critère de l'homme normalement prudent et diligent placé dans une situation identique<sup>43</sup>. Toutes ces conditions offrent des critères d'évaluation utiles dans une situation où les négociations requièrent un examen de due diligence et aideront la société-cible à trouver le juste équilibre entre la divulgation et la non-divulgation d'informations la concernant.

Les règles exposées ci-dessus donnent donc une base solide pour appréhender un examen de due diligence. Sur cette base encore faudra-t-il ajouter les législations particulières selon le type d'opérations effectuées et le type d'informations révélées. Quoiqu'il en soit, une certaine ambiguïté couplée à une incertitude certaine résulte de la réglementation actuelle. Il ressort, de ce puzzle impossible, que les acteurs se voient dès lors forcés de jouer avec cette ambiguïté des règles générales laissées à leur disposition par le droit des contrats et le droit des obligations.

Il résulte, de tout ce qui précède, que la mise en place et le déroulement d'un examen de due diligence peuvent être périlleux à entreprendre pour les parties. De nombreux problèmes peuvent ressortir d'un mauvais encadrement du processus. De ces problèmes, nous nous attaquerons principalement à la notion de confidentialité, plus particulièrement de la confidentialité des informations confidentielles, et plus précisément, de celles qui pourront être considérées comme privilégiées. Dès à présent nous nous questionnerons sur les mesures de protection dont peuvent se prévaloir les parties quant à un tel risque de divulgation.

---

<sup>43</sup> D., LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions. Analyse juridique et conseils pratiques de rédaction*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 61 à 63.

## Chapitre 2 : La protection contractuelles des informations confidentielles

Au terme du chapitre 1, nous nous sommes intéressés au contexte dans lequel s'inscrivait une due diligence, aux informations susceptibles d'être transmises, et à l'importance de ces dites informations dans la pratique courante des affaires. Dans la continuité de ces enseignements, nous nous intéresserons dès à présent aux moyens disponibles pour les cocontractants en ce qui concerne la protection de l'opération, principalement au niveau contractuel. Ainsi, là où la confidentialité est primordiale, ces outils se révéleront être d'une grande souplesse et d'une inestimable sécurité.

### Section 1 : Les différents documents préliminaires

Là où le processus d'élaboration des contrats se montre de plus en plus long et laborieux en matière de droit des affaires du fait de l'inflation législative, les négociations sont souvent organisées de manière progressive, étape par étape. Ainsi, il convient évidemment aux sociétés en relation de baliser consciencieusement le terrain de ces différentes étapes.

#### a) Les types de document

Là où la volonté des parties croît chaque jour plus dans l'originalité, c'est tout naturellement qu'une pluralité de formes va dominer pour satisfaire à leurs desseins. Ainsi, la pratique a vu naître une multitude de documents, que l'on peut qualifier de « préliminaires ». On entend les praticiens mentionner des termes tels que « protocoles d'accord » ou « accords de principe », des « lettres de confort » ou encore de termes venus de la pratique anglo-saxonne tels que la « *letter of understanding* » ou le « *memorandum of understanding* »<sup>44</sup>.

Malgré cette multitude d'appellations, un terme semble ressortir de toute cette masse doctrinale : c'est la « lettre d'intention ». Les auteurs la définissent de manière assez large comme étant : « *toute sorte de document précontractuel par lequel une partie ou toutes les parties envisagent de régler le processus de négociation et de formation du contrat* »<sup>45</sup>. Nous nous apercevons ici que cette notion

<sup>44</sup> P., WERY, « Chapitre 4 – Les lettres d'intention et les contrats préliminaires », in *Droit des obligations – Volume 1*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 199.

<sup>45</sup> P., WERY, *op. cit.*, p. 199. ; M., FONTAINE et F., DE LY, *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, 2e éd., Bruxelles, Bruylant, Paris, Forum européen de la Communication, 2003, p. 6.

de lettre d'intention peut donc s'apparenter à un très grand nombre de documents de type précontractuel. Aux fins d'une plus grande facilité de compréhension, nous regrouperons sous cette appellation les documents énoncés ci-dessus.

La diversité des types de lettre d'intention offre un large éventail de choix aux négociateurs<sup>46</sup>. Dans le cadre des due diligence, les lettres d'intention se révéleront d'une grande utilité quant au bon déroulement de celle-ci. Dès lors, la lettre d'intention établie par les négociateurs au sujet d'un examen de due diligence comportera plus que probablement des engagements de confidentialité sur les informations communiquées durant les négociations<sup>47</sup>.

## b) Portée

Il reste néanmoins à cerner toute la portée d'un tel instrument. Et dans ce domaine, l'incertitude domine en matière doctrinale. La grande variété des formes employées pour rédiger ce type de document y étant probablement pour beaucoup. C'est dans ce contexte que l'intention des parties se révèle être l'élément central souvent retenu par les auteurs afin d'établir la portée de la lettre d'intention<sup>48</sup>. Dans la plupart des cas, la lettre d'intention sera contresignée, ce qui aura pour conséquence que les deux parties seront susceptibles d'être liées par elle. La lettre d'intention viendra dans certains cas préciser les types d'information à fournir, et les parties devront alors s'y tenir.

Mais dans la pratique, quelles hypothèses peuvent cependant viser ces documents préliminaires ? Encore une fois, les possibilités sont extrêmement nombreuses et la tendance n'est pas à la clarté. Par une lettre d'intention, les parties peuvent clarifier l'aspect logistique des négociations, par exemple les délais de celles-ci ou encore les modalités de mise à disposition des informations dans la data room. La lettre d'intention pourra également traiter de sujets plus élaborés comme par exemple de la confidentialité des informations transmises. Enfin, la lettre pourra énumérer plus spécifiquement les informations à échanger. Nous observons ici que les modalités des informations à fournir et de la mise en place de la data room varieront bien souvent suivant les termes de la lettre

---

<sup>46</sup> M., FONTAINE et F., DE LY, *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, 2e éd., Bruxelles, Bruylant, Paris, Forum européen de la Communication, 2003, pp. 10 et s.

<sup>47</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 203.

<sup>48</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, *op. cit.*, p. 200.

d'intention.

### c) Force contraignante

Reste maintenant à examiner la force contraignante d'un tel document pour les parties. Dans le contexte étudié, la frontière entre obligations contractuelles et de simples précisions sur l'opération se révèle être très flexible. En effet, cette ligne de démarcation est aussi fine qu'elle est importante<sup>49</sup>. Malgré un arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles qui avait considéré que la lettre d'intention ne reflétait qu'un simple engagement moral, la jurisprudence a évolué vers une conception plus réaliste<sup>50</sup>. En effet, comme il est considéré généralement, un contrat est réputé conclu lorsque l'on se trouve en présence d'un échange de consentements non viciés sur un objet certain<sup>51</sup>. Le tribunal civil de Hasselt a dès lors bien évidemment considéré comme possible qu'une lettre d'intention puisse remplir les conditions du contrat et ait donc un effet liant sur les parties cocontractantes<sup>52</sup>.

L'utilisation d'un langage clair et non équivoque s'avère donc indispensable à la rédaction d'un tel document. Les notions de bonne foi et de volonté interviendront également à bon escient pour aider à la bonne interprétation d'un tel document. Nous pouvons en déduire par ailleurs qu'il sera tout à fait plausible qu'un même document puisse contenir des dispositions, simplement indicatives, sur la tenue de la due diligence, et en même temps, des dispositions par lesquelles une partie s'engage contractuellement à respecter diverses obligations contenues dans le document.

La force contraignante des documents préliminaires ne pourra dès lors s'évaluer qu'au regard de leur contenu. Si une disposition du document, ou l'entièreté de celui-ci, comprend tous les éléments nécessaires au contrat, alors les parties seront engagées, et la transgression à cette disposition relèvera de leur responsabilité contractuelle. Nous concluons donc sur ce point en insistant sur une rédaction claire et méticuleuse de la lettre d'intention afin d'éviter tout malentendu et de donner plus d'efficacité à l'opération.

## Section 2 : La confidentialité dans les documents préliminaires

Outre l'obligation de confidentialité qui peut également résulter de l'obligation générale de bonne

<sup>49</sup> M., FONTAINE et F., DE LY, *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, 2e éd., Bruxelles, Bruylant, Paris, *Forum européen de la Communication*, 2003, p. 54.

<sup>50</sup> Bruxelles, 14 juin 1984, *R.D.C.B.*, 1985, pp. 472 et s.

<sup>51</sup> Article 1108 du Code civil.

<sup>52</sup> Trib. Civ. Hasselt, 7 septembre 1998, *V&F*, 1998, pp. 286 à 288.

foi et de loyauté dans l'exécution des contrats<sup>53</sup>, les parties choisissent dans la plupart des cas d'établir elles-mêmes, de manière contractuelle, la confidentialité à laquelle elles seront tenues. La nature même des informations divulguées durant la due diligence, que ce soit les avantages concurrentiels, l'organisation ou encore la stratégie de marché de la société-cible, nécessite une importante discrétion, tant ces informations sont elles-mêmes importantes pour la société.

Première mesure à la fois préventive et protectrice est l'accord de confidentialité. Il résulte de la liberté contractuelle que les parties sont libres de contracter, et par extension, libres de s'infliger des obligations particulières. C'est dans cette optique que pourra s'inscrire une obligation de confidentialité entre un acquéreur potentiel et le vendeur<sup>54</sup>. L'obligation de confidentialité pourra engager une partie au contrat, comme c'est le cas dans un examen de due diligence, ou bien les deux parties, par exemple lorsque celles-ci projettent d'effectuer une opération de join-venture. Par cet accord donc, le (ou les) cocontractant(s) s'engage(nt) à garder sous silence et à ne pas divulguer les informations lors d'une opération ou préalablement à celle-ci, ainsi qu'à utiliser ces informations exclusivement dans le cadre de la relation à laquelle l'accord s'applique<sup>55</sup>. N'oublions par ailleurs pas qu'une obligation de confidentialité peut toujours résulter de l'obligation générale de bonne foi et de loyauté dans l'exécution des contrats<sup>56</sup>.

Demeure néanmoins la question de savoir si cette obligation contractuelle de confidentialité sera respectée. En effet, la preuve d'une violation quelconque d'un engagement de confidentialité n'est pas facile à établir. En outre, le dommage que causerait une telle violation est difficile à établir tant la situation est complexe, et sa réparation s'annonce ardue<sup>57</sup>.

#### a) Contenu et portée

Il n'est pas aisé de définir le contenu d'une telle clause. Comme on le sait désormais, la pratique des affaires requiert une grande flexibilité aux fins d'une plus grande efficacité, ainsi qu'un accent sur la rapidité toujours plus recherché. Le contenu d'une clause de confidentialité pourra dès lors varier d'une opération à l'autre, voire même souvent d'un contrat à un autre. On peut néanmoins arracher à

---

<sup>53</sup> H., JACQUEMIN, « Les obligations de confidentialité dans certains contrats d'intermédiation », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, pp. 144 à 146. ; voir supra, Chapitre 1.

<sup>54</sup> H., JACQUEMIN, *op. cit.*, p. 147.

<sup>55</sup> Selon que l'accord de confidentialité est un accord bilatéral ou unilatéral. ; P., MARCHANDISE, « L'accord de confidentialité, un réel engagement », *C.J.*, 2000/6, p. 90.

<sup>56</sup> H., JACQUEMIN, *op. cit.*, pp. 144 à 146. ; voir supra, Chapitre 1.

<sup>57</sup> D., LECLERCQ, « I – Les grandes étapes de la phase précontractuelle », in *Les conventions de cession d'actions*, Bruxelles, Larcier, 2009, p. 29.

cette liberté contractuelle quelques généralités indispensables à une clause efficace.

Dans un premier temps, une définition précise des informations à ne pas divulguer devra inévitablement être établie. Dans un second temps, les critères généraux visant à fixer le champ d'application de la confidentialité, principalement en ce qui concerne des informations futures, devront être fixés. Un troisième volet devrait correspondre aux hypothèses et obligations de non-divulgaration afin de s'approcher des situations qui peuvent se présenter<sup>58</sup>. Enfin une sanction adaptée et dissuasive est également la bienvenue pour renforcer l'efficacité de la clause de confidentialité. Ces éléments, non universels, donnent néanmoins une approche efficiente quant à l'établissement d'une clause de confidentialité de force contraignante acceptable. Ajoutons également que pour renforcer l'efficacité et la précision de la clause la mention d'une durée appropriée est souhaitable<sup>59</sup>. Reste désormais à définir la portée de la clause.

Réside ici la question suivante : « Qui est tenu par l'obligation de confidentialité ? ». La société est généralement engagée directement par cet accord<sup>60</sup>. Il ne faut pas perdre de vue que, dans la pratique, ce genre d'accord n'est pas considéré par les auteurs comme étant totalement sûr et la protection procurée par un accord de confidentialité variera au cas par cas<sup>61</sup>. Tout dépendra donc de la précision des termes utilisés.

Reste à connaître du sort des personnes physiques, travaillant pour la société engagée, par rapport à cet accord de confidentialité. Plusieurs cas de figures peuvent se présenter : soit on en reste là et les travailleurs sont indirectement tenus à cet accord via l'engagement de la société, soit les personnes ayant accès à l'information sont invitées à se joindre à l'accord et on assiste fréquemment à une contresignature de ces personnes<sup>62</sup>. N'oublions pas, par ailleurs, que tout travailleur sous contrat de travail relevant de la loi du 3 juillet 1978 est tenu d'une obligation de confidentialité à l'égard de son employeur<sup>63</sup>.

---

<sup>58</sup> H., JACQUEMIN, « Les obligations de confidentialité dans certains contrats d'intermédiation », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, p. 147. ; M., TAEYMANS, D., DESCHRIJVER, et A., GUTERMANN, « Confidentiality agreement », in *Standard Business Contracts*, Gent, Larcier, 2013, pp. 43 à 47.

<sup>59</sup> H., JACQUEMIN, *op.cit.*, p. 155.

<sup>60</sup> P., MARCHANDISE, « L'accord de confidentialité, un réel engagement », *C.J.*, 2000/6, p. 91.

<sup>61</sup> P., DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises : une approche juridique, économique et financière*, Bruxelles, Larcier, 2001, p. 145. ; H., JACQUEMIN, *op. cit.*, p. 153.

<sup>62</sup> P., MARCHANDISE, *op. cit.*, p. 91.

<sup>63</sup> Voir *infra*, point c.

## b) Sanction

Il convient d'analyser plus profondément la sanction d'une clause pénale car l'impact de cette dernière sur une obligation de confidentialité n'est pas négligeable. Nous le savons désormais, une clause de confidentialité attachée à un contrat ou un document préliminaire, aussi précise soit-elle, n'emporte pas l'absence totale de risque de divulgation, tant l'opération entreprise peut s'avérer complexe. Aussi, la sanction du non respect d'une obligation contractuelle nous paraît primordiale aux fins d'un réel respect de cette dernière, de par l'aspect dissuasif de la sanction. C'est le Code civil qui nous donnera probablement la meilleure arme pour défendre le respect de la confidentialité, à savoir la clause pénale. Ainsi, l'article 1226 énonce que : « *la clause pénale est celle par laquelle une personne s'engage à payer, en cas d'inexécution de la convention, une compensation forfaitaire pour le dommage éventuellement subi par suite de ladite inexécution* »<sup>64</sup>.

La doctrine considère généralement que des conditions devront être respectées afin que la clause pénale puisse sortir tous ses effets<sup>65</sup>. Ainsi, il est de considération commune que la clause devra avoir un caractère strictement indemnitaire et que l'obligation visée, ici la confidentialité, ne pourra être nulle<sup>66</sup>. L'avantage non négligeable de la clause pénale, et probablement la source de son succès auprès des praticiens, réside dans le fait que le cocontractant lésé est dispensé d'établir la preuve de son dommage, car celui-ci est présumé et évalué forfaitairement par la clause<sup>67</sup>. C'est au niveau de cette présomption que tout l'intérêt de l'utilisation de la clause pénale apparaîtra. En effet, un des principaux éléments ressortant de notre analyse des clauses de confidentialité est que la preuve de ces dernières est chose ardue. Dès lors, la clause pénale permettra à la société lésée d'outrepasser cette étape de la preuve pour se concentrer tout de suite sur la réparation. Notons tout de même que la clause pénale peut être réduite par le juge.

Plus généralement, il nous paraît, dans un second temps, plausible pour la société de demander réparation sur base du droit commun de la responsabilité<sup>68</sup>. Encore faudra-t-il bien évidemment établir les éléments constitutifs du manquement, à savoir la faute du cocontractant dans son obligation, le dommage subi par la société du fait de cette faute, et enfin le lien causal entre cette

---

<sup>64</sup> Article 1226 du Code civil.

<sup>65</sup> E., CORNU, et J-F., NEVEN, « II – Clauses ayant un effet utile pendant le contrat », in *Le patrimoine intellectuel de l'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 168.

<sup>66</sup> E., CORNU, et J-F., NEVEN, *op. cit.*, p. 168. ; P., WERY, « Section 2 – Le créancier entend obtenir réparation : la clause pénale », in *Droit des obligations – Volume I*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 689.

<sup>67</sup> P., WERY, *op. cit.*, p. 694.

<sup>68</sup> Article 1382 du Code civil.

faute et ce dommage. En outre, la théorie générale des contrats permettra également de servir de source de recours pour la partie lésée<sup>69</sup>. Ainsi, la société victime de la transgression d'une obligation contractuelle de confidentialité se verra en droit d'invoquer la résolution de ce dit contrat.

### c) La confidentialité dans le contrat de travail

Le droit du travail intervient également pour offrir une nouvelle source de protection à la société, pour laquelle un employé effectue un travail durant lequel il est confronté à des informations à caractère confidentiel. C'est ainsi que la loi du 3 juillet 1978, relative au contrat de travail, enjoint à tout employé une obligation de confidentialité dans des termes assez généraux. L'employé se voit ici interdire de « *divulguer les secrets de fabrication, ou d'affaires, ainsi que le secret de toute affaire à caractère personnel ou confidentiel dont il aurait eu connaissance dans l'exercice de son activité professionnelle* »<sup>70</sup>. Le même article précise que cette obligation vaut durant l'exécution du contrat, ainsi qu'après la cessation de celui-ci. C'est plus spécifiquement la troisième obligation qui va nous intéresser dans notre analyse.

En effet, un processus de due diligence rentre dans cette interdiction de divulguer les affaires à caractère personnel ou confidentiel. Il est entendu que les informations visées varieront selon la fonction qu'occupe le travailleur dans la société<sup>71</sup>. Ajoutons tout de même que le travailleur devrait avoir été confronté à l'information réputée confidentielle durant l'exécution de son contrat, ce qui est dès lors le cas lors d'une due diligence<sup>72</sup>. Finalement, les informations confidentielles visées par cette protection correspondraient selon Steve Gilson et Catherine Boulanger à « *toute information devant rester secrète aux yeux de la société* »<sup>73</sup>.

On ne peut que remarquer au terme de l'analyse de l'article 17, 3° de la loi du 3 juillet 1978, la protection avantageuse au niveau de la confidentialité qu'offre un contrat de travail à un employeur même si nous l'avons vu, la preuve d'un manquement à une obligation de confidentialité s'avère laborieuse. Par sa nature même, le contrat de travail pourra alors, lui aussi, constituer un renforcement dans la confidentialité tant recherchée pour entamer l'examen de due diligence.

---

<sup>69</sup> H., JACQUEMIN, « Les obligations de confidentialité dans certains contrats d'intermédiation », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, p. 165.

<sup>70</sup> Article 17, 3° de la loi du 3 juillet 1978 relative aux contrats de travail, *M.B.*, 22 août 1978.

<sup>71</sup> C., BOULANGER, S., GILSON, « L'obligation de secret du travailleur : une vie privée de l'employeur ? », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 99.

<sup>72</sup> *Ibid.*

<sup>73</sup> C., BOULANGER, S., GILSON, *op. cit.*, p. 100.

Bien que brièvement, nous venons de faire un petit tour d'horizon des différentes armes, que les praticiens ont en leur possession pour combattre en faveur de la réussite d'une négociation discrète et paisible, il ne fait désormais aucun doute que les informations confidentielles doivent faire l'objet d'une attention et d'une protection accrues. Le processus d'une due diligence doit inévitablement être encadrée par des mesures de protection sans quoi la société-cible se verrait exposée à de nombreux risques concurrentiels et stratégiques. Il convient maintenant de nous intéresser à une catégorie toute particulière d'informations, probablement celles dont la confidentialité est la plus capitale à maintenir. A ces informations dont la protection ne demeure pas seulement primordiale pour la société qu'elles concernent, mais bel et bien pour le marché dans son ensemble qui pourrait voir son intégrité être *de facto* biaisée. Ces informations qui occuperont le reste de notre analyse sont celles que l'on qualifie d'informations privilégiées.

## **Chapitre 3 : L'abus d'informations privilégiées**

### Section 1 : Qu'est-ce que le délit d'initié ?

Si les marchés financiers reflètent la santé économique d'un pays, c'est la confiance des investisseurs en cette économie qui demeure primordiale pour le développement de cette économie. En outre, il apparaît également que la confiance des investisseurs réside dans la croyance en un marché intègre et transparent, caractérisé par le respect du principe d'égalité des actionnaires. C'est précisément au niveau de ce principe d'égalité des actionnaires que les effets néfastes des abus de marché auront un impact important. Ce principe mis en péril, ce n'est pas seulement l'investisseur lambda qui en pâtira, mais bel et bien l'ensemble du marché, et dans une mesure certes moindre, l'économie tout entière.

C'est à partir de toutes ces considérations, et à raison, que certains États européens ont finalement opté pour le chemin de la régularisation à la fin des années 1980, qui se poursuit encore de nos jours avec l'adoption, en 2014, de deux nouveaux textes législatifs. L'augmentation croissante de la circulation d'informations principalement due aux progrès technologiques, n'a fait qu'augmenter les risques de délit d'initié. Nous pouvons désormais définir l'initié comme étant une personne, qui, par l'utilisation d'une information non encore dévoilée (appelée information privilégiée), fausse la loi de l'offre et la demande et profite ainsi du marché<sup>74</sup>.

Il résulte donc que cette matière n'est certainement pas aisée à appréhender. Les législateurs nationaux, épaulés par le législateur européen, ont pourtant tenté d'ériger un système de réglementation adapté. C'est précisément dans cette étape d'harmonisation, que les difficultés qu'entraînent la convergence du droit belge au droit européen se sont le plus fait ressentir. De plus, le paysage législatif des abus de marché est actuellement en plein bouleversement. L'impact du droit européen en cette matière est significatif ; celle-ci est désormais régie par la directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché ainsi que par le règlement n°596/2014 sur les abus de marché, ce dernier abrogeant la directive 2003/6/CE anciennement appelée « directive abus de marché ». La transposition de ces deux nouveaux instruments en droit belge n'est toutefois pas encore intervenue, et cet alignement du droit belge sur le droit européen devrait se faire avant le 3 juillet 2016 prochain.

---

<sup>74</sup> J-F., RENUCCI, *Le délit d'initié*, Paris, Presse Universitaire de France, 1995, pp. 3 et 4.

C'est dès lors pour cette raison, qu'au niveau de notre droit national, est encore en vigueur pour une durée limitée la loi du 2 août 2002, relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après LSSF), qui anticipait, à l'époque, la fameuse « directive abus de marché » de 2003. Nous analyserons dès lors le délit d'initié en insistant sur les nouvelles dispositions que comportent la nouvelle directive et le nouveau règlement européen, tout en gardant à l'esprit les dispositions contenues dans la LSSF de 2002.

### Sous-section 1 : Les opérations d'initiés

La notion d' « opérations d'initiés » est abordée à l'article 8 §1 du nouveau règlement sur les abus de marché. En ce sens, il se produit une opération d'initié « *lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte* »<sup>75</sup>. Ajoutons à cela les paragraphes 2 et 3 qui englobent, dans les opérations d'initiés, tant la recommandation et l'utilisation de la recommandation des actes compris dans la définition du paragraphe 1.

Notons par ailleurs que cet article 8 fait la distinction entre les initiés primaires, et les initiés secondaires. Conformément au règlement, est initié primaire toute personne ayant obtenu l'information privilégiée « *en étant membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; par sa participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ; ou par ses activités criminelles* »<sup>76</sup>. Les administrateurs de sociétés sont donc compris dans cette définition d'initiés primaires. Sont par ailleurs considérés comme initiés secondaires « *toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées précédemment (les initiés primaires) lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* »<sup>77</sup>.

Il nous apparaît dès lors crucial d'analyser plus en détail la notion d'« information privilégiée » ainsi que la répression de ces opérations d'initiés afin de clarifier le cadre général de notre travail.

---

<sup>75</sup> Article 8 §1 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>76</sup> Article 8 §4 al.1 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>77</sup> Article 8 §4 al.2 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

## Sous-section 2 : Une information privilégiée

Beaucoup de difficultés sont apparues au niveau même de la définition de l'information privilégiée (« inside information » en anglais), concept central de cette matière. La difficulté principale réside dans le fait que les différents éléments de la définition restent extrêmement difficiles à établir, voire dans certains cas, pratiquement impossibles. L'interprétation subjective et compliquée de ces éléments induit une difficulté d'analyse pour la jurisprudence actuelle. Un des objectifs du nouveau règlement sur les abus de marché a été d'introduire cette jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne afin de palier à ces problèmes d'interprétation<sup>78</sup>.

L'article 7 §1, a) du règlement abus de marché reprend la définition de l'information privilégiée du régime antérieur. La LSSF de 2002 consacre, pour sa part, une définition semblable dans son article 2, 14°. Dans ce sens, il est considéré comme étant une information privilégiée « *Toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* »<sup>79</sup>.

### a) Le caractère public de l'information

Le premier élément que nous observons est le caractère public de l'information. En effet, le caractère privilégié de l'information relève spécifiquement du fait qu'elle n'est pas connue par tous les investisseurs<sup>80</sup>. Le fait qu'une personne soit considérée comme initiée implique donc, notamment, qu'elle soit en possession d'une information non détenue par tous. Il n'est néanmoins pas précisé dans la définition ce que serait une information « publique ». Il faut dès lors se référer à la jurisprudence pour appréhender le caractère public de l'information. Notons tout de même que certaines circonstances peuvent faire naître une obligation de rendre publique une information privilégiée<sup>81</sup>. L'émetteur peut néanmoins différer cette publication sous certaines conditions<sup>82</sup>. Nous

<sup>78</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 250.

<sup>79</sup> Article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002 ; Article 7 § 1, a). du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>80</sup> J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT, et P., MALHERBE, *Droit des sociétés : précis*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1448.

<sup>81</sup> Article 10 §1er, al.1 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>82</sup> Article 10 §1er al.3 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

reviendrons plus tard sur cette obligation de divulgation afin d'en cerner toutes les subtilités.

## b) Le caractère précis de l'information

L'information doit non seulement être publique, mais doit également être précise. Contrairement au caractère public, la LSSF et le règlement n°596/2014 apportent des précisions sur la notion du caractère précis qui est requis. Cependant, l'article Article 2, 14° al.5 de la LSSF affirme qu'une information privilégiée aura un caractère précis « [...] si elle est suffisamment précise [...] »<sup>83</sup>. Nous pouvons d'ores et déjà souligner cette lacune que l'on pourrait qualifier de « frappante » : le législateur apprécie le caractère précis de l'information privilégiée en déterminant « si cette information est suffisamment précise »... Il résulte d'ores et déjà que cette définition, reposant sur une forte abstraction et sujette à une forte interprétation, ne nous donne guère plus d'informations sur le caractère précis.

Heureusement, la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne dans son arrêt du 28 juin 2012, dit « arrêt Geltl » (ou encore appelé arrêt Daimler)<sup>84</sup>, dégage une méthodologie en deux étapes visant à faciliter davantage l'interprétation de ce caractère précis<sup>85</sup>. La première étape consiste à établir un test de matérialité de l'information. Une information pourra être considérée comme précise lorsqu'à partir de celle-ci, on peut raisonnablement penser que la perspective de la réalisation d'un événement est réelle<sup>86</sup>. Cependant, les termes « *raisonnablement penser* » laissent néanmoins supposer qu'un élément futur, et finalement potentiellement incertain, puisse rentrer dans cette notion de caractère précis<sup>87</sup>. Nous ne pouvons que déplorer la difficulté et l'absence de sécurité juridique d'une telle appréciation.

La seconde étape donnera lieu à un test de spécificité de l'information. Il faut en effet que l'information soit suffisamment précise pour amener à tirer des conclusions quant à son effet. Il est donc nécessaire de pouvoir prévoir non seulement un impact de l'information sur le cours<sup>88</sup>, mais apparemment également la manière dont cet impact va s'exprimer (le cours va-t-il évoluer à la

---

<sup>83</sup> Article 2, 14° al.5 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>84</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 250.

<sup>85</sup> CJUE, 28 juin 2012, *D.B.F.*, 1/2013, p. 52.

<sup>86</sup> *Ibid.*

<sup>87</sup> X., DIEUX, et D., WILLERMAIN, « La transposition en droit belge de la directive “abus de marché” et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.*, 1/2007, pp. 5 et s.

<sup>88</sup> *Ibid.*

hausse ou à la baisse?)<sup>89</sup>. Le nouveau règlement abus de marché prend en compte ce raisonnement de la Cour en ce qu'il précise qu'il est requis d'être en présence de faits potentiels ou avérés, et qu'il soit « *possibilité d'en tirer une conclusion* »<sup>90</sup>.

Nous pouvons également nous inspirer de la jurisprudence des différents États membres afin d'apprécier ce caractère précis. Dans ce sens, et à juste titre, la jurisprudence française ne considère pas qu'une rumeur<sup>91</sup> ou que de la spéculation<sup>92</sup> constitue une information privilégiée. Nous retiendrons donc ici la difficulté d'interprétation de la définition du caractère précis qui réside en sa profonde subjectivité, et ce, malgré une réelle tentative d'éclaircissement du législateur européen.

### c) Un lien direct avec l'instrument financier

La notion d'instrument financier est définie de manière plutôt large par le législateur. De ce fait, on peut en conclure que la législation est susceptible de s'appliquer à la quasi-totalité d'instruments financiers circulant sur les marchés<sup>93</sup>. En effet, l'article 2, 1° de la loi du 2 août 2002 dresse une liste des différentes catégories de produits assimilés à des instruments financiers. Le Roi est également apte à étendre cette liste<sup>94</sup>. Par ailleurs le législateur a consacré la notion « d'émetteur » dans l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé<sup>95</sup>.

### d) Une influence sensible sur le cours de cet instrument

Le dernier élément de la définition laisse supposer que toute information non publique ne sera pas forcément reconnue comme étant privilégiée. Il est en effet requis qu'elle ait une influence significative sur le cours de cet instrument. Dès lors, pour apprécier l'influence d'une information sur le cours d'un instrument financier, le législateur se réfère au critère de l'investisseur raisonnable<sup>96</sup>. Faut-il assimiler l'investisseur raisonnable au « bon père de famille » ou à « l'investisseur

<sup>89</sup> X., DIEUX, et D., WILLERMAIN, « La transposition en droit belge de la directive “abus de marché” et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.*, 1/2007, pp. 5 et s.

<sup>90</sup> Article 7 §2 du règlement 596/2014 sur les abus de marché.

<sup>91</sup> Trib. Gr. Inst. Paris 17 mars 1976, *J.C.P.* 1976, II, 18.496.

<sup>92</sup> Trib. Gr. Inst. Paris 28 janvier 1985, *D.* 1985, jurispr., p. 357.

<sup>93</sup> B., BERGMANS, *Inside information and securities trading*, Londres, Graham & Trotman, 1991, p. 73.

<sup>94</sup> Article 2, 1° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>95</sup> Article 2, §1er, 8° de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007.

<sup>96</sup> Article 2, 14° al.4 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

spéculatif prenant des décisions réfléchies et rationnelles compte tenu de ses objectifs » ? Le CERVM (Comité Européen de Régulation des Marchés de Valeurs Mobilières) a pris le parti de définir l'investisseur raisonnable comme étant « *une personne qui pense et agit de manière rationnelle* », et de ne pas se référer à la notion de *bonus pater familias*<sup>97</sup>. De notre côté, nous pouvons saluer ce choix, le critère du bon père de famille n'étant pas spécialement adapté dans ce cas-ci. Après tout, dans tout investissement, une part de risque existe, et la notion de bon père de famille elle-même se caractérise par une certaine absence de risque. Il est par ailleurs intéressant de prendre en compte la jurisprudence de l'arrêt *Spector* de la Cour de justice de l'Union européenne qui ajoute une précision à ce raisonnement<sup>98</sup>. L'affectation du cours de l'instrument par l'information doit s'apprécier de manière antérieure, en regard du contenu de cette information<sup>99</sup>.

### Sous-section 3 : La répression du délit d'initié

Pour encadrer cette législation, le législateur a voulu en confier la compétence à une autorité appropriée. Ainsi, l'article 22 du nouveau règlement abus de marché, qui reprend l'ancien article 11 de la directive 2003/6/CE, prévoit que « *chaque État membre désigne une autorité administrative unique compétente en vue d'assurer l'application des dispositions adoptées conformément à la présente directive* ». L'article 23 de ce même règlement le complète en ajoutant que « *Les autorités compétentes exercent leurs fonctions et leurs pouvoirs selon l'une ou l'autre des modalités suivantes : a) directement ; b) en collaboration avec d'autres autorités ou avec les entreprises de marché ; c) sous leur responsabilité, par délégation à ces autorités ou à des entreprises de marché ; d) par saisie des autorités judiciaires compétentes* »<sup>100</sup>. L'article 24 émet l'existence d'une coopération au niveau européen, avec la transmission des informations à l'AEMF. La coopération entre les différentes autorités de contrôle des États membres est également érigée en une obligation plutôt complète et assez détaillée. On observe donc que le nouveau règlement a tenu à renforcer la coopération entre les différents États membres pour combattre les abus de marché.

En Belgique, c'est la FSMA qui s'est vue confier une compétence de contrôle et de surveillance en matière d'information financière<sup>101</sup>. La FSMA est dès lors en droit d'infliger des sanctions

<sup>97</sup> « CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse directive », CESR /02.089d, décembre 2002, p. 11.

<sup>98</sup> C.J.U.E. 23 décembre 2009, affaire n°C-45/08, dr. *banc. fin.*, 2010/6, p. 386.

<sup>99</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 253.

<sup>100</sup> Article 23 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>101</sup> Article 33 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

administratives et pénales, et possède également une compétence réglementaire. Elle pourra donc établir des règlements dans les matières pour lesquelles le législateur lui a donné compétence<sup>102</sup>. Ces règlements ne pourront cependant sortir leurs effets qu'après approbation par le Roi et une publication au Moniteur belge<sup>103</sup>. Les émetteurs d'instruments financiers sont tenus de transmettre à la FSMA toute information visée par l'arrêté royal du 14 novembre 2007<sup>104</sup>. Cette disposition traduit donc un certain pouvoir d'investigation qui a été confié à la FSMA. Enfin, un recours pourra être intenté contre les décisions de la FSMA. Le juge compétent sera le Conseil d'état, mais la Cour d'appel de Bruxelles reçoit une compétence exclusive dans certaines hypothèses. Nous notons en ce sens trois cas où la Cour d'appel de Bruxelles est compétente : pour les recours introduits par la FSMA et les entreprises de marché contre une décision du ministre des finances, pour les recours introduits par des parties concernées par une décision de la FSMA et enfin pour les recours introduits par les émetteurs et la FSMA contre une décision des entreprises de marché<sup>105</sup>. La FSMA est indépendante du pouvoir judiciaire, elle dispose de ses propres organes, il n'y a donc pas de tulle administrative.

#### a) L'aspect préventif

Du côté belge tout d'abord, le législateur, en insérant un article 25bis dans la LSSF, avait démontré son désir d'agir à la source d'éventuels problèmes que constituerait la détention d'information privilégiée. Cette intervention nous paraît salutaire au vu de la difficulté de répression en cette matière. Cet article 25bis prévoit dès lors trois mesures préventives.

La première mesure de prévention imaginée par le législateur est l'établissement d'une liste, par les émetteurs d'instruments financiers, des personnes travaillant pour eux, et ayant de ce fait, accès à des informations privilégiées<sup>106</sup>. La FSMA est en mesure d'obtenir cette liste dès qu'elle le demande à l'émetteur<sup>107</sup>. Une seconde mesure impose l'obligation aux émetteurs d'instruments financiers ainsi qu'aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, de transmettre à la FSMA les transactions

---

<sup>102</sup> Article 64 al.1 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>103</sup> Article 64 al.3 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>104</sup> Article 42 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007.

<sup>105</sup> Article 121 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>106</sup> Article 25bis §1er al.1 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>107</sup> Article 25bis §1er al.2 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

qu'ils effectuent<sup>108</sup>. Une dernière mesure prise par le législateur consiste en l'obligation pour les intermédiaires de dénoncer à la FSMA toute opération « *qui pourrait constituer un délit d'initié* »<sup>109</sup>. Il est par ailleurs ajouté, au quatrième alinéa de l'article 25bis §4 de la LSSF, que la personne dénonciatrice se voit exonérée de sa responsabilité. Nous pouvons également nous montrer confiant envers une telle entreprise qui a pour but d'assister la FSMA dans son rôle d'investigatrice.

Tout comme la LSSF le prévoyait avant lui, le nouveau règlement européen prévoit, en ses articles 4 et 16, d'agir de manière préventive. Ces mesures portent sur deux aspects : premièrement, sur la connaissance des instruments circulant sur le marché<sup>110</sup>, et deuxièmement, sur les informations concernant les acteurs du marché<sup>111</sup>. La connaissance des différents instruments circulant sur le marché, requise par l'article 4 du règlement, comprend une notification à l'autorité compétente lors de la demande d'admission sur le marché, ainsi que lors de cessation de négociation de l'instrument<sup>112</sup>. Au niveau des informations sur les acteurs du marché, les articles 16 et suivants établissent la mise en œuvre de diverses obligations.

Une première mesure concrète est néanmoins énoncée à l'article 17, qui impose à l'émetteur de rendre publique une information privilégiée le concernant<sup>113</sup>. Cependant, il convient de préciser que cette publication peut être différée sous « *la propre responsabilité de l'émetteur* », si trois conditions sont réunies, à savoir, que la publication immédiate « *soit susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur* », « *que le retard de publication ne soit pas susceptible d'induire le public en erreur* », et enfin que l'émetteur « *soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information* »<sup>114</sup>. Une seconde mesure résulte de l'article 18 du même règlement. Celui-ci impose aux émetteurs l'établissement d'une liste des différentes personnes ayant accès à des informations privilégiées. Enfin, le règlement impose également aux dirigeants de notifier, à l'autorité compétente, les transactions qu'elles effectuent<sup>115</sup>.

---

<sup>108</sup> Article 25bis §2 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>109</sup> Article 25bis §4 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>110</sup> Article 4 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>111</sup> Article 16 à 19 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>112</sup> En Belgique, l'autorité compétente est la FSMA.

<sup>113</sup> Article 17 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché ; T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 272.

<sup>114</sup> Article 17 §4 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>115</sup> Article 19 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

### a) La répression administrative

C'est donc la FSMA qui sera compétente pour administrer les amendes en cas de violation des dispositions du chapitre 2 de la LSSF<sup>116</sup>, et ce, sans préjudice des autres mesures prévues par la loi<sup>117</sup>. Cependant, l'évolution européenne précitée vient bouleverser en profondeur l'ancienne notion de répression administrative. En effet, le règlement n°596/2014 sur les abus de marché introduit de nouveaux comportements à réprimer. Ainsi, il sera dès lors interdit : « a) d'effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés; b) de recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés ; ou c) de divulguer illicitement des informations privilégiées. »<sup>118</sup>.

On peut ici observer que le législateur a fait le choix de distinguer les opérations d'initiés en elles-mêmes et la divulgation d'une information privilégiée<sup>119</sup>. Il convient dès lors de définir la divulgation illicite d'information privilégiée. Le règlement nous indique que cette divulgation se produit « lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions »<sup>120</sup>. Notons pour la suite de notre étude que la deuxième partie de l'article se révèle être un élément important pour notre raisonnement futur.

### c) Répression pénale

Anciennement, la première directive abus de marché 2003/6/EC n'imposait pas que les États membres sanctionnent pénalement le délit d'initié, mais elle leur en laissait toutefois la possibilité de le faire. C'est ainsi que la LSSF en son article 40 énonce un certain nombre de personnes susceptibles d'être qualifiées d'initiés. Ces initiés doivent finalement se servir de cette information privilégiée de manière intentionnelle pour effectuer une action réprimée par l'article 40, soit :  
-« utiliser l'information privilégiée pour acquérir, céder ou tenter d'acquérir ou de céder des instruments financiers concernés pour le compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement soit indirectement ».

---

<sup>116</sup> Article 64 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>117</sup> Article 36 §2 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>118</sup> Article 14 du règlement n° 596/2014 sur les abus de marché.

<sup>119</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 254.

<sup>120</sup> Article 10 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

-« Communiquer cette information à une autre personne, excepté dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ».

-« Recommandation à un tiers d'acquiescer ou de céder, ou de faire acquiescer ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers concernés »<sup>121</sup>.

Cette volonté du législateur belge, de réprimer pénalement certaines infractions en la matière, va trouver écho dans la nouvelle législation européenne qui consacre entièrement la directive 2014/57/EU à cette répression pénale. Cette nouvelle directive résulte principalement de la prise de conscience des autorités européennes que la répression administrative s'est révélée insuffisante, à l'heure actuelle, pour lutter contre les abus de marché<sup>122</sup>. L'objet de la directive 2014/57/EU est donc d'instaurer un « socle minimal » relatif aux sanctions pénales en matière d'abus de marché<sup>123</sup>.

Notons d'emblée que le domaine de la nouvelle directive ne vise expressément que les manipulations de marché, les opérations d'initiés<sup>124</sup>, ainsi que la divulgation illicite d'information privilégiée<sup>125</sup>. N'est donc pas pris en compte, dans cette directive, l'aspect préventif que nous avons analysé préalablement, au niveau de la répression administrative<sup>126</sup>. Par ailleurs, nous pouvons nous apercevoir en parcourant le texte, et notamment l'article 7, que les États membres disposent d'une certaine marge de manœuvre quant à l'application de ces peines. L'article 7, que nous pouvons qualifier de « pilier représentatif » de ce système de socle minimal, énonce des peines maximales d'« au moins 4 ans », ou d'« au moins 2 ans » selon les cas et pour autant que ces sanctions pénales soient « effectives, proportionnées et dissuasives ». Il est, selon nous, toutefois regrettable qu'une fois encore nous n'arrivons qu'à une simple convergence et non à une vraie uniformisation de la répression pénale.

Par ailleurs, on s'aperçoit également que la directive requiert bel et bien un élément intentionnel contrairement au règlement relatif à la répression administrative<sup>127</sup>. En outre, on remarque également que sur le plan des infractions incriminées, la directive rejoint le règlement de manière assez semblable en de nombreux points. On peut citer, comme exemple, une équivalence au niveau

---

<sup>121</sup> Article 40 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

<sup>122</sup> Considérant (5) de la directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>123</sup> Considérant (6) de la directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>124</sup> Voir supra.

<sup>125</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, pp. 277 et 278.

<sup>126</sup> Voir supra.

<sup>127</sup> T., BONNEAU, *op. cit.*, p. 279.

de la répression des opérations d'initiés<sup>128</sup>, ou encore au niveau de la divulgation illicite d'informations privilégiées<sup>129</sup>. Au vu de cette similarité, la doctrine s'est antérieurement interrogée pour savoir si la règle *non bis in idem* était méconnue dans la matière<sup>130</sup>. La nouvelle directive coupe court à tout débat à ce sujet par ses considérants 23 et 27 en affirmant expressément que « *la présente directive n'entraîne pas une violation du principe non bis in idem* »<sup>131</sup>.

## Section 2 : La communication d'informations privilégiées

Il convient désormais de faire converger notre problématique avec le cadre législatif et les concepts que nous venons de définir précédemment. Comment concilier l'exercice d'une due diligence, visant expressément l'échange d'informations confidentielles, et les exigences du délit d'initié ? Pour répondre à cette question nous procéderons en deux temps : tout d'abord nous allons analyser le processus de due diligence comme constituant une information privilégiée en soi, ensuite, nous passerons à l'analyse des informations transmises au cours de la due diligence.

### Sous-section 1 : Le processus de due diligence en tant qu'information privilégiée

Comme nous l'avons exposé à la précédente section, l'émetteur est tenu de rendre publique, dès que possible, toute information privilégiée qui le concerne de manière directe<sup>132</sup>. A la notion d'information explicitée au début de ce chapitre, nous devons désormais confronter l'information selon laquelle une société émettrice fait face à un processus de due diligence. Dès lors, la seule information selon laquelle un processus de due diligence est en cours est-il suffisant pour donner à cette information un caractère privilégié ? Il est de notre avis qu'une telle information répond aux éléments constitutifs de l'information privilégiée, cet avis est également partagé par la doctrine<sup>133</sup>. En effet, cette information est sans nul doute non-publique, et il s'avère que son lien direct avec l'instrument financier de l'émetteur est indiscutable.

Un premier point où la discussion pourrait naître, est probablement la nécessité d'une influence

---

<sup>128</sup> Articles 8 et 14 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché et articles 3 et 6 de la directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>129</sup> Articles 10 et 14 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché et article 4 de la directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>130</sup> T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, p. 280.

<sup>131</sup> Considérant (23) de la directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>132</sup> Article 17 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>133</sup> O., CLEVENBERGH, « La communication d'information confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, p. 132.

sensible du cours de l'instrument. Autrement dit, sur base de la connaissance du déroulement d'une due diligence à propos d'une société, un investisseur raisonnable peut-il prendre une décision d'achat (ou de vente) ? Il s'avère qu'en matière d'acquisition d'une société, un examen de due diligence aura de grandes chances de déboucher sur une offre publique d'acquisition. En outre il est évident qu'une telle offre entraîne une hausse significative des cours. Il paraît donc plutôt incontestable qu'une information sur le déroulement d'une due diligence en vue de l'acquisition d'une société sera susceptible d'influencer le cours de l'instrument de l'émetteur visé, c'est-à-dire la société-cible.

Un deuxième point, beaucoup plus tendancieux, est le caractère précis ou non de cette information. Une due diligence entreprise au cours d'un projet d'acquisition d'une société peut-il être considéré comme précis au sens de la législation ? La doctrine semble d'avis que l'obligation de rendre publique l'information selon laquelle la société fait l'objet d'une due diligence, s'impose dès que l'on se trouve en présence d'offre ferme de la part de l'acquéreur<sup>134</sup>. Nous pouvons en déduire qu'une due diligence effectuée avant cette offre ferme ne rentrerait dès lors pas dans la définition de l'information privilégiée. Notons par ailleurs un cas de jurisprudence de la Cour d'appel de Paris qui vient opportunément apporter une précision sur le caractère précis : le projet d'offre devrait également « avoir des chances raisonnables d'aboutir »<sup>135</sup>. Pour conclure sur ce point, nous pouvons dorénavant avancer que le critère de l'offre ferme constitue la pierre angulaire de l'obligation de communication au public, en ce que l'information porte sur l'existence d'une due diligence en vue de l'acquisition d'une société.

## Sous-section 2 : Les informations communiquées dans la due diligence comme informations privilégiées

Analysons maintenant le sort des informations communiquées lors de la due diligence. Nous connaissons la large diversité que celles-ci peuvent représenter. Chaque information devra être appréciée au moyen des quatre critères constitutifs de l'information privilégiée. Il y aura alors un examen individuel à effectuer afin d'être certain quant à la nature de l'information. Dans ce sens des résultats trimestriels ou un chiffre d'affaire seront susceptibles d'être une information privilégiée, le critère incertain étant probablement ici leur publication antérieure ou non. Lors d'une due diligence

---

<sup>134</sup> O., CLEVENBERGH, « La communication d'information confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, p. 133.

<sup>135</sup> Paris, 1 avril 2003 cité dans O., CLEVENBERGH, « La communication d'information confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, p. 132.

plutôt axée sur l'aspect juridique, différents contrats pourront également constituer une information privilégiée, quand bien même ceux-ci se révéleront susceptibles d'influencer le cours des instruments liés à la société-cible concernée.

Une fois établie la nature privilégiée de l'information, celui qui utilise ou divulgue illicitement l'information s'expose à des peines administratives et pénales, comme nous l'avons vu précédemment. Néanmoins, le vendeur et l'acquéreur potentiels n'ont pas forcément intérêt à divulguer l'existence d'un tel processus avant le déroulement de l'opération en tant que tel. Nous l'avons vu, l'émetteur pourra dans un premier temps utiliser l'article 17 §4 du règlement n°596/2014 pour différer cette publication moyennant les trois conditions : si ce report de publication ne porte pas atteinte à ses intérêts légitimes, si cette mesure n'implique pas le public en erreur et si l'émetteur demeure en mesure d'assurer la confidentialité de l'information.

Outre le report de divulgation, le nouveau règlement européen mentionne les comportements légitimes et les sondages de marché comme second détonateur figurant dans l'arsenal de l'initié.

#### a) Les comportements légitimes

Une échappatoire au régime pré-exposé aux points précédents se trouve à l'article 9 §4 du nouveau règlement. Celui-ci énonce qu'une personne entrée en possession d'une information privilégiée bénéficie d'une protection « *dans le cadre de la réalisation d'une OPA sur, ou d'une fusion avec, une société, et utilise cette information privilégiée dans le seul but de mener à bien cette OPA ou cette fusion, sous réserve qu'au moment de l'approbation de l'offre ou de la fusion par les actionnaires de cette société, toutes les informations privilégiées aient été rendues publiques ou aient cessé d'une autre façon d'être des informations privilégiées* »<sup>136</sup>.

L'article 9§4 du règlement européen donne ainsi une bouée de sauvetage à l'acquéreur potentiel en posant le principe que lorsque l'information privilégiée a été obtenue lors de la réalisation d'une offre publique d'acquisition ou encore d'une fusion, et que l'information est utilisée « *dans le seul but de mener à bien l'opération* », cela ne constitue pas une opération d'initié ou une divulgation illicite d'information privilégiée. Une condition est toutefois posée *in fine* de cet article 9 §4 : il faut, au moment de l'approbation de l'offre par les actionnaires de la société-cible, que les informations

---

<sup>136</sup> Article 9 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché ; T., BONNEAU, « Section I – Les abus de marché », in *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014, pp. 270 et 271.

aient été rendues publiques et qu'elles aient, par conséquent, perdu leur caractère privilégié<sup>137</sup>.

## b) Les sondages de marché

Plus intéressant encore quant à notre problématique, le nouveau règlement comporte un article 11 intitulé « *sondages de marché* ». Cet article définit les sondages de marché comme étant « *une communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles, à un ou plusieurs investisseurs potentiels* », et ce notamment « *par l'émetteur* » des instruments concernés ou d'autres professionnels<sup>138</sup>. Nous pouvons déduire que cet article 11 constitue une des clés de voûte de notre problématique. En effet, celui-ci semble créer une délimitation entre la transmission illicite et la transmission licite d'informations privilégiées en présence d'une due diligence.

Dans cette optique, le législateur a saisi toute l'importance de permettre aux différents acteurs économiques de continuer normalement la poursuite de leurs affaires, et ce même lorsque la transaction comporte une transmission d'information privilégiée préalable. Il est toutefois requis qu'un enregistrement des informations doit être conservé<sup>139</sup>.

C'est donc tout naturellement que nous pouvons avancer qu'une due diligence semble rentrer pleinement dans le cadre de ces sondages de marché, et c'est en s'attardant dans les méandres des considérants du nouveau règlement que nous en trouvons la confirmation. Le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou d'une fonction doit dès lors s'apprécier dès qu'« *au moment de la divulgation, il informe la personne auprès de laquelle les informations sont divulguées, qu'elle est susceptible de recevoir des informations privilégiées, et obtient son consentement ; que les dispositions du présent règlement restreindront ses possibilités de négocier ou d'agir sur la base de telles informations ; que des mesures raisonnables doivent être prises pour préserver la confidentialité de ces informations ; et qu'elle doit informer le participant au marché communicant de l'identité de toutes les personnes morales et physiques auxquelles les informations sont divulguées dans le cadre de l'élaboration d'une réponse au sondage de marché* »<sup>140</sup>. C'est dès ce moment que nous pourrions considérer les informations comme étant légitimement divulguées.

---

<sup>137</sup> Article 17 §4 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>138</sup> Article 11 §1 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>139</sup> Article 11 §8 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>140</sup> Considérant (35) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

Le considérant 36 ajoute une précision intéressante : « *les investisseurs potentiels faisant l'objet d'un sondage de marché devraient, quant à eux, examiner si les informations qui leur ont été divulguées constituent des informations privilégiées qui leur interdiraient de négocier sur leur base ou de les divulguer à leur tour* »<sup>141</sup>. Il résulte, dès lors, de ce considérant, que l'évaluation du caractère privilégié de l'information devra être établie par l'acquéreur potentiel selon les critères explicités par le règlement<sup>142</sup>.

Nous observons donc sans nul doute que le législateur européen prend en compte la nécessité de la transmission d'informations, et ce, même si ces dernières doivent être considérées comme étant privilégiées. Cette transmission a donc lieu aux fins du bon déroulement de transactions de grande envergure comme par exemple dans le cas d'une OPA ou d'une fusion. Nous pouvons considérer ces mesures comme indispensables, et somme toute logiques, au vu des objectifs proclamés de l'Union européenne visant à l'établissement d'un marché « *intégré, efficace, transparent et intègre* »<sup>143</sup>.

Ajoutons enfin, que cette transmission licite d'informations privilégiées ne peut s'entreprendre à la légère. En effet, l'article 11 détaille une procédure et des conditions non négligeables auxquelles devront faire face avec attention tant l'acheteur que l'acquéreur.

Nous nous rendons compte au terme de l'analyse de l'information privilégiée que le régime s'appliquant à celle-ci relève plus d'une appréciation subjective d'une série d'événements que d'un véritable examen quantitatif de données. Subjectivité déjà présente dans les composantes mêmes de la définition centrale de l'information privilégiée, et ce malgré les évolutions législatives et jurisprudentielles. Dans ce sens, s'il n'est déjà pas aisé pour le législateur européen de sortir du brouillard épais de la subjectivité, la difficulté d'établir le caractère privilégié d'une information est d'autant plus grande pour les acteurs eux-mêmes. Des sanctions administratives et, depuis la nouvelle législation, des sanctions pénales seront susceptibles de s'appliquer.

Par contre, s'il est à notre avis salutaire que le législateur ait enfin opté pour un régime de sanctions pénales obligatoires, nous pouvons remarquer qu'aucune sorte de réparation de quelque forme que ce soit n'ait jamais été établie par le législateur, envers la société elle-même ou envers les autres investisseurs. Nous concevons néanmoins que la mise en place d'un tel régime de réparation serait

---

<sup>141</sup> Considérant (36) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>142</sup> Voir supra.

<sup>143</sup> Considérant (1) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

difficile en pratique, même si la question demeure, selon nous, importante à analyser. La doctrine semble d'ailleurs avoir déjà abordé la question. Les résultats de cette analyse ont révélé au grand jour cette difficulté de mise en place. La plus grande difficulté serait d'établir un lien entre le profit engrangé par l'initié et les pertes subies par les autres investisseurs. En outre, le montant d'une telle réparation serait la plupart du temps faramineux et de ce fait impossible à payer<sup>144</sup>. Par ailleurs, malgré des efforts marqués au niveau de l'aspect préventif, établir la preuve d'une opération d'initié ou d'une divulgation illicite d'information privilégiée s'avère toujours périlleux. Peut-être un régime de présomption serait-il salutaire et dissuasif à ce niveau.

Il n'en demeure pas moins que la législation sur les abus de marché permet bel et bien une transmission d'information privilégiée dans certaines situations<sup>145</sup>, et qu'une due diligence rentre pleinement dans le cadre de ces situations. L'échange d'information privilégiée durant une due diligence peut donc avoir diverses conséquences non négligeables. Les parties pourront alors s'exposer à des risques d'opérations d'initiés ou à une divulgation illicite d'information privilégiée. En conclusion, les parties confrontées à une opération de due diligence devront se montrer extrêmement prudentes à l'égard d'informations dont elles n'ont pas toujours conscience de la dangerosité, du fait de critères tâtilonnants. Nous retombons alors sur l'importance des mesures de protection qui sont à la disposition des parties et dont nous avons fait l'analyse au chapitre 2.

Dans un esprit de continuité et d'approfondissement, venons-en maintenant à l'étude des acteurs aptes à entrer en possession d'une information privilégiée durant la due diligence. Nous nous attarderons particulièrement sur le cas de l'administrateur de la société acquéreur et sur les actionnaires, tant de la société acquéreur, que de la société-cible.

---

<sup>144</sup> D., PHILIPPE, « Une sanction civile en matière d'exploitation abusive d'informations privilégiées en bourse? », *R.G.A.R.*, 1982, p. 4.

<sup>145</sup> Articles 9 §4 et 11 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

## **Chapitre 4 : L'information des administrateurs et des actionnaires**

Nous avons désormais posé les contours de notre problématique en posant le contexte juridique dans lequel nous nous trouvons, le régime qui y sera applicable, ainsi que la problématique de la circulation des informations privilégiées. Il convient maintenant de nous intéresser aux acteurs principaux, à savoir ceux qui seront susceptibles d'hériter directement d'informations privilégiées. Dans ce chapitre, nous nous efforcerons d'analyser le cas des administrateurs, dont le devoir est d'assurer la confidentialité des informations privilégiées auxquelles ils sont confrontés, ainsi que des actionnaires, qui peuvent également entrer en possession d'informations privilégiées dans certains cas.

### Section 1 : Une information possédée par la société

Problématique qui a longtemps occupé les esprits, la propriété d'une information peut-elle être établie dans le chef d'une société, personne morale ? Après bien des débats, il est désormais communément admis par la doctrine et la jurisprudence qu'une entreprise peut posséder des informations. Bien qu'étant un bien immatériel, l'information doit s'apprécier de manière semblable à un bien incorporel<sup>146</sup>. Cette conception est directement inspirée par la jurisprudence et notamment l'arrêt Niemietz de la Cour européenne des droits de l'homme qui consacre le droit à la vie privée des personnes morales et plus précisément de l'interprétation qu'en a fait la Cour constitutionnelle<sup>147</sup>. La Cour constitutionnelle en déduit ainsi qu'il faut comprendre les informations confidentielles dans la sphère de la vie privée de la société. En ce sens, il faut considérer qu'en vertu du droit à la vie privée, une société peut dès lors empêcher ses concurrents d'y avoir accès et de les utiliser. Il va s'en dire qu'un tel droit donne à l'information confidentielle une aura telle que sa valeur économique s'en voit décuplée.

Par ailleurs, en vertu de la théorie de l'organe, une société agit par ses organes<sup>148</sup>, l'organe n'étant rien d'autre qu'un ensemble de personnes physiques se réunissant collégalement. Ce qu'il faut

<sup>146</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 170.

<sup>147</sup> C.E.D.H., 16 décembre 1992, Niemietz c. Allemagne, *J.T.*, 1994, p. 66. ; C. C., 19 septembre 2007, n°118/2007, B.6.2.

<sup>148</sup> Article 61 du Code des sociétés ; M., COIPEL, « Le droit à la vie privée des personnes morales et sa confrontation avec le principe du contradictoire », *J.D.S.C.*, 2012, p. 15.

retirer de cette théorie pour la rapprocher de notre problématique, c'est que l'intervention de personnes physiques, dans le processus de réception et de communication des informations, est inévitable. Nous nous trouvons donc face à une difficulté d'appréciation car, si c'est bel et bien l'organe qui prend des décisions, ce sont les personnes qui le composent qui ont la tâche de réceptionner ou de communiquer ces informations<sup>149</sup>. Ce seront alors ces personnes physiques évoluant au sein de la société qui auront la lourde tâche d'assurer la confidentialité des informations détenues par la société. Nous nous attarderons ici tout particulièrement sur le cas des administrateurs et des actionnaires, et nous analyserons leurs rapports avec l'information pour ensuite plus précisément aborder leurs rapports avec une information privilégiée.

## Section 2 : L'obligation de discrétion des administrateurs

Le Code de commerce français dispose que : « *les administrateurs, ainsi que toute personne appelée à assister aux réunions du conseil d'administration, sont tenus à la discrétion à l'égard des informations présentant un caractère confidentiel et données comme telles par le président du conseil d'administration* »<sup>150</sup>. Le droit français, conscient de l'importance de la confidentialité des informations dans la vie économique des sociétés, a ainsi choisi de consacrer expressément le devoir de discrétion des administrateurs.

Côté belge pourtant, nous faisons face à une absence totale d'obligation de discrétion dans le Code des sociétés. On s'entend généralement sur une obligation générale de secret, obligation générale renforcée en matière financière comme nous l'avons vu précédemment. Sur base de ce devoir de discrétion, la société est en mesure de conserver une information confidentielle et ce, selon l'accord de son conseil d'administration agissant de manière collégiale<sup>151</sup>. Ce devoir s'inscrit donc dans la continuité de la protection de la vie privée de la personne morale. L'examen approfondi du rapport à l'information des administrateurs nous enseigne cependant que le législateur consacre bien des cas où, contrairement, l'administrateur et la société seront tenus d'informer les tiers<sup>152</sup>. C'est notamment le cas lors d'un examen de due diligence<sup>153</sup>.

<sup>149</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 176.

<sup>150</sup> Article L225-37, al.5 du Code de commerce français.

<sup>151</sup> J-L., DEVOGELE, « L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information : droit d'investigation et devoir de discrétion », *D.A.O.R.*, 2007, n°81, p. 75.

<sup>152</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, « II – L'information dans la vie des sociétés » in *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 69.

<sup>153</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, *op. cit.*, pp. 69 et 70.

A l'opposé de cette conception donc, le législateur se montre toujours plus en faveur de transparence dans le milieu des affaires. S'il semble désormais entendu qu'un principe général de transparence soit absent du droit financier et du droit des sociétés, le législateur ne fait de cette transparence pas moins qu'un objectif dans ces domaines<sup>154</sup>. Afin d'illustrer cette position, il suffit de citer par exemple la loi de 2007 sur les OPA ou encore l'information des marchés via la publication des résultats périodiquement par les sociétés.

Nous observons donc un souci d'accroître la transparence et la divulgation d'information de la part du législateur, et ce afin de maintenir une certaine égalité sur les marchés. Souci de transparence auquel nous devons dès lors opposer le devoir de discrétion de l'administrateur afin de trouver notre chemin dans les dédales de cette contradiction et dont le fil d'Ariane semble être constitué de la notion complexe d'intérêt social. L'équilibre est difficile à établir et résulte d'un dosage délicat entre le droit tel que conçu par le législateur et la pratique courante des affaires<sup>155</sup>. Tout le débat résulte dès lors de cette difficulté d'appréciation sur la juste mesure concernant la divulgation, ou non, d'informations propres à la société.

### Sous-section 1 : Fondement

Encore nous faut-il à présent établir où le devoir de discrétion trouve sa source. Selon une partie de la doctrine, c'est dans la nature même du statut de l'administrateur que nous allons trouver le fondement d'un tel devoir<sup>156</sup>. En effet, le statut des administrateurs de société est calqué sur celui du mandat à bien des égards. Cependant, certains auteurs viennent nuancer cette affirmation en se prononçant plutôt en faveur d'un statut « sui generis » de l'administrateur dans lequel celui-ci serait principalement soumis au Code des sociétés, et subsidiairement aux règles du mandat<sup>157</sup>. Dans ce sens, il est communément admis que le devoir de discrétion repose sur l'obligation de bonne foi dans l'exercice de son mandat, contrairement à l'obligation de publication des résultats par exemple

---

<sup>154</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, « I – Absence d'un principe général de transparence en droit des sociétés et en droit financier », in *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 225.

<sup>155</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, *op. cit.*, p. 229.

<sup>156</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 182.

<sup>157</sup> X., DIEUX et D., WILLERMAIN, « Les devoirs des dirigeants sociaux, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes », in *Droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 64.

<sup>158</sup> J-L., DEVOGELE, « L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information : droit d'investigation et devoir de discrétion », *D.A.O.R.*, 2007, n°81, p. 89.

. Il semblerait donc que la doctrine ait opté pour une obligation de confidentialité qui incomberait au mandaté, du fait qu'un tel devoir serait intrinsèque au mandat de l'administrateur<sup>159</sup>. Ce devoir de discrétion est désormais reconnu unanimement par la doctrine et a été consacré à maintes reprises par la jurisprudence depuis lors<sup>160</sup>. En outre, il faut également considérer que cette obligation s'applique pour toutes les informations qui sont portées à la connaissance de l'administrateur durant son mandat<sup>161</sup>.

Par ailleurs, le développement exponentiel de la *soft law* ces dernières années n'a inévitablement pu que prendre en compte ce devoir de discrétion des administrateurs. C'est ainsi que le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009 tient compte de l'importance de conserver des informations confidentielles au sein de la société. C'est le troisième principe de bonne gouvernance qui va consacrer une telle nécessité par un adage simple de forme, mais lourd de sens : « *tous les administrateurs font preuve d'intégrité et d'engagement* »<sup>162</sup>. Dans la continuité de ce principe, le Code précise encore que « *les administrateurs ne peuvent pas utiliser l'information reçue en leur qualité d'administrateur à des fins autres que l'exercice de leur mandat* »<sup>163</sup>. On observe ici une volonté de militer en faveur d'une non-divulgence des informations confidentielles par l'administrateur.

Le Code va encore pousser plus loin la recommandation puisque la ligne de conduite rattachée à ce dernier point énonce que « *les administrateurs sont tenus de traiter avec prudence l'information confidentielle qu'ils reçoivent en leur qualité d'administrateur* ». La notion d'information confidentielle est ici expressément citée, et l'on recommande aux administrateurs de faire preuve de prudence dans l'utilisation de celle-ci. Notons tout de même que ces recommandations relèvent d'un élément de *soft law*, ce qui n'a évidemment pas la même force contraignante qu'un texte législatif, puisque ces règles ne sont pas impératives, et la société pourra ne pas les prendre en compte pour autant qu'elle le notifie dans son rapport de gestion<sup>164</sup>. Ces diverses recommandations laissent toutefois entrevoir une volonté de la part des entreprises se conformant au Code belge de gouvernance d'entreprise d'agir au niveau de la confidentialité des informations. Nous pouvons donc

---

<sup>159</sup> B., TILLEMANS, « L'obligation au secret et à la discrétion des administrateurs des sociétés », *J.T.*, 1993, p. 549. ; H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larciér, 2014., p. 183

<sup>160</sup> Trib. Civ. Gand, 13 janvier 1990, *T.R.V.*, 1992, p. 325. ; O., CLEVENBERGH, « La communication d'information confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, p. 119.

<sup>161</sup> B. FERON et J. MEUNIER, « La double-casquette de l'administrateur de la société anonyme », *J.T.*, 2000, p. 697.

<sup>162</sup> Principe n°3 du Code belge de gouvernance d'entreprise 2009.

<sup>163</sup> Point 3,4 du Code belge de gouvernance d'entreprise 2009.

<sup>164</sup> Conformément à l'approche « *comply or explain* » établie au 4ème point du préambule du Code belge de gouvernance d'entreprise.

en conclure qu'une prise de conscience s'effectue actuellement, au sein même des entreprises, pour que des mesures en faveur de la protection des informations soient adoptées.

Il est toutefois possible que les statuts de la société nous offrent un autre angle d'attaque<sup>165</sup>. Ces statuts de la société, que l'on pourrait qualifier de véritables lignes directrices de celle-ci, peuvent en effet se charger eux-mêmes de baliser le terrain de la confidentialité. Il est dès lors possible qu'ils puissent astreindre les administrateurs à diverses obligations particulières quant à la détention d'informations confidentielles dans l'exercice de leur mandat. Les statuts peuvent également contenir diverses modalités et procédures en ce qui concerne la transmission de ces informations aux tiers. La société a donc la possibilité de mettre en œuvre des mesures de protection, ou du moins d'intensifier celle-ci via ses statuts.

Bien évidemment, toute une série d'obligations contractuelles visant une certaine confidentialité incombent également à la société en vue de la bonne conduite de ses affaires. Ainsi, une société contracte couramment des obligations portant sur la confidentialité d'opérations qu'elle entreprend. Seront plutôt visées ici des obligations propres à l'opération entreprise. Dans cette optique, nous pouvons considérer qu'une due diligence réalisée par l'acheteur potentiel dans le cadre d'une opération d'acquisition d'une société s'inscrit totalement dans ce cas de figure. Dans la pratique, nous visons ici tant la société acheteuse que les personnes physiques ayant accès aux informations échangées. En ce qui concerne les administrateurs, il est dès lors évident que cette obligation de confidentialité particulière vient se greffer sur le devoir général de discrétion<sup>166</sup>. Il convient donc dans ce cas de bien distinguer les deux volets d'une situation particulière telle la due diligence. En effet, si l'obligation générale de discrétion des administrateurs continue bien évidemment à s'appliquer de manière traditionnelle, l'obligation contractuelle de confidentialité particulière à l'opération, peut fortement varier d'une opération à l'autre, notamment au niveau de sa durée, de sa portée ou encore des exceptions que les cocontractants ont établies. L'obligation contractuelle viendra alors compléter, renforcer, façonner ce devoir de discrétion de l'administrateur. Ajoutons finalement à cela l'obligation de confidentialité contenue par un contrat de travail si l'administrateur en question est un administrateur exécutif<sup>167</sup>.

Nous pouvons alors synthétiser la situation par l'affirmation que si le devoir de discrétion est

---

<sup>165</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 182 et 183.

<sup>166</sup> H., CULOT, *op. cit.*, p. 181.

<sup>167</sup> Voir *supra*, Chapitre 2.

incontesté dans le chef de l'administrateur, celui-ci reste cerné d'obligations portant sur la confidentialité des informations qu'il détient, que ce soit par les statuts de la société, la mise en place de mécanismes de *soft law*, ou encore diverses obligations contractuelles.

## Sous-section 2 : Limites

Une reconnaissance doctrinale et jurisprudentielle en faveur du devoir de discrétion de l'administrateur est donc consacrée. Il convient cependant de nuancer cette affirmation pourtant unanimement reconnue. Il existe des cas où le principe de discrétion trouvera à être modéré, voire même anéanti dans certaines situations. Dans ce sens, nous pouvons citer à titre exemplatif la conclusion du tribunal de commerce de Bruxelles dans la célèbre affaire « Wagons Lits », on ne peut arriver à la mise en parenthèse du droit à l'information des actionnaires par le principe de discrétion<sup>168</sup>. Nous nous concentrerons sur deux limites principales du devoir de discrétion à savoir l'intérêt social et les obligations légales. Nous aborderons également le cas particulier des *corporate opportunities*.

### a) Intérêt social

Tenu d'un devoir de loyauté envers la société, l'administrateur se doit de prendre ses décisions dans l'intérêt de celle-ci, ce qui se traduit par la mise en avant des intérêts de la société par rapport aux siens<sup>169</sup>. On entend donc ici que le conseil d'administration devra agir dans l'intérêt social de la société lorsqu'il entend invoquer son devoir de discrétion<sup>170</sup>. Il semble *a fortiori* établi que le respect de l'intérêt social peut être prétexte à outrepasser le devoir de discrétion et à divulguer l'information. Encore faut-il s'entendre sur la notion vague d'intérêt social. En effet, la question a déjà fait couler beaucoup d'encre. Notre tâche est ici de nous procurer une définition valable de l'intérêt social pour ensuite pouvoir nous intéresser aux conséquences qui résulteraient de l'argument de l'intérêt social dans la divulgation d'informations confidentielles.

Actuellement la notion d'intérêt social est en pleine évolution. Deux conceptions doctrinales sont mises en avant<sup>171</sup>. Pour la première, plus restrictive, l'intérêt social doit être assimilé à l'intérêt de

<sup>168</sup> Prés. Comm. Bruxelles, 25 novembre 1991, *D.A.O.R.*, 1991, p. 114.

<sup>169</sup> X., DIEUX et D., WILLERMAIN, « Les devoirs des dirigeants sociaux, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes », in *Droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 74.

<sup>170</sup> Comm. Anvers, 8 août 1923, *Jur. Port. Anvers*, 1923, p. 368.

<sup>171</sup> F., MAGNUS, « Appréciation des contours de l'intérêt social : regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'intérêt de groupe et d'avantages anormaux ou bénévoles », *Rev. prat. soc.*, 2011, pp. 330 à 344.

tous les *shareholders*. L'intérêt des *shareholders* doit se comprendre comme étant l'intérêt de tous les possesseurs de parts sociales, soit les actionnaires de la société<sup>172</sup>. L'autre conception de l'intérêt social, plus extensive, revient à considérer que cet intérêt correspond à celui de tous les *stakeholders*. Il faut comprendre par là, que les *stakeholders* sont les « détenteurs d'enjeux »<sup>173</sup>, toutes personnes ayant un intérêt avec la société. La tendance actuelle considère que la notion large l'emporte sur la conception restrictive. L'intérêt social doit donc être compris comme étant l'intérêt de la société comme figure juridique autonome, qui prend en compte l'intérêt des actionnaires, et également celui de toutes les parties prenantes<sup>174</sup>. Ce que nous pouvons par contre affirmer, c'est qu'au vu de la diversité des obligations d'information, tous les *stakeholders* ne disposeront pas d'un droit égal à l'information, droit qui variera en fonction de leur qualité et de leur nature<sup>175</sup>.

Les décisions collégiales du conseil d'administration sont censées refléter de ce fait l'intérêt social, ce qui se traduit par exemple par les procédures en cas de conflit d'intérêts<sup>176</sup>. La société détient donc les informations, et ce sera au conseil d'administration de décider si celles-ci devront être dévoilées, ou non<sup>177</sup>. Ce qu'il faut retenir de ces enseignements pré-exposés, c'est que la frontière entre une information confidentielle et une information non-confidentielle est mince et soumise aux aléas de la subjectivité et des cas d'espèces. C'est le conseil d'administration réunit collégalement qui est habilité à définir les informations qui ne doivent pas être divulguées aux tiers, et ce, selon l'argument de l'intérêt de la société<sup>178</sup>. Ainsi, nous pouvons affirmer que l'intérêt social est une raison légitime à la divulgation d'informations par un administrateur<sup>179</sup>. C'est par cette couverture qu'il sera dès lors possible de pouvoir procéder à un échange d'informations, notamment dans le cas d'une due diligence. En effet, il sera généralement considéré qu'une due diligence rentrera dans le cadre de l'intérêt général de la société-cible, car il est logique que, quelle que soit l'opération effectuée, la décision d'entreprendre cette dernière aura été votée préalablement de manière collégiale par le conseil d'administration.

---

<sup>172</sup> F., MAGNUS, « Appréciation des contours de l'intérêt social : regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'intérêt de groupe et d'avantages anormaux ou bénévoles », *Rev. prat. soc.*, 2011, p. 331.

<sup>173</sup> Traduction littérale.

<sup>174</sup> F., MAGNUS, *op. cit.*, p. 343.

<sup>175</sup> O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, « II – L'information dans la vie des sociétés » in *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 73.

<sup>176</sup> Article 523 du Code des sociétés.

<sup>177</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 189.

<sup>178</sup> B., TILLEMANS, « L'obligation au secret et à la discrétion des administrateurs des sociétés », *J.T.*, 1993, pp. 549 et s.

<sup>179</sup> R., PRIOUX, *L'information légale des associés des SA, SPRL, et SCRL*, Kluwer, 2012, p. 39.

## b) Les obligations légales d'information

La tendance actuelle est à l'accroissement de la transparence en droit de société<sup>180</sup>. C'est pour cela que le législateur a lui-même mis en place toute une série d'obligations légales d'informations. Devant ces obligations, le devoir de discrétion des administrateurs se voit rangé au second plan. Nous allons analyser certaines de ces obligations. Ainsi, nous trouvons dans ces obligations de transparence, ce que nous pourrions qualifier d'informations périodiques, d'informations occasionnelles et les autres informations dues à une situation particulière<sup>181</sup>.

Au niveau des informations périodiques, nous retrouverons notamment l'obligation de publication des résultats de la société et en particulier des comptes annuels et du rapport de gestion<sup>182</sup>. La pratique va même plus loin que cette simple obligation de publication, puisque la *soft law* a, quant à elle, opté en faveur de la publication d'un document GE, complémentaire afin d'offrir une description des comptes<sup>183</sup>. Le droit européen reconnaît par ailleurs la responsabilité des dirigeants quant à ces publications<sup>184</sup>.

Par rapport aux informations devant être divulguées de manière occasionnelle, nous ne citerons que le cas de l'information privilégiée que nous avons analysée au chapitre précédent. Nous rappelons donc simplement ici que l'article 17 du règlement n°596/2014 sur les abus de marché recommande la publication « *dès que possible* » d'une telle information, et énonce malgré tout certaines exceptions<sup>185</sup>.

En ce qui concerne les « autres informations », nous pouvons notamment citer la déclaration de franchissement de seuils, ainsi que la publication d'un prospectus en matière d'OPA. En effet, la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, impose à toute personne, physique ou morale, de déclarer à la FSMA qu'elle possède plus de 5% du total des droits de vote attachés à un titre ainsi que lorsqu'elle dépasse les 10%, 15%, 20%, etc. du total des droits de vote attachés à un

---

<sup>180</sup> X., DIEUX, *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 455.

<sup>181</sup> J-L., DEVOGELE, « L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information : droit d'investigation et devoir de discrétion », *D.A.O.R.*, 2007, n°81, pp. 78 à 86.

<sup>182</sup> Articles 92 et 95 du Code des sociétés.

<sup>183</sup> Annexe F du Code belge de gouvernance d'entreprise.

<sup>184</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

<sup>185</sup> Voir supra, Chapitre 3.

titre<sup>186</sup>. En cas d'offre publique d'acquisition, il est d'application commune qu'un prospectus doit être communiqué par l'acquéreur potentiel à la FSMA, qui rendra ensuite ce prospectus public<sup>187</sup>. La tendance est donc à une atténuation de ce devoir de discrétion en cas d'obligation légale d'information<sup>188</sup>.

### c) Les corporate opportunities

Comme nous venons de l'analyser, une société est reconnue comme étant capable de détenir des informations. Un corollaire indispensable est donc qu'une autre personne ne peut en principe pas utiliser ou transmettre ces informations. Mais il est utile de préciser que ce devoir de discrétion s'attache aux informations confidentielles détenues par la société, et non aux informations que l'administrateur obtient en dehors de ses fonctions<sup>189</sup>. Ce qui pourrait ici arriver, c'est que l'administrateur, dans le cadre de sa fonction, puisse faire face à des opportunités d'affaires. La théorie des *corporate opportunities* est une théorie provenant du droit américain ayant pour objet la répartition des opportunités d'affaire entre une société et ses administrateurs. Elle est consacrée sommairement par le Code des sociétés, au sein de la relation entre une société-mère et sa filiale, qui décrit la situation lorsque « *la société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché visé à l'article 4 indique dans son rapport annuel les limitations substantielles ou charges que la société mère lui a imposées durant l'année en question, ou dont elle a demandé le maintien* »<sup>190</sup>.

Deux enseignements importants peuvent être dégagés de cette théorie : l'administrateur doit toujours faire prévaloir l'intérêt social sur son intérêt propre, et il ne peut profiter de sa position privilégiée au sein de la société pour obtenir un avantage par rapport à cette société<sup>191</sup>.

Ainsi, il est possible que la société entreprenne une due diligence en vue d'une éventuelle acquisition et qu'au terme de cet examen de due diligence, la société se rétracte. L'administrateur, qui aurait alors pu bénéficier de diverses informations sur la société-cible, serait dès lors en droit de

---

<sup>186</sup> Article 1 de la loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989.

<sup>187</sup> Article 14 de l'Arrêté Royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications de contrôle des sociétés, *M.B.*, 5 décembre 1989.

<sup>188</sup> B., TILLEMANN, « L'obligation au secret et à la discrétion des administrateurs des sociétés », *J.T.*, 1993, p. 551.

<sup>189</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larquier, 2014, p. 177.

<sup>190</sup> Article 524 §7 du Code des sociétés ; D., WILLERMAIN, « Les corporate opportunities », *T.B.H.*, 2005/5, p. 474.

<sup>191</sup> D., WILLERMAIN, *op. cit.*, p. 463.

pouvoir exploiter personnellement cette opportunité au nom du désintéressement de la société dont il est administrateur<sup>192</sup>. L'administrateur utiliserait donc ici implicitement les informations auxquelles il a été confronté durant la due diligence pour prendre sa décision et ce cas semble être accepté dans la pratique. Selon Didier Willermain, l'administrateur devrait néanmoins demander l'accord du conseil d'administration pour exploiter l'opportunité. Il est par ailleurs de conception commune que la nature de l'intensité de la relation de l'administrateur avec la société donne lieu à une application de ces règles avec géométrie variable<sup>193</sup>. En effet, la situation des administrateurs indépendants, exécutifs ou non-exécutifs aura tendance à être appréciée différemment car leurs relations avec la société n'ont pas le même degré d'intensité.

Nous observons ici que l'intérêt de la société joue également un grand rôle au sein de cette théorie et qu'une décision collégiale du conseil d'administration sera la bienvenue pour déterminer si une information pourra être divulguée ou non. Il va néanmoins sans dire qu'une information privilégiée concernant la société-cible ne pourra être divulguée, ou utilisée par l'administrateur désirant saisir l'opportunité d'affaire à laquelle il est confronté, même si son conseil d'administration lui autorise à saisir l'opportunité. La législation sur les abus de marché ne pourra être outrepassée, l'administrateur voulant saisir une opportunité d'affaire y sera toujours confronté et devra composer avec.

### Section 3 : Le devoir de discrétion dans une due diligence

Il est désormais temps de rassembler l'ensemble des concepts que nous venons d'analyser tour à tour. Dans ce sens, nous nous situons donc dans l'examen de due diligence durant la phase de négociation d'une opération d'acquisition d'une société cotée, et c'est durant cette phase de due diligence que vont circuler une multitude d'informations dont certaines peuvent être considérées comme privilégiées. Il nous incombe ici de déterminer comment les administrateurs vont-ils gérer ce flux d'informations privilégiées dont la confidentialité est bien souvent une condition *sine qua non* de l'opération ?

#### Sous-section 1 : Position de l'administrateur de la société vendeuse

Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, la tenue d'une due diligence n'est pas incompatible avec la législation sur les abus de marché. Dans ce sens, nous pouvons considérer les

<sup>192</sup> D., WILLERMAIN, « Les corporate opportunities », *T.B.H.*, 2005/5, p. 470.

<sup>193</sup> X., DIEUX et D., WILLERMAIN, « Les devoirs des dirigeants sociaux, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes », in *Droit des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 69.

sondages de marché comme un régime d'exception au sein de la législation actuelle, qui débouche sur une transmission licite d'informations privilégiées<sup>194</sup>. Dès lors, le conseil d'administration de la société-cible aura à cœur de s'assurer que toutes les conditions de l'article 11 du nouveau règlement sont réunies<sup>195</sup>. Cela ne s'arrête cependant pas aux seules conditions de l'article 11. En effet, dès lors que la société-cible procède à un sondage de marché, diverses obligations entre en jeu. C'est ainsi que la société-cible se verra contrainte d'informer spécifiquement l'acheteur potentiel que celui-ci est susceptible de recevoir des informations privilégiées<sup>196</sup>. L'acheteur potentiel devra ensuite consentir à cette information. Nous observons ici que l'accent est mis sur une volonté d'anéantir toute discussion quant à l'évaluation du caractère privilégié des informations, ce qui plaide en faveur d'une volonté d'accroître la sécurité juridique sur ce point. Nous notons donc l'existence d'un premier devoir de la société-cible, et plus précisément de son conseil d'administration, d'établir l'éventuel caractère privilégié des informations qu'elle s'apprête à transmettre à un acquéreur potentiel.

Cependant, le règlement ne s'arrête pas là. Le considérant 35 ajoute à bon escient que la mise en place de « mesures raisonnables » concernant la confidentialité des informations privilégiées échangées doit être établies par les parties. La notion de confidentialité échafaudée contractuellement par les parties prend alors tout son sens. L'insertion d'obligations contractuelles de confidentialité contraignantes dans les documents préliminaires à l'opération est donc, non seulement indispensable à la bonne tenue de cette opération comme nous l'avons vu au chapitre deux, mais également rendue obligatoire par le règlement lui-même. Nous pouvons ici avancer que si la divulgation d'information privilégiée est licite dans le cadre des sondages de marché, celle-ci ne doit certainement pas s'entreprendre à la légère et la société-cible devra satisfaire à de nombreuses conditions et obligations, notamment en garantissant la confidentialité des informations par des « mesures raisonnables ». Nous sommes d'avis que de telles mesures peuvent totalement s'apparenter à la lignée des mesures de protection décrites au chapitre deux. Remarquons également que la confidentialité d'une information privilégiée ne vise pas seulement à la protection de la société qui les transmet, mais bel et bien à la protection du marché dans son entièreté, d'où ce besoin accru de confidentialité.

Outre les obligations d'information et de confidentialité, c'est au conseil d'administration de la

---

<sup>194</sup> Voir supra, Chapitre 3, Section 2.

<sup>195</sup> Voir supra, Chapitre 3, Section 2.

<sup>196</sup> Considérant (35) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché. ; Pour les critères de l'information privilégiée voyez supra, chapitre précédent.

société-cible que reviendra également la tâche de déterminer quelles informations privilégiées devront être communiquées à l'acheteur potentiel, qui n'est autre qu'un tiers par rapport à la société vendeuse. Notons toutefois que cette dernière étape est malheureusement rarement effectuée dans la pratique. Pour synthétiser les principes abordés, nous rappelons tout d'abord le principe de bonne foi débouche sur une obligation pour la société-cible d'informer correctement l'acheteur potentiel<sup>197</sup>. Nous nous souvenons également du devoir de discrétion qui incombe aux administrateurs et qui invite ces derniers à tenir confidentielles les informations sensibles concernant la société<sup>198</sup>. Il convient dans ce cas-ci de réconcilier ces deux obligations divergentes. Il est de notre avis que c'est dans les limites du devoir de discrétion que nous trouverons matière à opérer cette réconciliation. Ce critère de réconciliation correspond à l'intérêt social de la société vendeuse. C'est à partir de cet intérêt social de la société-cible que nous pourrons déterminer si les informations privilégiées devront être divulguées à l'acquéreur ou non. Nous gardons ici à l'esprit que l'intérêt social d'une société est censé se refléter dans les décisions de son conseil d'administration<sup>199</sup>. Il en découle qu'une décision du conseil d'administration portant sur les informations privilégiées à transmettre paraît donc inévitable pour contourner le devoir de discrétion des administrateurs et simultanément s'aligner sur l'obligation générale d'information. Au delà de cette démarche, l'évaluation du caractère privilégié et de la mise en place de mesure de confidentialité devront bien sûr toujours être établis par le conseil d'administration également.

Au terme de l'analyse de la position d'un administrateur d'une société vendeuse nous ne pouvons que constater la lourdeur du processus de communication d'une information privilégiée au cours d'une due diligence. Si le sondage de marché semble bel et bien permettre cette communication, les conditions auxquelles il est soumis ne sont pas négligeables et demandent beaucoup de temps là où la rapidité demeure essentielle aux opérations d'acquisition de société. Parallèlement à cela, le conseil d'administration se verra contraint de jongler avec de nombreux grands principes de droit des sociétés dont les contours ne sont pas toujours faciles à déterminer.

## Sous-section 2 : Position de l'administrateur de la société acheteuse

De l'autre côté de l'opération se trouve l'administrateur de la société qui compte acquérir la société-cible. Il est à notre avis évident que l'acquéreur potentiel devra collaborer à l'obligation d'établir des

<sup>197</sup> Voir supra, Chapitre 1.

<sup>198</sup> Voir supra, Chapitre 4, section 2.

<sup>199</sup> J-L., DEVOGELE, « L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information : droit d'investigation et devoir de discrétion », *D.A.O.R.*, 2007, n°81, p. 75. ; B., TILLEMANN, « L'obligation au secret et à la discrétion des administrateurs des sociétés », *J.T.*, 1993, p. 551.

mesures raisonnables quant à la confidentialité des informations échangées, obligation renforcée par le devoir de discrétion des administrateurs de la société acheteuse. Outre cette obligation de confidentialité, le règlement n°596/2014 sur les abus de marché ajoute une obligation pour les « *investisseurs potentiels* ». Il est dans ce sens précisé que, lorsque les informations leurs sont divulguées, l'acquéreur potentiel est tenu de procéder à l'examen de ces-dites informations, afin de déterminer si celles-ci correspondent à des informations privilégiées au sens du règlement<sup>200</sup>. Il est également précisé que l'AEMF publiera prochainement des lignes directrices pour préciser plus étroitement les obligations qui incombent aux acquéreur potentiels.

En outre, il est par ailleurs logique que l'acquéreur ayant reçu les informations reste soumis à la législation sur les abus de marché et ne peut procéder à une opération d'initié ou à une divulgation illicite à partir de ces informations. Dès lors, l'examen de l'information selon les critères pré-exposés devient indispensable à l'acquéreur potentiel pour savoir s'il est en droit d'utiliser ces informations ou de les divulguer à son tour à une tierce personne.

Nous concluons simplement ici que le législateur a cru bon de renforcer le contrôle de l'information dans l'évaluation du caractère privilégié. Nous pouvons y voir une volonté d'atténuer et de combattre la forte subjectivité de ces critères. Quoiqu'il en soit, les administrateurs de la société acheteuse devront manier avec une grande précautions les informations qui leurs sont divulguées, et ce tout particulièrement lorsque ces informations sont privilégiées.

#### Section 4 : L'information des actionnaires

Une autre catégorie d'acteurs, cette fois externe à la société, peut être susceptible de se retrouver confrontée à une information privilégiée. En effet, les actionnaires entrent en possession de nombreuses informations concernant la société, et ce de manière égale, en vertu de l'égalité des actionnaires. Il est donc de notoriété commune qu'un principe d'égalité des actionnaires devant l'information prévaut lorsque l'on touche aux marchés financiers<sup>201</sup>. Procédure en cas d'OPA, mesures de transparence en cas de franchissement de seuils, en passant par une information périodique des sociétés, le législateur a pris de nombreux engagements en faveur d'une information afin de préserver cette égalité des actionnaires, et en particulier les actionnaires minoritaires. C'est d'ailleurs dans cette optique que s'est inscrite la législation réprimant les abus de marché<sup>202</sup>.

<sup>200</sup> Considérant (36) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>201</sup> Y., DE CORDT, « L'égalité entre actionnaires - n°6881 », *Rev. prat. soc.*, 2003/2, p. 121.

<sup>202</sup> Voir supra, Chapitre 3.

Mais cette recherche d'égalité, auto-proclamée comme essentielle par le législateur, semble cependant rester soumise aux lois du marché ainsi qu'à la diversité des intérêts de chacun. Ainsi, il est évident que l'objectif d'un puissant holding voulant développer l'activité d'une société en prenant le contrôle de celle-ci ne sera pas le même qu'un petit actionnaire lambda voulant simplement arrondir ses fins de mois. Dès lors, les moyens humains et logistiques différents ainsi que les relations professionnelles viendront, dans la pratique, affecter, façonner, ce sacro-saint principe d'égalité. Le professeur Yves De Cordt résume, à raison, la situation actuelle comme suit : « *L'égalité entre actionnaires est une réalité contrastée, une vérité nuancée : elle existe dans certaines circonstances qu'il faut s'empresse de préciser, mais elle n'est pas, loin s'en faut, la seule réalité* »<sup>203</sup>. C'est dans ce climat de recherche d'équilibre forcé par une tendance toujours plus marquée en faveur d'une transparence accrue qu'il reviendra à la société d'assumer la lourde tâche d'informer ses actionnaires.

#### Sous-section 1 : Le droit d'information des actionnaires

L'actionnaire étant possesseur d'une fraction des parts sociales de la société, c'est tout naturellement qu'il voudra avoir accès aux informations qui le concernent. Depuis bien longtemps, le législateur a compris cet intérêt et concède un droit à l'information, certes limité, à l'actionnaire. La position de l'actionnaire est toutefois parfois confuse car il peut être débiteur d'information, comme l'exige la loi sur la transparence, et également créancier dans de nombreux cas<sup>204</sup>.

Nous pouvons citer comme illustration du droit à l'information de l'actionnaire, l'article 540 du Code des sociétés. En effet, lors de l'assemblée générale, il est reconnu à tout actionnaire le droit de poser des questions aux administrateurs. Cet article pose cependant deux limites assez restrictives : les questions posées doivent concerner les points mis à l'ordre du jour et les administrateurs peuvent refuser de répondre si : « *la communication est de nature à porter préjudice aux intérêts commerciaux de la société ou aux engagements de confidentialité souscrits par la société ou ses administrateurs* »<sup>205</sup>.

<sup>203</sup> Y., DE CORDT, « L'égalité entre actionnaires - n°6881 », *Rev. prat. soc.*, 2003/2, p. 129.

<sup>204</sup> Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989. ; O., CAPRASSE, J., CATTARUZZA, F., DE BAUW, Y., DE CORDT, M., DE WOLF, L., CULOT, M., FYON, S., HIRSCH, G., PARISIS, E., POTTIER, et G., STEVENS, « II – L'information dans la vie des sociétés » in *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010, p. 69.

<sup>205</sup> Article 540 §1 du Code des sociétés.

D'autres moyens d'informer les actionnaires sont mentionnés dans le Code des sociétés, on pense notamment à la publication des comptes annuels ainsi qu'à la procédure de contrôle<sup>206</sup>. De plus, les sociétés cotées sont soumises à des obligations informationnelles supplémentaires<sup>207</sup>. Nous pouvons dès lors résumer que tout actionnaire dispose d'un droit à l'information sur la société dont il détient des parts sociales. Cependant, comme pour le cas de l'administrateur, ce droit se trouve être limité par l'intérêt de la société, à l'instar du devoir de discrétion de l'administrateur, et notamment lorsque l'information demandée porte sur un engagement de confidentialité pris par la société. Lors d'un examen de due diligence, il est évident que les informations transmises font l'objet d'un accord de confidentialité et que la tenue d'un tel examen est gardée confidentielle. Il est donc peu probable, voir même quasi impossible, que la tenue d'une due diligence soit dévoilée à un actionnaire par les moyens classiques dont ce dernier dispose pour obtenir des informations et ce, malgré le droit à l'information reconnu à ce dernier.

Il est en outre possible d'assister à une extension de ce droit d'information des actionnaires. Ces extensions peuvent revêtir diverses expressions. Une première extension peut s'exprimer au travers des statuts de la société. Les statuts comporteront alors des dispositions se traduisant par des obligations d'informations à divers moments. Le règlement d'ordre intérieur peut également prendre en compte une obligation renforcée d'information envers les actionnaires<sup>208</sup>. Une autre extension au droit d'information pourrait résulter d'une convention d'actionnaires, toujours avec la limite de l'intérêt social<sup>209</sup>. Cela pourra s'exprimer par une clause d'information renforcée intégrée à la convention<sup>210</sup>.

Enfin, la mesure la plus efficace pour renforcer l'information d'un actionnaire reste l'intégration d'un représentant de ce dernier au conseil d'administration de la société. Il convient de creuser plus en profondeur au niveau de cette extension particulière, chose que nous nous efforcerons de faire au point suivant.

---

<sup>206</sup> Articles 64 et suivants du Code des sociétés.

<sup>207</sup> X., DIEUX, *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 463.

<sup>208</sup> R., PRIOUX, *L'information légale des associés des SA, SPRL, et SCRL*, Kluwer, 2012, p. 31.

<sup>209</sup> Article 551 §1 du Code des sociétés.

<sup>210</sup> R., PRIOUX, *op.cit.*, p. 31.

## Sous-section 2 : L'administrateur représentant un actionnaire

La question qui vient maintenant se poser est le cas d'un actionnaire qui est en droit de placer un de ses représentants au sein du conseil d'administration. Ce représentant de fait se trouve en effet en porte-à-faux entre l'actionnaire, sans qui il ne se retrouverait pas au conseil d'administration, et la société, vis-à-vis de laquelle il remplit la fonction d'administrateur avec toutes les obligations et devoirs que cela implique. Il est bien évidemment établi que cet administrateur aura accès à toutes les informations que possède la société<sup>211</sup>.

Le législateur semble porter attention à ces situations. Nous observerons par exemple que, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, la loi tend à reconnaître cette position particulière de l'administrateur représentant de fait. L'article 28 §1 et 2 de l'arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition mentionne ainsi brièvement que ces représentants de fait sont tenus de se comporter conformément au mémoire en réponse rendu par le conseil d'administration.

En outre, la question capitale qui s'annonce ici est celle de savoir si les administrateurs représentant de fait sont tenus du devoir général de discrétion envers l'actionnaire qui les « a placé » au conseil d'administration. La tendance majoritaire de la doctrine montre un engouement en faveur d'un pragmatisme particulier quant à cette situation<sup>212</sup>. Dans cette optique, malgré le devoir de loyauté de l'administrateur<sup>213</sup>, il est évident que dans la pratique, une transmission d'information entre l'actionnaire et son représentant de fait a bel et bien lieu, car c'est l'objectif principal pour l'actionnaire lorsqu'il place une personne au sein du conseil d'administration<sup>214</sup>. Pierre Van Ommeslaghe ajoute à bon sens qu'« *il résulte de cette situation une autorisation tacite de porter à la connaissance des mandants (soit les actionnaires) des administrateurs en cause des éléments d'information nécessaires pour leur permettre de se faire une opinion sur les décisions prises par le conseil d'administration et sur les positions à adopter, dans l'intérêt social bien entendu, par ces administrateurs lors des délibérations futures* »<sup>215</sup>.

---

<sup>211</sup> R., PRIOUX, *L'information légale des associés des SA, SPRL, et SCRL*, Kluwer, 2012, p. 31.

<sup>212</sup> B. FERON et J. MEUNIER, « La double-casquette de l'administrateur de la société anonyme », *J.T.*, 2000, p. 697.

<sup>213</sup> D., WILLERMAIN, « Les corporate opportunities », *T.B.H.*, 2005/5, p. 462.

<sup>214</sup> H., CULOT, « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, p. 190. ; O., CLEVENBERGH, « La communication d'informations confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cadre des sociétés cotées », *D.A.O.R.*, 2005, p. 137. ; B. FERON et J. MEUNIER, « La double-casquette de l'administrateur de la société anonyme », *J.T.*, 2000, p. 697.

<sup>215</sup> P., VAN OMMESLAGHE, « L'acquisition de contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges R.O. Dalcq*, Larcier, Bruxelles, 1994, p. 601.

Mais cela n'est-il pas en confrontation avec le principe même de l'égalité des actionnaires ? La question a lieu d'être posée. Nous pouvons cependant considérer qu'un actionnaire plaçant un administrateur au conseil d'administration dispose d'une partie conséquente du capital de celle-ci, et agit de ce fait dans son intérêt, qui est *de facto* celui de la société. Nous pouvons dès lors envisager dans une certaine mesure que l'échange d'informations dans cette hypothèse a lieu dans l'intérêt d'une meilleure gestion de la société<sup>216</sup>.

Transmission d'informations sensibles, oui, mais qu'en est-il de la transmission d'informations privilégiées ? Il est évident que la qualité d'administrateur représentant de fait n'a pas pour objet d'écarter la législation relative au délit d'initié. Cependant nous pouvons probablement ici nous engouffrer dans la brèche du « *cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou d'une fonction* »<sup>217</sup>. En effet, la doctrine semble s'accorder sur le fait que la transmission d'information privilégiée par un administrateur à l'actionnaire qu'il représente rentre dans le domaine de la fonction de l'administrateur<sup>218</sup>.

### Sous-section 3 : L'utilisation et la communication des informations par l'actionnaire

Que peut faire l'actionnaire des informations qu'il a reçues ? La réponse diverge en fonction du mode d'acquisition de cette information. Il apparaît qu'une information reçue dans l'hypothèse de l'article 540 du Code des sociétés, c'est-à-dire dans le cadre d'une question-réponse lors de l'assemblée générale, peut généralement être transmise librement étant donné que cette information ne répond plus aux critères de l'information privilégiée en ce qu'elle est dès lors bien devenue publique, à condition toutefois qu'elle figure dans le procès-verbal de l'assemblée générale. Si l'existence d'une due diligence est dès lors mentionnée à cette occasion, cette information pourra être transmise par les actionnaires à des tiers.

Mais qu'en est-il lorsqu'un actionnaire, rentré en possession d'une information privilégiée utilise ou communique cette dernière ? Premièrement, l'actionnaire devra en effet vérifier au cas par cas si les conditions sont réunies quant à la qualification de ladite information en information privilégiée au

---

<sup>216</sup> O., CLEVENBERGH, « La communication d'informations confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cadre des sociétés cotées », *D.A.O.R.*, 2005, p. 137.

<sup>217</sup> Considérant (35) du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

<sup>218</sup> O., CLEVENBERGH, « La communication d'informations confidentielles dans le cadre des due diligence, en particulier dans le cadre des sociétés cotées », *D.A.O.R.*, 2005, p. 137. ; P., VAN OMMESLAGHE, « L'acquisition de contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges R.O. Dalcq, Larcier*, Bruxelles, 1994, pp. 601 et s.

sens de la législation sur les abus de marché. Si une telle qualification est avérée, il est dès lors logique que la réglementation sur les abus de marché sera d'application.

Ainsi, en ce qui concerne tout d'abord la communication, il est évident que l'actionnaire ne pourra à son tour la transmettre à un tiers sans s'exposer à la législation sur les abus de marché. Si tel est le cas, l'article 10 du règlement n°596/2014 qui concerne la divulgation illicite d'information privilégiée sera d'application et l'actionnaire y sera dès lors soumis. En ce qui concerne l'exception qui ressort de « *l'exercice normal du travail, d'une profession ou de fonctions* », on voit difficilement ici comment l'actionnaire pourrait communiquer ces informations sous couvert de l'exception. En ce qui concerne à présent l'utilisation de ladite information dans son propre intérêt, là aussi la législation plaide en faveur de la non-utilisation de celle-ci. Dans le cas contraire, l'actionnaire se rendra coupable d'une opération d'initié selon l'article 8 du règlement sur les abus de marché et s'exposera aux sanctions administratives et pénales d'application<sup>219</sup>.

---

<sup>219</sup> Voir supra, Chapitre 3.

## Conclusion

Au terme de notre travail, nous sommes désormais convaincus de la juste *ratio legis* de la législation en matière d'abus de marché. Il demeure néanmoins qu'un certain scepticisme reste présent dans notre esprit en ce qui concerne divers points abordés. En effet, nous avons pu nous apercevoir, dès le commencement de cette analyse, que de nombreux manquements d'ordre législatif ne faciliteraient pas l'étude de la problématique qui fut la nôtre.

Nous avons pu tout d'abord observer que la due diligence constitue une étape essentielle quant aux opérations de grandes envergures, telle une acquisition, menées par les sociétés. Les contours même du contexte dans lequel nous avons évolué au cours de ce travail, ne sont cependant pas clairement définis par le législateur. Et quelle ne fût pas notre surprise lorsque nous nous sommes rendu compte qu'aucune législation spécifique ne traitait *in fine* de la due diligence elle-même. Certes, la variété des types et autres formes de la due diligence, ne facilite pas l'édification d'une telle législation. Il nous semblerait néanmoins intéressant d'en rassembler, sous une base commune, probablement à partir d'une définition unique, les caractéristiques générales afin de réguler cette opération qui semble en avoir bien besoin.

En effet, l'importance des informations échangées au cours de la phase de négociation n'est plus à démontrer. Pour gérer ce flux conséquent d'informations, les parties se voient dès lors généralement forcées de jongler avec un grand nombre de législations particulières et générales pour combler ce vide juridique. Dans cette optique, nous venons d'analyser deux normes générales susceptibles de s'appliquer aux opérations d'acquisition, à savoir les garanties issues du droit de la vente ainsi que l'exigence générale de bonne foi et de loyauté en matière contractuelle. Nous restons cependant conscients que de nombreuses législations peuvent venir se greffer ponctuellement sur cette opération.

C'est face à ce que nous pourrions appeler ce « puzzle législatif » que les parties seront donc confrontées au moment de la mise en place de la due diligence. Cette diversité de sources juridiques constitue cependant à la fois la force et la faiblesse du système : car si cela ne facilite pas la tâche des parties pour élaborer la due diligence, nous concédons tout de même que les parties disposent d'une marge de manœuvre et une flexibilité conséquentes du fait de la diversité de règles législatives mises à leurs disposition. Nous noterons donc qu'un certain vide juridique quant à une

législation spécifique en matière de due diligence existe bel et bien, mais, que pour palier à cette insécurité juridique, de nombreuses règles de droit demeurent à la disposition des parties pour mener leur opération à bien.

De toutes ces règles de droit, c'est probablement le droit des contrats lui-même qui sera le plus à même de donner aux parties la sécurité juridique faisant défaut. Dans ce cadre, nous nous sommes rendu compte que les documents préliminaires présentaient de nombreux avantages et que leur rédaction constituait dans la pratique une étape primordiale. Nous recommandons alors aux parties de se concentrer sur une rédaction claire et précise de ces documents. Clarté et précision, car nous nous sommes également posé la question de l'étendue et de la force contraignante s'attachant aux documents préliminaires pour nous rendre compte que la précision de réaction de ceux-ci avait un réel impact sur leur portée. Les parties devront dès lors s'attarder longuement sur les termes utilisés afin d'éviter toute ambiguïté. Outre les nombreuses garanties pouvant découler de tels documents, ces derniers seront également l'occasion de créer une série d'obligations pour garantir la sécurité et le bon déroulement des négociations.

De tous ces éléments trouvant naissance à ce moment précis, c'est sur l'obligation de confidentialité affectant les informations échangées, que nous avons porté une attention toute particulière. Tout comme pour les documents qui la contiennent, la précision de rédaction d'une clause de confidentialité influencera la portée de celle-ci. Après examen des divers aspects de cette clause, nous en sommes venus à la conclusion que l'efficacité d'une clause de confidentialité tient en fait à son caractère répressif, il sera dès lors opportun d'y associer une clause pénale. Pour qu'elle soit dissuasive, nous recommandons que la clause pénale fasse référence à une réparation importante. L'insertion d'une clause pénale permettra en outre de passer l'étape de la preuve, élément non négligeable quand on observe la difficulté de prouver le non-respect d'une obligation de confidentialité. Nous sommes ainsi d'avis que les parties disposent tout de même d'un certain nombre d'outils quant à la protection des informations échangées lors de la due diligence.

Par ailleurs, soucieux de maintenir un certain degré de discrétion dans les relations de travail, le législateur a édifié une règle générale de confidentialité dans les contrats de travail. C'est dans ce sens que l'article 17, 3° de la loi du 3 juillet 1978 sur les contrats de travail consacre une telle obligation. Les parties se voient ici offrir cette nouvelle source, implicitement insérée dans les contrats de travail, pour maintenir la confidentialité d'un examen de due diligence et des informations qui sont échangées dans ce cadre.

Nous nous sommes cependant rendu compte que l'importance des informations dans la vie des affaires implique qu'une divulgation peut avoir des effets dévastateurs pour la société elle-même dans un premier temps, et pour le marché tout entier si les informations divulguées sont des informations privilégiées. La confidentialité relève donc d'un intérêt primordial, et le législateur l'a bien compris, mettant en place, dès les années 1990, un régime propre à cette matière.

Dans cette législation récemment mise à jour par une nouvelle directive et un nouveau règlement du 16 avril 2014, le législateur européen a choisi de réprimer les opérations d'initiés et la divulgation illicite d'informations privilégiées, et ce, tant pénalement qu'administrativement. La base de cette législation repose sur la définition même de l'information privilégiée. Nous avons toutefois noté que les quatre critères de la définition avancés par l'article 7 du règlement n°596/2014 ne sont certainement pas faciles à établir. Et la cause principale de cette difficulté réside sans nul doute dans la profonde subjectivité quant à l'établissement de ces critères. Il résulte donc de la notion d'information privilégiée de nombreuses approximations et interrogations. Nous avons ainsi pu constater que, malgré les efforts entrepris par le législateur, les instances judiciaires n'ont pas reçu la possibilité de rendre pleinement effective cette législation, ceci principalement dû au fait des errements de la définition d'information privilégiée. Les nouveaux textes législatifs semblent cependant pendre en compte la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, ce qui constitue une avancée, certes restreinte, vers le chemin de la clarté. Nous notons aussi que le socle minimal, en ce qui concerne les peines pénales, mis en place par la nouvelle directive nous paraît salubre bien que nous sommes d'avis que le législateur aurait pu aller encore beaucoup plus loin. Nous concluons donc en affirmant que la réglementation du délit d'initié est bel et bien une réglementation en pleine mutation, destinée à évoluer, et que l'état actuel de la législation constitue une avancée et non une fin.

Il nous apparaît cependant comme indéniable le fait que le risque de délit d'initié lors d'un processus de due diligence existe bel et bien, et ce, malgré les diverses protections évoquées lors du chapitre deux. Le législateur a tenu compte, à bon escient selon nous, de ce besoin informationnel dans sa législation en la matière. C'est ainsi que les comportements légitimes et plus particulièrement les sondages de marché offrent une marge de manœuvre intéressante et bienvenue aux parties, pour procéder à leurs investigations tout en maintenant la possibilité de réprimer d'éventuels manquements si les conditions ne se trouvent pas remplies. C'est dans cet ancrage forgé par le nouveau règlement qu'une opération de due diligence viendra se loger, et pourra se dérouler dans le

chef d'une société cotée. Nous voyons ici toute l'importance d'une telle opération qui est reconnue par le législateur comme n'étant finalement pas moins qu'une exception à la législation sur les abus de marché, lorsque les conditions appropriées sont respectées.

Dans ce cadre, nous nous sommes finalement intéressés au cas des administrateurs des sociétés respectives afin de couvrir le débat complexe concernant la divulgation ou la non-divulgation des informations, en ce notamment les informations privilégiées. C'est au terme de cette analyse que nous nous sommes rendu compte que l'équilibre pouvait parfois être très difficile à trouver pour les parties, tant le contexte dans lequel nous évoluons est délicat. En effet, ce sont ces mêmes parties qui seront quelque peu livrées à elles-mêmes durant l'opération, tant le soutien législatif procuré par le législateur est faible.

C'est finalement en faisant appel à de nombreux principes de droit des sociétés que nous avons pu justifier et établir une certaine feuille de route quant à la communication des informations, en ce compris les informations privilégiées. Ainsi, l'intérêt social de la société semble à notre avis être la solution toute trouvée entre le devoir de discrétion des administrateurs et l'obligation d'information précontractuelle, tout ce débat ayant lieu au sein de l'exception que constituent les sondages de marché en vertu du règlement n°596/2014 sur les abus de marché.

Après une analyse approfondie, nous avons porté notre attention sur la présence d'un droit à l'information des actionnaires d'une société. Mais nous relevons cependant que ce droit à l'information est loin d'être absolu et a parfois même tendance à être appliqué avec une géométrie variable. Ainsi, il sera possible que l'actionnaire, notamment lorsqu'il est représenté au conseil d'administration, entre en possession d'informations potentiellement privilégiées. Comme à chaque fois en présence de telles informations, la prudence reste de mise et l'actionnaire ainsi initié ne pourra pas faire usage de cette information privilégiée comme bon lui semble. Tout actionnaire initié restera dès lors soumis à la législation sur les abus de marché et ne pourra effectuer des opérations d'initiés ou divulguer illicitement les informations privilégiées en sa possession. Il nous paraît difficile en ce point d'établir l'évidence des exceptions offertes par la législation, même si, encore une fois, une analyse au cas par cas sera toujours salutaire et bien souvent indispensable pour établir la marche à suivre.

Au terme de notre étude, nous concluons finalement en indiquant que, si la pratique des affaires apparaît, au premier abord, dénuée de moyens quant à la problématique de l'encadrement de

l'échange d'informations privilégiées lors d'une due diligence, c'est au moyen de grands principes établis par cette même pratique que des solutions pourront être dégagées par les parties pour mener à bien leurs opérations.

## **Bibliographie**

### **Législation**

#### Législation belge :

- Articles 1108, 1226, 1626 et 1641 du Code civil.
- Code belge de gouvernance d'entreprise 2009.
- Articles 64 à 68, 92, 95, 523, 524, 540 et 551 du code des sociétés.
- Loi du 3 juillet 1978 relative aux contrats de travail, *M.B.*, 22 août 1978.
- Loi du 2 mars 1989 relative à la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées en bourse et réglementant les offres publiques d'acquisition, *M.B.*, 24 mai 1989.
- Arrêté Royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications de contrôle des sociétés, *M.B.*, 5 décembre 1989.
- Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.
- Arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, *M.B.*, 3 décembre 2007.

#### Législation européenne :

- « CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse directive », *CESR /02.089d*, décembre 2002, p. 11.
- Directive 2003/6/CE du parlement et du conseil sur les abus de marché.
- Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur

l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

- Directive 2014/57/EU du parlement et du conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

- Règlement n°596/2014 sur les abus de marché du parlement et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

#### Autres législations :

- Article L225-37, al.5 du Code de commerce français.

#### **Doctrine**

AKERLOF, G.A., « The markets for Lemons : quality, uncertainty and the market mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 488-500.

BERGMANS, B., *Inside information and securities trading*, Londres, Graham & Trotman, 1991.

BONNEAU, T., *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2014.

BOULANGER, C., GILSON, S., « L'obligation de secret du travailleur : une vie privée de l'employeur ? », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 85 à 132.

CAPRASSE, O., CATTARUZZA, J., DE BAUW, F., DE CORDT, Y., DE WOLF, M., CULOT, L., FYON, M., HIRSCH, S., PARISIS, G., POTTIER, E., et STEVENS, G., *Preuve et information dans la vie des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2010.

CLEVENBERGH, O., « La communication d'informations confidentielles dans le cadre des « due diligence », en particulier dans le cas des sociétés cotées », *R.D.C.*, 2005, n°2, pp. 115 à 138.

COIPEL, M., « Le droit à la vie privée des personnes morales et sa confrontation avec le principe du contradictoire », *J.D.S.C.*, 2012, pp. 12 et s.

CULOT, H., « Administrateur et secret : le droit de savoir et le devoir de discrétion », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 169 à 196.

CORNU, E., et J-F., NEVEN, *Le patrimoine intellectuel de l'entreprise*, Bruxelles, Larcier, 2010.

DE CORDT, Y., « L'égalité entre actionnaires - n°6881 », *Rev. prat. soc.*, 2003/2, pp. 121 à 130.

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

DEVOGELE, J-L., « L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information : droit d'investigation et devoir de discrétion », *D.A.O.R.*, 2007, n°81, pp. 54 à 102.

DIEUX, X., et WILLERMAIN, D., « La transposition en droit belge de la directive “abus de marché” et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.*, 1/2007, pp. 49 à 98.

DIEUX, X., *Droit, morale et marché*, Bruxelles, Bruylant, 2013.

FERON, B., et MEUNIER, J., « La double-casquette de l'administrateur de la société anonyme », *J.T.*, 2000, pp. 689 à 698.

M., FONTAINE et F., DE LY, *Droit des contrats internationaux, Analyse et rédaction de clauses*, 2e éd., Bruxelles, Bruylant, Paris, Forum européen de la Communication, 2003.

GLANSDORFF, F., « L'information précontractuelle en droit commun », in *Le droit des affaires en évolution : Que dire ou ne pas dire avant de conclure un contrat*, Bruxelles, Bruylant, 2006.

HONINGMAN, C., TUBIANA, H., *Diagnostic, évaluation et transmission des entreprises*, Paris, Litec, 1992.

HUET, J., *Responsabilité du vendeur et garantie contre les vices cachés*, Paris, Litec, Contrats civils

et commerciaux, 1987.

JACQUEMIN, H., « Les obligations de confidentialité dans certains contrats d'intermédiation », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, pp. 133 à 168.

JANSSENS, E., VERLEISDONK, Y., et WILKENHUIZEN, M., *Due diligence*, Bruxelles, Larcier, 2011.

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

LEJUSTE, T., « Transmission/Cession d'entreprise. Due diligence d'acquisition », in *L'acquisition d'une société en pratique. Aspects économiques, juridiques et fiscaux*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008.

LEROY, V., « Management of competition law risks in acquisition of company process – from the preliminary contacts to the notification », *C. J.*, n°2014/3, pp 65 à 81.

MAGNUS, F., « Appréciation des contours de l'intérêt social : regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'intérêt de groupe et d'avantages anormaux ou bénévoles », *Rev. prat. soc.*, 2011, pp. 324 à 400.

MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P., et MALHERBE, P., *Droit des sociétés : précis*, Bruxelles, Bruylant, 2011.

MARCHANDISE, P., « L'accord de confidentialité, un réel engagement », *C. J.*, 2000/6, pp. 90 à 92.

MILGROM P., et ROBERT, J., *Economie, Organisation, Management*, De Boeck Université, 1997.

PHILIPPE, D., « Une sanction civile en matière d'exploitation abusive d'informations privilégiées en bourse? », *R.G.A.R.*, 1982, pp. 1 à 7.

PRIOUX, R., *L'information légale des associés des SA, SPRL, et SCRL*, Kluwer, 2012.

RENUCCI, J-F., *Le délit d'initié*, Paris, Presse Universitaire de France, 1995.

STROWEL, A., « Les secrets d'affaires en droit européen anno 2013 : projet de directive et jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne », in *L'entreprise et le secret*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 9 à 35.

TAEYMANS, M., DESCHRIJVER, D., et GUTERMANN, A., *Standard Business Contracts*, Gent, Larcier, 2013.

TILLEMANS, B., « L'obligation au secret et à la discrétion des administrateurs des sociétés », *J.T.*, 1993, pp. 549 et s.

VAN OMMESLAGHE, P., « L'acquisition de contrôle d'une société anonyme et l'information de l'acquéreur », in *Mélanges R.O. Dalcq*, Larcier, Bruxelles, 1994, pp. 601 et s.

WERY, P., *Droit des obligations – Volume 1*, Bruxelles, Larcier, 2011.

WILLERMAIN, D., « Les corporate opportunities », *T.B.H.*, 2005/5, pp. 453 à 479.

## **Jurisprudence**

### Jurisprudence belge :

-Cass., 10 décembre 1981, *Arr. Cass.*, 1981-82, p. 502 et s.

-Bruxelles, 14 juin 1984, *R.D.C.B.*, 1985, pp. 472 et s.

-Comm. Anvers, 8 août 1923, *Jur. port Anvers*, 1923, pp. 368.

-Comm. Anvers, 10 septembre 1990, *T.R.V.*, 1992, p. 93.

-Comm. Bruxelles, 25 novembre 1991, *D.A.O.R.*, 1991, p. 114.

-Trib. Civ. Gand, 13 janvier 1990, *T.R.V.*, 1992, p. 325.

-Trib. Civ. Hasselt, 7 septembre 1998, *V&F*, 1998, pp. 286 à 288.

### Jurisprudence européenne :

-C.J.U.E., 28 juin 2012, *D.B.F.*, 1/2013, p. 52.

-C.J.U.E., 23 décembre 2009, affaire n°C-45/08, dr. *banc. fin.*, 2010/6, p. 386.

#### Autre jurisprudence

-C.E.D.H., 16 décembre 1992, Niemietz c. Allemagne, *J.T.*, 1994, p. 66. ; C. C., 19 septembre 2007, n°118/2007, B.6.2.

-Trib. Gr. Inst. Paris 17 mars 1976, *J.C.P.* 1976, II, 18.496.

-Trib. Gr. Inst. Paris 28 janvier 1985, *D.* 1985, jurispr., p. 357.

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique [www.uclouvain.be/drt](http://www.uclouvain.be/drt)

