

Master en droit  
Promoteur : Professeur Philippe MALHERBE

**Mémoire**

***Techniques de financement d'acquisition  
d'entreprises par les fonds de private equity  
et  
assistance financière***

Jean-Philippe CREMERS

Année académique 2020-2021

UCLouvain – Faculté de droit – LDROI2200

Louvain-la-Neuve

# Table des matières

## Abstract

<b>Introduction</b>	p.1
---------------------	-----

## **Chapitre I. Le contexte**

Section I.	L'achat de sociétés privées par les fonds de <i>Private Equity</i>	p.3
Section II.	Un endettement élevé	p.4
Section III.	<i>Private Equity</i> et <i>LBOs</i> , une source de préoccupation économique	p.6
Section IV.	La revente après quelques années	p.7
Section V.	Les structures typiques	p.8

## **Chapitre II. L'assistance financière**

Section I.	L'article 7:227 du CSA (anciennement art. 629 du CS)	p.10
Section II.	Champ d'application de l'art. 7:227 du CSA	p.11
Section III.	Des conditions strictes	p.14
Section IV.	Piste de solutions	p.18

## **Chapitre III. Techniques de financement, avant l'acquisition**

Section I.	La mise en gage des actions de la société-cible	p.19
Section II.	La société en commandite	p.20
Section III.	Le <i>Management Buy-out</i> (M.B.O)	p.22
Section IV.	La convention d'actionnaires	p.24

## **Chapitre IV. Techniques de financement, après l'acquisition**

Section I.	La descente de dettes ( <i>debt pushdown</i> ) au travers de versement de dividendes	
	§1. Le versement de dividendes	p.27
	§2. L'exonération fiscale des dividendes	p.29
	§3. La déduction fiscale des intérêts	p.30
	§4. La consolidation fiscale « à la belge »	p.32
Section II.	Le rachat d'actions propres	p.36
Section III.	La réduction de capital	p.37
Section IV.	La fusion	
	§1. La fusion et l'assistance financière	p.38
	§2. Le Service des Décisions Anticipées	p.40

## **Chapitre V. Autres conditions légales générales à respecter**

Section I.	L'intérêt social	p.42
Section II.	L'objet social	p.44

## **Chapitre VI. Réflexion *de lege ferenda***

Section I.	L'origine des règles sur l'assistance financière	p.45
Section II.	La diversité des règles chez nos voisins et ailleurs	p.46
Section III.	Les règles sur l'assistance financière : redondance et incohérence	
	§1. La protection : un système redondant	p.48
	§2. Un champ d'application incohérent	p.51
	§3. Les coûts d'opportunité	p.52
Section IV.	Un système plus équilibré <i>ex-ante</i> et <i>ex-post</i> est-il envisageable ?	p.53
Section V.	Précaution, protection, et inflation	
	§1. Précaution	p.54
	§2. Protection	p.56
	§3. Inflation	p.57

<b>Conclusion</b>	p.58
-------------------	------

<b>Bibliographie</b>	p.61
----------------------	------

## **Remerciements**

Je tiens à remercier le Professeur Malherbe pour les précieux conseils qu'il m'a offerts dans la construction de ce Mémoire.

Je tiens également à remercier mon épouse et mes enfants pour leur patience

## **Abstract**

We examined the acquisition of private companies by Private Equity Funds in Belgium. In particular, we focused on Leveraged Buyouts which strive to increase investment performance with large borrowings. In Belgium, there are restrictive financial assistance regulations limiting the assistance a target company can give to an acquirer. For this reason, a series of bypassing techniques have been developed over the years. One popular technique is the pledging of acquired shares by the Fund. This financial transaction takes place outside the scope of the law and is accepted by the jurisprudence. The pledging of shares is often followed by a debt pushdown operation coupled to a distribution of dividends. The leveraging effect takes its full force when dividends payments are tax-exempt and when interest payments can be deducted. This is possible but conditions have to be met and limitations exist. In a final section, we compare this system of financial assistance to other countries and conclude that the Belgian regulations can be viewed as unnecessary, at times incoherent, overly protective, and as a result counterproductive.

## Introduction

Les opérations de *Leveraged Buyouts*, effectuées aujourd'hui par les fonds de *Private Equity*, ont existé depuis les années soixante aux États-Unis, mais c'est surtout dans les années '80 qu'elles connurent un grand succès et furent popularisées par des opérations de grande envergure telles que le rachat de RJR Nabisco par KKR (vulgarisé par le livre, puis le film, « Barbarians at the Gate »). Ce Mémoire se propose d'analyser comment ces opérations de financement d'acquisitions sont généralement mises en oeuvre en Belgique, et sous quelles conditions.

L'effet de levier est l'objectif central recherché par les fond de *Private Equity*. C'est par un endettement élevé que cet effet de levier est obtenu. Nous présentons tout d'abord les structures typiques utilisées par ces fonds leur permettant d'atteindre l'endettement optimal. Cet endettement est souvent décrié, et en conséquence, un système de contrôle est exercé sur la société-cible dans son assistance financière à l'acquéreur. En Belgique, contrairement à ce qui se passe dans de nombreux pays (notamment aux États-Unis), ce système de contrôle prend place *ex-ante*, avant l'opération elle-même. C'est l'article 7:227 du Code des sociétés et des associations qui régit cette matière pour les sociétés anonymes (et son équivalent l'article 5:152 pour les SRL). L'article 7:227 est issu d'une directive européenne réformant les règles sur l'assistance financière. Nous verrons si l'ouverture que la directive européenne prônait a réellement facilité et favorisé la possibilité pour l'acquéreur d'être financé directement par la société-cible.

Pour des raisons de pédagogie, il nous a semblé utile de présenter l'étude en deux parties: une partie sur les techniques de financement disponibles avant l'acquisition de la cible, et une seconde partie sur les techniques de (re)financement une fois l'acquisition effectuée.

Dans cette seconde partie, au-delà du refinancement qui peut être effectué par ce qu'on appelle une « descente de dettes », nous étudierons également les possibilités de transferts de dividendes de la cible vers l'acquéreur, d'exemption de taxes sur ces dividendes, et de déduction des paiements d'intérêts.

Nous aurons l'occasion de nous pencher aussi sur le Service des Décisions Anticipées, cette administration du SPF Finances dont on s'interrogera, entre autres, sur la valeur juridique des décisions qu'elle rend. Nous examinerons en outre une nouveauté en Belgique: la possibilité offerte aux sociétés d'un groupe de consolider fiscalement leurs résultats. Cette faculté de « transfert intra-groupe », qui est limitée et conditionnelle, complète la consolidation comptable obligatoire existante.

Après avoir, dans les deux premières parties, analysé les règles en vigueur, nous essaierons de faire transparaître la philosophie (s'il y en a une) sous-jacente aux droits fiscal, comptable, et des sociétés, dans ce sujet particulier des techniques de financement d'acquisition d'entreprises. Ceci devrait nous permettre d'engager une réflexion plus large sur la loi souhaitable dans ce domaine.

## Chapitre I. Le contexte

### Section I. L'achat de sociétés privées par les fonds de *Private Equity*

L'industrie du « *Private Equity* » est une industrie qui fournit du capital aux entreprises qui ne sont pas cotées sur les marchés réglementés. Ces entreprises ont besoin de capital pour se développer ou pour régler un problème de succession. Les entreprises peuvent être petites, moyennes ou grandes ; l'objectif est de les faire grandir, les rendre plus fortes et plus profitables<sup>1</sup>. L'investissement a généralement une durée de 5 à 7 ans. Dans une transaction ordinaire de *Private Equity*, les acteurs sont donc un fonds de *Private Equity*, géré par des managers, une ou plusieurs banques, et la direction fortement impliquée de l'entreprise rachetée. On estime que les transactions d'achat d'entreprises réalisées par ces fonds représentent environ entre 20 et 40% du marché total des opérations d'achat d'entreprises privées<sup>2</sup>.

Les investissements de « *Private Equity* » sont donc des investissements dans le capital de sociétés, par l'intermédiaire de fonds financés par des investisseurs qualifiés qui s'attendent à une grande performance. Cette performance supérieure est obtenue non seulement par l'identification de sociétés stables et matures, voir même parfois à haut potentiel, mais aussi et surtout par l'utilisation de financement extérieur aux fonds. Ce financement extérieur élevé permet la création d'effets de levier importants.

---

<sup>1</sup> Site internet de “Invest Europe”, l'Association représentant les fonds de *Private Equity* et de *Venture Capital* en Europe. Investeurope.be, consulté le 28 mars 2021.

<sup>2</sup> Présentation de Maître Vincent Macq, le 7 octobre 2020, dans le cadre de conférences organisées pour le cours de Droit des Structures, UCL.

L'effet de levier est en réalité double :

« (1) un effet de levier interne qui consiste à prendre appui sur les actifs et la capacité d'endettement de la société-cible pour financer l'opération ;

(2) un effet de levier externe lié à l'intervention de partenaires financiers externes (intermédiaires financiers ou investisseurs en capital à risque) »<sup>3</sup>.

Un exemple simple peut illustrer l'impact de l'effet de levier sur la performance du fonds de « *Private Equity* » : on fait l'hypothèse que le fonds investit 20 et emprunte 80 (à un taux d'intérêt de 5%) pour racheter une société dont la valeur est 100. Si la société dégage un profit de 10, la performance du fonds, en termes de rendement sur l'investissement en capital, sera de 30%. En effet, le profit pour le fonds s'élève à 6 (=10 moins 4 d'intérêts), pour un capital investi de 20.

## Section II. Un endettement élevé

Les fonds de « *Private Equity* » sont fréquemment appelés *Leveraged Buy-Outs* (LBO) en conséquence de leur grand endettement. Les justifications économiques de l'existence de tels fonds sont nombreuses. Tout d'abord, les LBOs améliorent la performance financière des sociétés et augmentent la productivité économique générale. « *Différentes études concernant les effets des LBOs sur la productivité de la société et sur sa gouvernance suggèrent que les LBOs – et les acquisitions en général – mènent à une allocation plus efficace des ressources au sein des structures de l'entreprise* »<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> H. LAMON, *Acquisitions, financement et cessions d'entreprises*, Série Cahiers de fiscalité pratique, Bruxelles, Larcier, 2015, p. 793.

<sup>4</sup> E. HELLINX, « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK – An Elegy », *Rev. Prat. Soc.*, 2016, p. 1055.

En pratique, cela résulte de l'endettement élevé qui empêche toute dépense ou investissement inutile. « *Les obligations de remboursement de la dette associées à un endettement élevé peuvent avoir un rôle bénéfique en imposant de la rigueur au management* »<sup>5</sup>. Cela résulte aussi de l'installation d'un système de management professionnel, souvent international, expert dans l'industrie concernée, et aguerri à ce type d'opération. On note en effet que « *la firme de Private Equity peut aussi ajouter de la valeur en guidant et en transférant des connaissances : elle peut être une cellule de réflexion pour les idées du management et être une source de conseil d'experts sur des matières telles que l'optimisation de la structure du capital de la société et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle* »<sup>6</sup>. Comme le note InvestEurope, l'Association représentant les fonds de Private Equity en Europe, ces fonds « *injectent non seulement du capital, mais aussi du dynamisme, de l'innovation et de l'expertise. Cet engagement aide à créer des entreprises saines et durables à travers l'Europe, maintenant des millions d'emplois et produisant des returns élevés pour les principaux fonds de pension et assureurs dont les membres dépendent pour leur retraite* »<sup>7</sup>.

Ensuite, les LBOs contribuent à renforcer la liquidité des marchés financiers et, en corollaire, à faciliter le mécanisme de découverte des prix.

---

<sup>5</sup> E. FERRAN, « Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe », *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper n° 84/2007, 2007, p.6.

<sup>6</sup> E. FERRAN, “*Ibid.*”, p.6.

<sup>7</sup> Site internet de “Invest Europe”, l'Association représentant les fonds de *Private Equity* et de *Venture Capital* en Europe. Investeurope.be, consulté le 28 mars 2021.

### Section III. *Private Equity et LBOs, une source de préoccupation économique*

L'histoire des quarante dernières années oscille entre des périodes où les LBOs sont critiquées, et d'autres où elles sont accueillies positivement. On leur reproche de mettre en danger la protection des créiteurs et la protection du capital : par définition, les LBOs impliquent une dette élevée qui rend la société rachetée vulnérable aux augmentations des taux d'intérêt et aux dégradations des conditions économiques. On les accuse également de manipuler les marchés, mais surtout de participer au dépeçage de sociétés en les dépouillant de leurs actifs : « *L'interdiction de l'assistance financière a d'abord et surtout été justifiée par le fait qu'elle empêche une pratique abusive qui prévaut dans le monde des acquisitions de sociétés. La prohibition initiale de l'assistance financière cherchait à traiter la pratique contestable des acquisitions qui entraînent des démembrements d'actifs* »<sup>8</sup>. A cet effet, des règles encadrant l'assistance financière ont été adoptées. « *Une disposition sur l'assistance financière fut d'abord introduite en Belgique comme conséquence de l'implémentation de la Seconde Directive (2006/86/EG). Quand elle fut initialement adoptée, la Seconde Directive contenait une interdiction totale de l'assistance financière pour l'acquisition d'actions de sociétés anonymes (NV/SA)* »<sup>9</sup>. L'interdiction de l'assistance financière était ainsi formulée à l'article 23 de la Seconde Directive : « *Une société ne peut pas avancer des fonds, ou accorder des prêts ou des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions par un tiers* ». L'Article 23 de la Seconde Directive frappait donc au cœur l'essence-même des LBOs puisque « *la structure économique de ces transactions (LBOs) dépend de la capacité à utiliser les actifs de la société acquise comme*

---

<sup>8</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p. 1047.

<sup>9</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p. 1046.

*sûreté pour le financement en dette contracté pour effectuer l'acquisition* »<sup>10</sup>. Comme elle l'a fait à maintes reprises dans d'autres domaines, la Belgique s'est ici aussi illustrée par une volonté d'aller plus loin, au-delà de ce qui était requis par la Directive : alors que la Directive ne concernait que les sociétés anonymes, la Belgique a décidé d'étendre son application aux sociétés sprl et aux sociétés coopératives.

Nous verrons plus en avant que l'interdiction absolue a été transformée aujourd'hui en une autorisation conditionnelle.

#### Section IV. La revente après quelques années

Les transactions de Private Equity sont structurées avec comme objectif la sortie après quelques années, à l'opposé des stratégies des sociétés holdings qui, elles, resteront investies beaucoup plus longtemps. La surperformance des fonds provient, on l'a dit, de l'identification de sociétés cibles et de l'endettement lié à la transaction, mais aussi de la stratégie du « *Buy & Build* » qui consiste à utiliser la société rachetée pour poursuivre d'autres acquisitions dans la même industrie et bâtir un groupe de sociétés dont la valeur sera, on l'espère, plus grande que la somme des parties. La technique du « *Buy and Build* » permet de rapidement construire un groupe opérationnel de grande valeur, ce qui devrait favoriser l'augmentation de la valeur de revente. La sortie du fonds de *Private Equity* se fera à la vente soit à un groupe industriel (« *trade sale* »), soit à un autre fonds (« *secondary buyout* »).

---

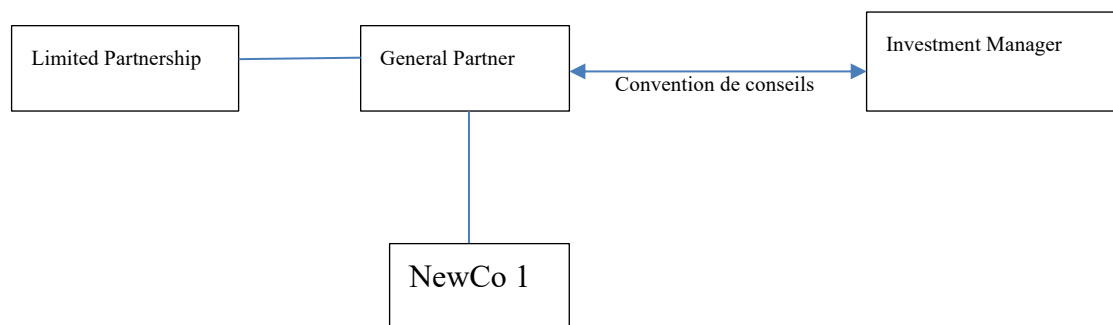
<sup>10</sup> E. FERRAN, "*op. cit.*", p.20.

## Section V. Les structures typiques

### - La structure typique d'un fonds de Private Equity

Le Limited Partnership : il est constitué des « commanditaires », çàd les investisseurs institutionnels, les fonds souverains ou autres clients privé fortunés. Les limited partners ne sont pas impliqués dans le management du fonds.

Le General Partner : il s'agit de sociétés connues telles que KKR, Blackrock, CVC, 3i. Le General Partner est lié par une convention de conseils à l'Investment Manager, qui sont les gestionnaires du fonds de *Private Equity* et qui seront rémunérés par la performance. Cette rémunération est ce qu'on appelle le « *carried interest* ». La structure du fonds peut être résumée par le schéma suivant<sup>11</sup> :



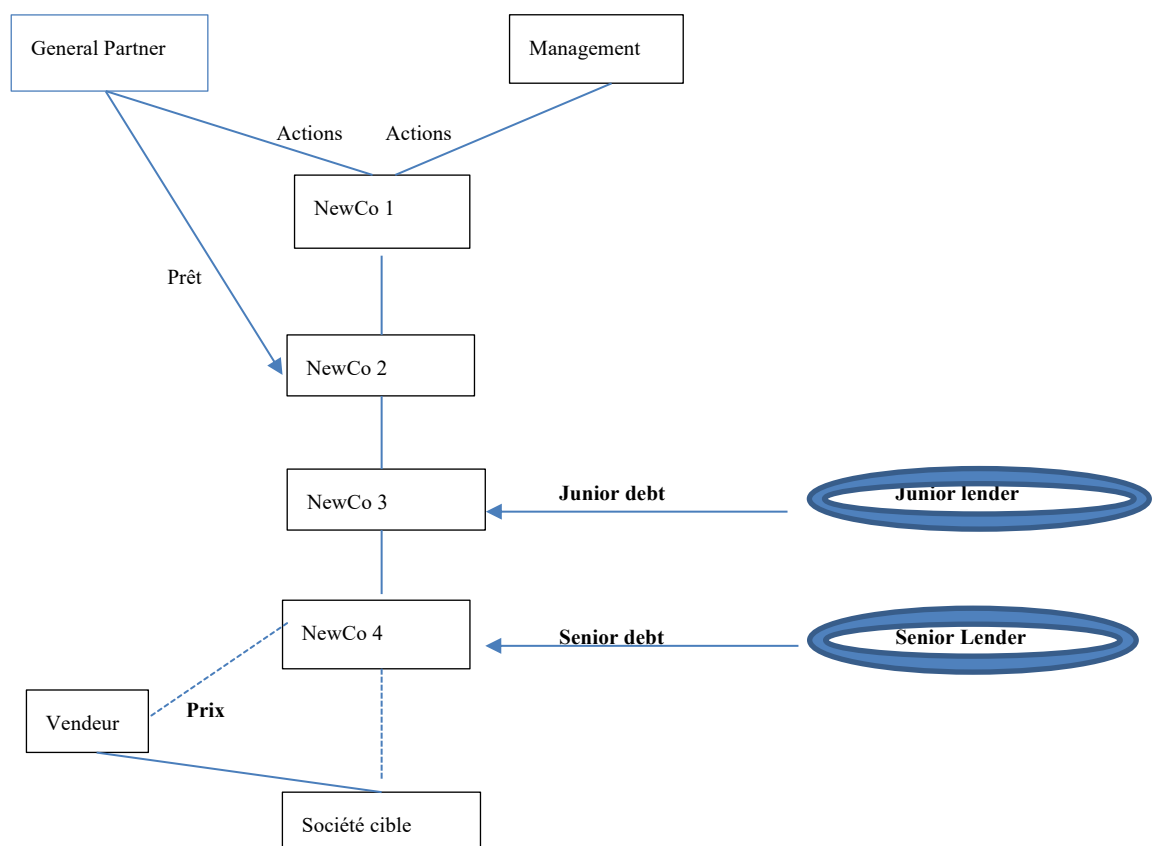
### - La structure typique d'un buy-out de Private Equity

Il s'agit d'une structure en cascade, dont un schéma classique est reproduit ci-dessous. Comme il est très important que le management de la société cible soit impliqué dans la transaction, le management est responsabilisé avec son investissement dans la NewCo1 (bien qu'il sera généralement faible par rapport à l'investissement du fonds lui-même) et sera ainsi motivé pour que l'investissement réussisse. La NewCo 1 règle les relations

<sup>11</sup> H. LAMON, “*op. cit.*”, p.93 et p.796.

entre le fonds et le management. Une NewCo 2 peut éventuellement être créée pour recevoir des prêts du fonds de *Private Equity*, l'actionnaire principal. C'est au niveau des NewCo 3 et 4 que sera logée la dette bancaire. Un financement intermédiaire au niveau de la NewCo 3 « *permet de compléter la mise de fonds en capital des cadres et employés, tout en leur évitant la dilution de leur contrôle : il offre aux prêteurs un rendement plus élevé que la dette traditionnelle et cependant moins risqué qu'une mise en capital pure et simple* »<sup>12</sup>. Cependant, ce financement intermédiaire est plus risqué que la dette traditionnelle senior logée au niveau de la NewCo 4. L'acquisition proprement dite sera effectuée entre la NewCo 4, le vendeur, et la société-cible.

La structure d'un buy-out de *Private Equity* peut être résumée par le schéma suivant<sup>13</sup> :



<sup>12</sup> H. LAMON, “*op. cit.*”, p.794.

<sup>13</sup> H. LAMON, “*op. cit.*”, p.796.

## Chapitre II. L'assistance financière

### Section I. L'article 7:227 du CSA (anciennement art. 629 du CS)

Jusqu'en 2008, il était interdit pour une société de prêter à un tiers pour l'achat de ses titres. C'est l'implémentation de la directive 2006/68/EC du 6 septembre 2006 (visant à modifier la deuxième directive N° 77/91/EC du 13 décembre 1976) qui a introduit au travers de l'Arrêté Royal du 8 octobre 2008 des changements en matière de droit des sociétés. Ces changements concernaient essentiellement trois domaines : l'évaluation des apports en nature et des quasi-apports, l'acquisition d'actions propres, et l'assistance financière<sup>14</sup>. Depuis lors, l'assistance financière est autorisée pourvu que quatre conditions soient respectées. « *En remplaçant l'interdiction de principe de l'assistance financière par une forme d'autorisation conditionnelle (..), l'idée sous-jacente est d' « encadrer » et de « responsabiliser » l'organe d'administration lorsqu'il procède à de telles opérations* »<sup>15</sup>. La plupart des auteurs s'accordent à reconnaître que la réforme est une avancée mais certains regrettent son manque d'audace et d'autonomie de la volonté accordée aux acteurs économiques<sup>16</sup>. La réforme est aujourd'hui transposée à l'art. 7 :227 du CSA. Cet article, central dans cette matière, est reproduit ci-dessous:

*CSA art. 7 :227 § 1er. La société ne peut avancer des fonds ou accorder des prêts ou des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires ou en vue de*

---

<sup>14</sup> H. CULOT et P. THOUMSIN, « Contrôle et maintien du capital : une réforme sans audace », *J.T.*, 2009, p. 93.

<sup>15</sup> D. WILLERMAIN, « Assistance financière : la Cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », note sous Cass., *Rev. Prat. Soc.*, 2015, p.145.

<sup>16</sup> H. CULOT et P. THOUMSIN, « *op. cit.* », p.98.

*l'acquisition ou de la souscription par un tiers de certificats se rapportant à des actions ou des parts bénéficiaires qu'aux conditions suivantes:*

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

*2° l'opération est autorisée par une décision préalable de l'assemblée générale, prise dans le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts;*

*3° le montant des avances ou du prêt, soit la contre valeur de la sûreté doivent être susceptibles d'être distribuées conformément à l'article 7:212. La société inscrit au passif du bilan une réserve indisponible d'un montant correspondant à l'aide financière totale. Cette réserve peut être retirée proportionnellement à la diminution de l'aide apportée ;*

*4° lorsqu'un tiers bénéficiant de l'aide financière de la société acquiert des actions aliénées par la société conformément à l'article 7:218, § 1er, ou souscrit des actions émises dans le cadre d'une augmentation du capital souscrit, cette acquisition ou cette souscription est effectuée à un juste prix.*

## Section II. Champ d'application de l'art. 7:227 du CSA

L'art. 7:227 du CSA (et son équivalent pour les SRL, l'art. 5:152) autorise, sous certaines conditions, l'assistance financière par une société à un tiers « *en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires* » (et également de certificats se rapportant à des actions). Selon la doctrine, l'article vise toutes les actions, qu'il s'agisse d'actions existantes ou de nouvelles actions émises par la société.

Les types d'opérations d'assistance financière visées par l'article sont restrictivement énumérées : il s'agit de 1) l'avance de fonds, 2) l'octroi de prêts, et 3) l'octroi de sûretés. Les opérations d'avance de fonds, et d'octroi de prêts ne posent pas de problème d'interprétation : « *la majorité de la doctrine accepte que, sous le vocable 'avance de fonds' et 'octroi de prêts', sont visées toutes les formes de financement par lesquelles la société met à disposition de l'argent qui doit ensuite être remboursé, et que l'art. 629 du Code des sociétés n'est en conséquence pas d'application pour de l'argent que la société n'a pas octroyé par avance ou par prêt mais qui est transféré en propriété (c'est-à-dire sans obligation de remboursement)* »<sup>17</sup>. L'article ne s'applique pas quand « *les fonds sont transférés à titre de propriété, sans qu'aucune obligation de restitution n'existe* »<sup>18</sup>. Ce qui est plus controversé, c'est ce qu'il faut entendre par 'octroi de sûretés'. S'il ne fait pas de doute que les sûretés classiques (telles que hypothèque et caution) tombent dans le champs d'application de l'article, « *la question se pose de savoir si certaines formes de sûretés issues de la pratique doivent être incluses. On pense par exemple aux lettres de patronage, lettres de confort, et negative pledges* »<sup>19</sup>. A propos de ces 'nouvelles' sûretés, la doctrine semble estimer que, si elles ne comportent que des engagements moraux, elles ne doivent pas entrer dans le champ d'application des règles sur l'assistance financière<sup>20</sup>. D'autres facteurs déterminants pour l'inclusion ou non de ces nouvelles sûretés sont l'existence d'une obligation de résultat, ou encore l'éventualité de conséquences financières liées à la sûreté<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, « De versoepeling van het verbod of financiële bijstand : een stap in de goede richting », *R.D.C.*, 2010, p.324.

<sup>18</sup> Y. DE CORDT et A. ANDRE-DUMONT, « Prohibition de l'assistance financière », *Droit des sociétés – Millésime 2011*, Bruxelles, Larcier, 2011, p.27.

<sup>19</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, "*op. cit.*", p.326.

<sup>20</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, "*Ibid.*", p.326.

<sup>21</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, "*Ibid.*", p.326.

L'assistance financière ciblée par l'art. 7:227 concerne exclusivement l'assistance financière « *en vue de* » l'acquisition d'actions, parts bénéficiaires ou certificats. Il faut ainsi analyser l'intention de la société. C'est donc le mobile du financement qui importe, plus que l'historique de la ou des transactions. Comme le notent A. ANDRÉ-DUMONT et Y. DE CORDT, « *le soutien financier qui, lors du financement du prix d'achat, est consenti au cessionnaire par la société cédée, après transfert des actions, pourrait être considéré comme contraire à l'article (...) lorsque ce soutien a dès le départ été conçu comme l'un des éléments de la cession* »<sup>22</sup>. En d'autres termes, une aide financière accordée même après que l'acquisition est consommée, pourrait rentrer dans le champ d'application de l'art. 7:227. « *La séquence des transactions n'est pas déterminante, mais plutôt l'intention réelle des parties. S'il est établi que ab initio (c'est-à-dire avant l'acquisition effective) l'assistance financière de la société cible a été prise en compte, une telle assistance financière est seulement valable sous respect des conditions de la nouvelle réglementation (sur l'assistance financière)* »<sup>23</sup>.

On note également, en corollaire de l'applicabilité stricte de l'art. 7:227, que rien n'interdit en principe à une société liée (filiale ou autre) de prêter une assistance financière. Cette opération serait hors-champ d'application. Il faudra cependant bien entendu que l'assistance par la société liée puisse être justifiée au regard de son intérêt et de son objet social.

---

<sup>22</sup> Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT, « *op. cit.* », p.25.

<sup>23</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, « *op. cit.* », p.327.

### Section III. Des conditions strictes

Depuis 2008, nous sommes donc dans une situation où la prohibition antérieure de principe a été transformée en une autorisation sous conditions. Ces conditions, que nous passons ici en revue, restreignent dans la pratique la possibilité d'assistance financière:

La **première condition** exige que l'opération d'assistance financière ait lieu sous la responsabilité de l'organe d'administration, à de justes conditions de marché et après examen de la situation financière de la contrepartie. Cette condition entraîne des difficultés pratiques. En effet, ainsi que le note D. WILLERMAIN, *“la notion de “justes conditions de marché” implique que l'opération se réalise à des conditions au moins égales à celles qui seraient négociées “en pleine concurrence” avec des tiers se trouvant dans une situation comparable”*<sup>24</sup>. Si cela est réalisable en ce qui concerne le prêt, cela s'avère beaucoup plus difficile en ce qui concerne les sûretés, *“faute d'un marché, à tout le moins d'un marché “publique”*”<sup>25</sup>. D'autre part, l'évaluation de la santé financière de la contrepartie peut s'avérer complexe à réaliser au vu de la paucité éventuelle d'information la concernant puisqu'elle pourrait bien avoir été *“spécialement constituée à l'occasion de l'acquisition des actions de la société cible”*<sup>26</sup>. En général, la société aura souvent été constituée expressément à cet effet, comme on l'a vu dans la structure typique d'un buy-out de *Private Equity*. De plus, l'organe de gestion engage sa responsabilité

---

<sup>24</sup> D. WILLERMAIN, « Le maintien du capital social : principes et évolutions récentes (apports en nature, rachat d'actions propres et assistance financière) », *in 10 ans d'entrée en vigueur du Code des sociétés*, Kluwer, Bruxelles, 2010, pp. 306-307.

<sup>25</sup> D. WILLERMAIN, *“Ibid.”*, p. 307.

<sup>26</sup> A.-P. ANDRÉ-DUMONT, « Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », *R.D.C.*, 2013, p.657.

dans cette opération, malgré l'approbation préalable de l'assemblée générale<sup>27</sup>.  
*“L'intervention de l'assemblée générale doit plutôt être considérée comme une condition suspensive préalable à l'assistance financière qui est effectuée par le conseil d'administration et sous sa responsabilité”*<sup>28</sup>.

La **deuxième condition** requiert que, préalablement à la décision de l'organe d'administration, l'assemblée générale approuve l'opération aux conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts, çàd une majorité des  $\frac{3}{4}$ . On note également que *“cette autorisation (de l'assemblée générale) ne peut être générale mais doit être donnée au cas par cas”*<sup>29</sup>. Cette condition de l'approbation préalable des actionnaires est *“impraticable dans le contexte de la plupart des transactions d'affaires dans lesquelles l'assistance financière est un enjeu”*<sup>30</sup>. Est mis en exergue ici le caractère ex-ante des conditions à respecter, qui met les sociétés belges dans un désavantage comparatif par rapport à des systèmes de contrôle ex-post (tels qu'aux Etats-Unis)<sup>31</sup>. Le législateur européen a considéré que, comme pour l'acquisition d'actions propres, l'assistance financière à un tiers pour l'achat d'actions propres est une distribution ‘impropre’ qui elle aussi nécessite l'intervention de l'assemblée générale. Les coûts de

---

<sup>27</sup> A.-P. ANDRÉ-DUMONT indique cette responsabilité de l'organe de gestion est celle *“découlant du droit commun”*, mais que *“certains estiment toutefois que les mots “sous la responsabilité de l'organe de gestion” ont pour effet de renforcer la responsabilité de celui-ci”*. Voy. A.- P. ANDRÉ-DUMONT, « *op. cit.* », p.657. D'autres auteurs estiment cependant que, bien que *« en déterminant que la transaction a lieu sous la responsabilité du conseil d'administration, c'est la vigilance particulière dont doivent faire preuve les administrateurs qui est pointée du doigt. Cette précision légale n'augmente toutefois pas leur responsabilité. Les règles générales sur la responsabilité des administrateurs continuent de s'appliquer »*. Voy. P. MULLIEZ et J. PATTYN, “*op. cit.*”, p.342.

<sup>28</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, “*op. cit.*”, p.337.

<sup>29</sup> A.-P. ANDRÉ-DUMONT, “*op. cit.*”, p.657.

<sup>30</sup> E. FERRAN, “*op. cit.*”, p.25.

<sup>31</sup> E. HELLINX, “*op. cit.*”, pp. 1056-1057.

tenue d'une assemblée générale ainsi que les coûts du rapport, à réaliser par l'organe d'administration, sur les motifs de l'opération, sur son intérêt pour la société, et ses risques constituent une entrave supplémentaire à la mise en pratique de l'assistance financière en Belgique<sup>32</sup>. Le rapport doit être déposé au greffe du tribunal de l'entreprise, et publié dans les Annexes du *Moniteur belge*. Ceci peut aussi dans la pratique limiter l'utilisation de cette autorisation conditionnelle de l'assistance financière : en effet, « *l'obligation de la publication intégrale du rapport de l'organe d'administration sera perçue comme une divulgation inutile d'informations confidentielles. En pratique, cela dissuadera les administrateurs et les actionnaires de faire appel à ces règles* »<sup>33</sup> sur l'assistance financière.

La **troisième condition** impose que les sommes avancées affectées à l'opération soient distribuables (conformément à l'art. 7:212 du CSA). Cela garantit l'intangibilité du capital. (Pour les SRL, l'art. 6 :118 exige que les sommes avancées ne puissent pas rendre négatif l'actif net de la société). En outre, la cible doit inscrire dans les réserves indisponibles de son passif un montant coïncidant à l'aide financière totale qu'elle avancera<sup>34</sup>. « *A travers cette exigence, le législateur suppose apparemment que la société cible subira effectivement une perte à concurrence du montant de l'assistance financière. Cela nonobstant le fait que seulement un prêt ou une sûreté est allouée, ce qui en principe*

---

<sup>32</sup> E. HELLINX, «*Ibid.*», p. 1059.

<sup>33</sup> J. RICHELLE J. et E. JANSSENS, « Financieel bijstand : van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating », *Dr. banc. Fin.*, 2009, p.125.

<sup>34</sup> Lorsque la société accorde une sûreté, on pourrait s'interroger sur le montant à inscrire. Selon H. CULOT et P. THOUMSIN, le montant à inscrire est « *celui du risque maximal couru par la société, c'est-à-dire qu'il ne peut dépasser le montant de la dette de l'acheteur des actions envers le tiers, ni le maximum à concurrence duquel la société garantit effectivement cette dette (limite contractuelle, valeur du bien donné en hypothèque, etc.)* ». Voy. H. CULOT et P. THOUMSIN, «op. cit.», p.97.

*n'implique pas de sortie définitive de liquidité, en opposition à d'autres techniques spécifiques de remontée de fonds (telles que par exemple la distribution d'un dividende) »<sup>35</sup>. Parmi les quatre conditions à respecter, cette troisième semble la plus difficile à satisfaire. « Cette condition s'avère être particulièrement restrictive en ce qui concerne les montants qui sont admissibles pour l'assistance financière »<sup>36</sup>. En pratique, cette troisième condition ne pourra pas être respectée puisqu'une société ne sera que très rarement en possession d'une somme correspondant à la valeur de la société elle-même. Cette troisième condition est « de nature à enlever son utilité à la réforme mise en œuvre »<sup>37</sup>.*

Enfin, la **quatrième condition** exige que l'acquisition de la cible réalisée grâce à l'assistance financière soit effectuée à un juste prix. Cette notion de « juste prix » n'est pas définie, mais Y. DE CORDT et A.-P. ANDRÉ-DUMONT suggèrent que « *comme pour l'interprétation des mots « justes conditions de marché », il est pertinent de se référer au concept d'opérations « at arms' length » tel que développé en droit fiscal* »<sup>38</sup>. Une des façons d'appréhender ce principe de « *arms' length* » en Belgique est inscrit à l'art. 26 du CIR'92, qui traite des avantages anormaux ou bénévoles. Il n'existe pas de définition légale de ce qu'est un avantage anormal ou bénévole, et c'est donc la jurisprudence qui a pris le relais. Selon la jurisprudence, ces avantages sont un enrichissement par le bénéficiaire sans contrepartie équivalente, c'est-à-dire à un prix qui ne correspond pas au prix du marché. Comme l'indiquent J. RICHELLE et E. JANSSENS, des transactions telles

---

<sup>35</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, "*op. cit.*", p.337.

<sup>36</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*op. cit.*", p. 125.

<sup>37</sup> P. MULLIEZ et J. PATTYN, "*op. cit.*", p.339.

<sup>38</sup> Y. DE CORDT et A.-P. ANDRÉ-DUMONT, "*op. cit.*", p. 47.

que des prêts effectués « *at arms' length* » doivent « *satisfaire aux conditions que des tiers indépendants accorderaient dans un cas similaire* »<sup>39</sup>.

Malgré l'autorisation conditionnelle d'assistance financière par la cible, les conditions à remplir sont donc lourdes. L'ensemble des acteurs s'accordent à reconnaître que ces conditions rendent impraticable son application. « *Le processus d'approbation est perçu comme coûteux et consommateur de temps, en plus d'être de nature à exposer la société à des actions d'actionnaires minoritaires et à faire courir aux administrateurs un risque accru de mise en cause de leur responsabilité personnelle* »<sup>40</sup>. L'assouplissement du régime de l'assistance financière est le bienvenu, mais « *les conditions qui doivent être satisfaites sont lourdes et, de plus, leur application est partiellement peu claire. La transposition de la directive en droit belge est donc aussi une occasion manquée pour le législateur belge d'encadrer de façon claire le principe de l'assistance financière* »<sup>41</sup>.

#### Section IV. Piste de solutions

Il est vrai que ces nouvelles règles concernant l'assistance financière ouvrent ainsi « *une deuxième voie : la possibilité de fournir une assistance sous réserve du respect de conditions spécifiques* »<sup>42</sup>.

Cependant, face à cette autorisation conditionnelle difficilement applicable de l'assistance financière, les parties tentent de se mettre hors champs d'application de l'art. 7:227 du CSA. En réalité, les parties se sont tournées vers des structures alternatives depuis bien

---

<sup>39</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*op. cit.*", p.118.

<sup>40</sup> Y. DE CORDT et A.-P. ANDRÉ-DUMONT, "*op. cit.*", p. 50

<sup>41</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*op. cit.*", p.125.

<sup>42</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*Ibid.*", p.125.

longtemps puisque, auparavant, l'interdiction de l'assistance financière était absolue. Aujourd'hui, les parties ont donc un choix qu'elles n'avaient pas antérieurement : « *dans le cas où les conditions ne peuvent pas être remplies, les structures alternatives restent utiles* »<sup>43</sup>. Ces techniques de contournement de l'art. 7 :227 concernent des opérations qui peuvent, pour des raisons de simplicité, être divisées en opérations ayant lieu avant l'acquisition proprement dite, et celles qui s'accompliront après l'acquisition.

### **Chapitre III. Techniques de financement, avant l'acquisition**

#### Section I. La mise en gage des actions de la société-cible

Une première technique fréquente de contournement des règles de l'assistance financière consiste en la mise en gage des actions de la société-cible. Comme c'est le cas pour la plupart des acquisitions réalisées par les fonds de Private Equity, la mise en gage des actions suppose la création d'une NewCo détenue par le fonds. C'est cette NewCo qui acquiert les actions de la société-cible. La mise en gage des actions de la société-cible détenue par la NewCo se situe hors champs d'application de l'art. 7:227 du CSA. En effet, « *la limitation de l'assistance financière ne s'applique pas (...) si la NewCo donne les actions de la société-cible en garantie du financement octroyé par le partenaire financier. Les actions sont alors nanties par le holding et non par la société-cible* »<sup>44</sup>. H. LAMON note également que « *cette méthode est certainement la plus courante d'éviter l'application de l'article 629 C. soc (l'ancêtre de l'art. 7 :227 du CSA) ; les actions étant*

---

<sup>43</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*op. cit.*", p.125.

<sup>44</sup> H. LAMON, "*op. cit.*", p.93.

*mise en gage par la société-holding, la société-cible ne prend, par conséquent, pas part à l'opération* »<sup>45</sup>.

La jurisprudence a confirmé cette interprétation. Ainsi, un jugement de la Cour d'appel de Mons du 16 avril 2012 énonce que la loi « *ne s'oppose, ni à la mise en gage des actions acquises, pour garantir le financement d'une acquisition d'actions (...), ni à l'octroi de sûretés pour un emprunt visant à financer une distribution de dividendes, même lorsque ceci a lieu dans le cadre d'une acquisition d'actions et en vue de faciliter celle-ci* »<sup>46</sup>.

## Section II. La société en commandite

Une seconde façon de contourner l'art. 7:227 du CSA est de transformer la société-cible en société en commandite. L'art 7:227, et son équivalent l'art. 5:152, ne s'appliquent en effet qu'aux sociétés anonymes et sociétés à responsabilité limitée. Comme l'indiquent F. TANGHE et Y. VAN PUL, « *l'interdiction de fournir une aide financière n'est par conséquent pas d'application pour (...) la société en commandite* »<sup>47</sup>.

La société en commandite est une forme de société qui a depuis longtemps été prisée par les fonds de private equity, non seulement en Belgique mais également dans les pays voisins.

La conversion ne peut se faire qu'en respectant la procédure de conversion énoncée aux art. 14:1 et s. du CSA. L'organe d'administration devra expliquer et justifier le projet de transformation dans un rapport sur lequel l'assemblée générale sera appelée à statuer.

---

<sup>45</sup> H. LAMON, "*Ibid.*", p.94.

<sup>46</sup> Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013, note A. ANDRÉ-DUMONT, « Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », p.653.

<sup>47</sup> F. TANGHE et Y. VAN PUL, « Financieel bijstand in het kader van acquisitie financiering (art. 629 W.Venn) : recente evoluties », *Bank Fin. R.*, p.46.

Dans le cas de transformation en société en commandite, l'unanimité de l'assemblée générale est requise<sup>48</sup>.

La conversion en société en commandite ne peut pas avoir comme but exclusif d'éviter l'application des règles sur l'assistance financière. De plus, comme toujours, la conversion devra être conforme aux intérêts de la société<sup>49</sup>.

Bien entendu, la conversion en société en commandite implique qu'une partie des associés (les commandités) seront personnellement et solidairement tenus des dettes de la société. On peut donc se demander si l'avantage du contournement des règles de l'assistance financière n'est pas occulté par la naissance de dettes personnelles et solidaires. Cependant, ainsi que le note T. TILQUIN, « *l'inconvénient de la responsabilité illimitée du commandité n'est aucunement rédhibitoire en pratique : le commandité gérant est certes « responsable et solidaire » des obligations de la société mais le commandité gérant peut prendre la forme d'une société à responsabilité limitée* »<sup>50</sup>. Cette possibilité est en effet prévue par l'art. 2:55 du livre II du CSA. Le Livre II est applicable aux sociétés en commandite. L'art. 2:55 impose pour les personnes morales qui assument un mandat de membre d'un organe d'administration de désigner une personne physique comme représentant permanent chargé de l'exécution de ce mandat au nom et pour le compte de la personne morale. De plus, l'art. 2:55 prévoit que le représentant permanent de la personne morale associée dans une société en commandite ne contracte aucune responsabilité personnelle relative aux engagements de la personne morale – associée.

---

<sup>48</sup> CSA art. 14:8, §4.

<sup>49</sup> F. TANGHE et Y. VAN PUL, "*op. cit.*", p.46.

<sup>50</sup> T. TILQUIN, « La société en commandite par actions : est-ce vraiment la fin ? » *in Mélanges Pascal Minne*, Bruxelles, Bruylant, 2016, p.93.

C'est pourquoi les fonds de private equity utilisent fréquemment des sociétés en commandite. Cette option rend possible également l'agencement des relations entre les gestionnaires du fonds et les dirigeants de la société-cible<sup>51</sup>.

### Section III. Le *Management Buy-out* (M.B.O)

Une troisième technique de financement d'acquisition d'entreprises privées par les fonds de *Private Equity* est inscrite au paragraphe 2 de l'art 7:227 lui-même (et son équivalent l'art. 5:152) : les interdictions de l'assistance financière du paragraphe 1 ne s'appliquent pas quand la société-cible offre une assistance financière à l'acquisition de ses actions par des membres du personnel ou par des sociétés détenues au moins par moitié par des membres du personnel.

*CSA art. 7:227 § 2. A l'exception de l'alinéa 1er, 3°, le paragraphe 1er ne s'applique pas:*

*1° aux opérations visant l'acquisition d'actions de ces sociétés, ou de certificats se rapportant aux actions de ces dernières, par ou pour des membres du personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci;*

*2° aux avances, prêts et sûretés consentis à des sociétés dont la moitié au moins des droits de vote est détenue par les membres du personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci, pour l'acquisition par ces sociétés, d'actions de cette société ou de certificats se rapportant aux actions de cette société, auxquels est attachée la moitié au moins des droits de vote.*

Le législateur souhaite ainsi, avec ce paragraphe 2, faciliter la participation du personnel au rachat de la société. Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT notent en effet que « *ces deux exceptions ont un objectif commun : faciliter la réalisation d'opérations de Management*

---

<sup>51</sup> T. TILQUIN, "*Ibid.*", p.93.

*Buy-Out (en abrégé « MBO »), c'est-à-dire les opérations par lesquelles une partie du management d'une société prend le contrôle de celle-ci, le plus souvent avec l'appui d'un investisseur financier. Ces opérations sont généralement perçues de façon positive par le législateur »*<sup>52</sup>. Aligner les intérêts du management avec les intérêts de la société ne peut être que bénéfique pour le fonds de *Private Equity* puisque « *une participation en actions importante du management combiné avec des incitations managériales liées à la performance, telles que les stock options, fournit des incitations qui peuvent conduire à des augmentations précieuses du résultat d'exploitation et des marges, et à des réductions en dépenses inutiles »*<sup>53</sup>.

Malgré les bonnes intentions du législateur, force est de constater que cette possibilité de financement par la société-cible dans le cadre d'un Management Buy-Out (M.B.O) est rarement utilisée, et ceci pour plusieurs raisons :

- 1) L'alinéa 1er, 3° de l'art. 7:227 reste d'application, ce qui signifie que le montant des avances ou du prêt doit être distribuable (conformément à l'art. 7:212 du CSA) et qu'une réserve indisponible correspondante doit être inscrite au passif. Cette condition est, on l'a vu plus haut, difficilement réalisable dans la pratique.
- 2) L'obligation que la moitié au moins des droits de vote de la société acquéreuse soit détenue par des membres du personnel est également « *rarement rencontrée dans la réalité* », note H. LAMON, car « *(i) le fonds de private equity dispose en général d'une large majorité des droits de vote, et que (ii) de nombreux dirigeants indépendants exercent leurs fonctions en tant qu'administrateurs,*

---

<sup>52</sup> Y. DE CORDT et A.-P. ANDRÉ-DUMONT, “*op. cit.*”, p.31.

<sup>53</sup> E. FERRAN, “*op. cit.*”, p.7.

*administrateurs- délégués, par le biais d'une société de management, ou une combinaison de ces régimes ; ils ne font donc pas partie du « personnel », notion visant en principe les seuls travailleurs salariés »<sup>54</sup>.*

#### Section IV. La convention d'actionnaires

Que l'assistance financière ait lieu ou pas, le management de la cible sera, dans la plupart des cas, impliqué dans la gestion de la société-cible. Il sera aussi responsabilisé avec un investissement personnel dans la NewCo créée pour les besoins de l'acquisition. L'investissement du management dans la NewCo dépendra du niveau de leurs économies, d'un emprunt, ou d'un prêt du fonds de *Private Equity* lui-même. Au vu de l'infériorité probable de l'investissement du management par rapport au fonds, « *le traitement des deux co-investisseurs sera différencié : d'une part, le fonds de private equity aura à cœur de conserver le dernier mot sur les décisions susceptibles d'avoir un effet sur la valeur de son investissement tout en laissant le management se consacrer à la gestion journalière ; d'autre part, l'investisseur financier est disposé à offrir des conditions d'investissement privilégiées au management en vue de garantir sa motivation (pour autant que les objectifs de rentabilité soient atteints) »<sup>55</sup>.*

C'est un pacte d'actionnaires au niveau de la NewCo qui règlera les conditions de participation du management, la répartition des pouvoirs entre management et investisseurs, et les conditions de l'exit.

---

<sup>54</sup> H. LAMON, "op. cit.", p. 93.

<sup>55</sup> A. COIBION, « V - Exemple d'application : les opérations de management buy-out », in *Les conventions d'actionnaires en pratique*, Bruxelles, Larcier, 2010, p.145.

Le pacte inclura ainsi :

- les conditions de participation du management (par exemple, des conditions avantageuses d'obtention des titres de la société). Ceci comprend notamment des clauses de *ratchet*, accordant une augmentation de la participation du management, qui peuvent cependant également être défavorables pour le management : « *si le rendement (lié aux résultats de la société) est inférieur au hurdle rate (seuil minimum requis), l'application du reverse ratchet a pour effet une dilution du nombre d'actions détenues par le management* »<sup>56</sup>.
- des dispositions sur la gouvernance et le contrôle (par exemple, l'exigence du consentement des investisseurs est requise pour certaines décisions) ;
- des dispositions sur le droit à l'information (généralement en faveur du fonds, puisque c'est le management qui est aux commandes) ;
- des dispositions sur les financements futurs (si nécessaire, une recapitalisation dilutive).

Le pacte inclura surtout des dispositions sur l'exit :

- des clauses de restriction de cession : comportant par exemple des clauses d'agrément ou de préemption, des obligations de suite (*drag along*), ou des droits de suite (*tag along*) ;
- des options d'achat et de vente, reflétant notamment les particularités du départ du management (*good leavers, intermediate leaver, bad leaver*) ;
- des clauses de non-concurrence.

Le pacte (convention) d'actionnaires devra se conformer au droit des obligations (bonne foi, abus de droit, non-perpétuité), au droit des contrats (prix doit être déterminé ou

---

<sup>56</sup> A. COIBION, "*Ibid.*", p.151.

déterminable) et au droit des sociétés : notamment la conformité à l'intérêt social défini par la Cour de cassation dans son arrêt du 28 novembre 2013, mais aussi l'interdiction du pacte léonin. L'interdiction du pacte léonin rend nulle la convention qui attribue tous les bénéfices à un seul actionnaire. C'est l'art. 7:16 du CSA qui, aujourd'hui, édicte ce principe consacré par la Cour de cassation dans son arrêt « Cellulose des Ardennes » (affaire Torraspapel). On peut en revanche dispenser un actionnaire de contribuer aux pertes. Toutes les options d'achat et de vente peuvent donc être rédigées sans critique de l'exonération des pertes.

On note que les accords entre le management et le fonds de *Private Equity* peuvent également prendre la forme de clauses statutaires. Les clauses statutaires sont des accords qui « *sont soumis à des règles particulières quant à leur forme (...), leur contenu minimum ou leurs modifications. Ils doivent, en outre, faire l'objet de publications et d'un dépôt au greffe au tribunal de commerce* »<sup>57</sup>. Dans ce cas, les clauses sont opposables aux tiers, alors que les conventions extra-statutaires sont seulement opposables aux actionnaires qui ont signé la convention. Le choix entre des clauses statutaires et une convention extra-statutaire dépend de multiples facteurs mais est principalement lié « *à la souplesse et à la discrétion des clauses extra-statutaires* »<sup>58</sup>.

Après l'acquisition viendra le moment pour la société acquise de faire remonter des capitaux vers la NewCo endettée afin d'alléger celle-ci. Il s'agira également d'utiliser de manière fiscalement optimale le cash-flow des activités opérationnelles de la société acquise. C'est ce que nous proposons d'étudier dans le chapitre suivant.

---

<sup>57</sup> H. LAMON, "*op. cit.*", p.107.

<sup>58</sup> H. LAMON, "*Ibid.*", p.110.

## Chapitre IV. Techniques de financement, après l'acquisition

Section I. La descente de dettes (*debt pushdown*) au travers de versement de dividendes

§ 1. Le versement de dividendes

La technique dite de descente de dettes (en anglais « *debt pushdown* ») consiste pour la société acquise à mettre en gage ses actifs pour emprunter. Ceci lui permet de distribuer un dividende à la NewCo afin que celle-ci puisse alléger ses propres dettes. La dette de la NewCo « descend » au niveau de la société acquise. « *L'objectif est ici de placer la plus grosse partie de la dette d'acquisition au niveau où les revenus opérationnels sont générés, c'est-à-dire dans les sociétés opérationnelles* »<sup>59</sup>.

Cette technique n'est pas prohibée par l'art. 7:227 (ni par son équivalent pour les SRL, l'art. 5:152); elle est tout simplement hors-champs d'application de l'article. En effet, la jurisprudence et la doctrine s'accordent à reconnaître que la distribution de dividende ne fait pas partie du champ d'application des règles de l'assistance financière. Sur ce sujet, l'arrêt de la Cour d'appel de Mons du 16 avril 2012 est signatif et instructif car la Cour a noté que « *la distribution d'un dividende, financé par un emprunt, est une façon simple et conforme à l'article 329 du Code des sociétés (l'ancêtre de l'art. 5:152 actuel) de réaliser une descente de dettes. Un nouvel emprunt est pris au niveau de la société et son actionnaire rembourse à l'aide du dividende reçu le crédit qu'il avait contracté pour financer le prix des actions* »<sup>60</sup>. La Cour avait également noté que l'art. 329 du Code des

---

<sup>59</sup> A. COIBION, «*op. cit.*», p.152.

<sup>60</sup> A. ANDRÉ-DUMONT, «*op. cit.*», p.653.

sociétés<sup>61</sup> ne s'oppose pas « à l'octroi de suretés pour un emprunt visant à financer une distribution de dividendes, même lorsque celui-ci a lieu dans le cadre d'une acquisition d'actions et en vue de faciliter celle-ci »<sup>62</sup>. Autrement dit, les règles de l'assistance financière ne concernent que les trois opérations décrites dans la loi : l'avance de fonds, l'octroi de prêts, et l'octroi de suretés. Il s'ensuit donc que « toute autre forme d'assistance financière, dont notamment une distribution de dividendes par la société cible, ne tombe pas sous le coup de la prohibition édictée par l'article 329 du Code des sociétés (l'ancêtre de l'art. 5:152 du CSA) »<sup>63</sup>.

Un arrêt plus récent de la Cour de cassation confirme cette interprétation et donne de surcroît un critère précis de distinction entre les opérations tombant sous coup des règles de l'assistance financière et les opérations y échappant. La Cour de cassation, dans cet arrêt du 30 janvier 2015, donne le critère suivant : « ne sont pas visés par l'article 629 du Code des sociétés les mécanismes conduisant à un transfert par la société de fonds à titre de propriété – transfert définitif donc - et non sous forme d'avances ou de prêts – lesquels impliquent un remboursement -, même si les fonds ainsi transférés servent ultérieurement au financement de l'acquisition des actions de cette société »<sup>64</sup>. Ne font donc pas partie du champ d'application des règles sur l'assistance financière « l'octroi d'un dividende, d'un super dividende ou de tantièmes, la distribution de réserves, les remboursements opérés en cas de réduction ou d'amortissement du capital, le rachat d'actions propres, les distributions opérées dans le cadre d'une liquidation, ... »<sup>65</sup>.

---

<sup>61</sup> Ancêtre de l'art. 5 :152 actuel, l'art. 329 du Code des sociétés était l'équivalent, pour les SPRL, de l'art. 629 concernant les SA.

<sup>62</sup> A. ANDRÉ-DUMONT, "*Ibid.*", p.653.

<sup>63</sup> A. ANDRÉ-DUMONT, "*Ibid.*", p.655.

<sup>64</sup> E. POTTIER, « Un transfert définitif de fonds ne constitue pas une forme d'assistance financière », note sous Cass., 30 janvier 2015, *R.D.C.*, 2015, p. 429.

<sup>65</sup> E. POTTIER, "*Ibid.*", p. 429.

La Cour de cassation consacre ainsi ce qui est l'interprétation traditionnelle de la jurisprudence et de la doctrine. Cette interprétation stricte de la loi, qui permet les opérations qui ne sont pas précisément prohibées par la loi, est la conséquence « *du caractère impératif, voire d'ordre public, de la disposition légale, ainsi que par la sanction pénale qui s'y attache* »<sup>66</sup>.

## § 2. L'exonération fiscale des dividendes

Cette stratégie de descente de dettes couplée à un versement des dividendes est facilitée en Belgique par l'exonération fiscale complète des dividendes versés. Il s'agit de ce qu'on appelle la déduction des revenus définitivement taxés (RDT). Cette déduction des RDT trouve son origine dans la directive européenne mère-fille 90/435 du 23 juillet 1990 qui a pour but d'éviter une double imposition économique et de favoriser les grandes libertés fondamentales européennes, en particulier la liberté d'établissement. La directive européenne a été transposée dans le Code des impôts sur les revenus (CIR '92).

L'exonération fiscale des dividendes n'est possible que si des conditions quantitatives et qualitatives sont respectées :

- conditions qualitatives (art. 202§2 CIR '92): la société mère (c'est-à-dire la Newco) doit détenir dans la société qui distribue les dividendes une participation de 10% au moins ou bien un investissement d'au moins 2,5 millions d'euros. Ces conditions seront généralement remplies dans le cas d'investissement par des fonds de *Private Equity*. De plus, la société mère doit avoir été (ou promettre d'être) détentrice des actions de la société cible en pleine propriété pendant une période

---

<sup>66</sup>Y. DE CORDT et A.-P. ANDRÉ-DUMONT, "*op. cit.*", p.33.

- ininterrompue d'au moins un an. Cette condition sera remplie pour les fonds de *Private Equity* qui, dans la plupart des cas, investissent sur une durée de 5 à 7 ans.
- conditions quantitatives : la société cible qui distribue des dividendes devra s'assurer qu'elle ne se trouve pas dans un des 7 cas d'exclusion de déductibilité listés à l'art. 203 du CIR '92. Cet article vise à s'assurer que la société filiale (la cible) a été taxée effectivement et n'est pas elle-même bénéficiaire de taux effectif anormalement plus bas que les taux belges officiels. L'art. 203 §1 exclut notamment les sociétés qui recueillent des revenus de pays étrangers bénéficiant d'un régime d'imposition distinct, exorbitant du droit commun, les sociétés à établissement stable étranger assujetti à un régime notablement plus avantageux qu'en Belgique, ou encore les sociétés qui ne sont que des sociétés distributrices de dividendes provenant eux-mêmes de sociétés qui seraient exclues. Sont également exclus les dispositifs hybrides, c'est-à-dire dans lesquels la société filiale distributrice de dividendes les a par ailleurs déduits de ses bénéfices.

Les conditions qualitatives seront donc généralement facilement respectées, tandis que les conditions quantitatives devront être vérifiées une par une pour éviter d'entrer dans une des exclusions.

### § 3. La déduction fiscale des intérêts

La descente de dettes permet également de bénéficier d'un autre avantage : elle facilite la déduction fiscale des intérêts afférents à cette dette en la plaçant dans la société produisant du cash-flow. Cet avantage fiscal de déduction des intérêts n'est possible que si toute une série de conditions sont respectées :

- 1) Les paiements d'intérêt, pour être déductibles, doivent naturellement remplir les conditions ordinaires de déductibilité (art. 49 CIR'92) : les charges doivent être supportées dans la période imposable, « *en vue d'acquérir des revenus imposables* », et justifiées au moyen de documents probants.
- 2) Les paiements d'intérêt doivent aussi, afin d'être déductibles, respecter les règles anti-abus : si les intérêts sont payés à un non-résident bénéficiant d'un régime fiscal plus avantageux que le système belge, alors l'opération doit être réelle, sincère et ne pas dépasser les limites normales (art. 54 CIR'92). De plus, si les intérêts sont payés à des bénéficiaires dans des paradis fiscaux, les paiements doivent être déclarés (art. 307§1/2) et doivent être effectués réellement et sincèrement dans des opérations conclues avec des personnes autres que des constructions artificielles (art. 198§1, 11° CIR'92).
- 3) La société doit également veiller au respect des règles de sous-capitalisation :
  - les intérêts payés à des prêteurs établis dans un paradis fiscal ne sont pas déductibles si l'emprunt excède cinq fois les fonds propres (art. 198 §1, 11° CIR '92). Si le prêteur n'est pas établi dans un paradis fiscal, cette règle ne s'applique pas.
  - les intérêts doivent être inférieurs à 30% d'EBITDA ou 3 millions d'euros. Ces deux seuils doivent être respectés, et cette règle s'applique toujours. (art. 198/1, §3 CIR '92). Cette règle est calculée sur base consolidée (en prenant donc en compte toutes les sociétés liées).
  - les intérêts payés à un emprunteur actionnaire ou administrateur sont requalifiés en dividende si le montant total de l'emprunt excède les fonds propres de la société (art. 18, al. 1, 4° CIR'92).

Ces conditions de déductibilité pourraient poser un problème précisément dans le cas qui nous occupe, c'est-à-dire dans le cas d'intérêts payés pour rembourser un emprunt pris afin de distribuer des dividendes. Dans un récent arrêt du 9 janvier 2018, la Cour d'appel de Gand « a refusé la déduction d'intérêts comme frais fiscalement déductibles »<sup>67</sup>. La Cour « estime que les opérations dites de « debt push down » sont réalisées principalement dans l'intérêt des actionnaires vendeurs et des nouveaux actionnaires (...) et souligne que la société n'a pas démontré que l'acquisition était nécessaire pour la continuation de son activité »<sup>68</sup>. L'objection de la Cour fait référence à la fois à l'exigence du respect de l'intérêt social (dont nous reparlerons) et du lien requis entre les dépenses et l'acquisition de revenus imposables. Cet arrêt s'inscrit à la suite d'une inflexibilité grandissante de la part de l'administration fiscale dans cette matière au cours des dernières années. Cependant, il y a également eu confirmation par le ministre des Finances que « dans de telles situations, la déductibilité fiscale doit être jugée au cas par cas et qu'il ne peut être exclu qu'une société puisse prouver qu'il a été satisfait aux conditions prévues pour la déduction »<sup>69</sup>.

Ces conditions de déductibilité nous semblent excessives, car elles font obstacle à l'endettement et à l'effet de levier.

#### § 4. La consolidation fiscale « à la belge »

La descente de dette (« debt pushdown ») permet, en réalité, de surmonter un problème belge, à savoir l'absence de consolidation fiscale. C'est l'absence de consolidation fiscale

---

<sup>67</sup> Gand, 9 janvier 2018, *R.A.B.G.*, 2018, note F. SOETAERT et J. MOTTE, « De fiscale aftrek van interesten in hte kader van de finaliteitsvoorwaarde », p.927.

<sup>68</sup> Gand, 9 janvier 2018, « *Ibid.* », p.927

<sup>69</sup> Gand, 9 janvier 2018, « *Ibid.* », p.926

qui pousse les acteurs à recourir à une descente de dettes car ainsi, comme on l'a vu, avec une descente de dettes « *la structure peut être aisément améliorée si la dette et les revenus des activités de l'entreprise acquise se trouvent concentrés au niveau de la même entité. De plus, les prêteurs de fonds (essentiellement les banques) souhaiteront souvent bénéficier de sûretés au niveau des actifs de la société opérationnelle* »<sup>70</sup>.

La consolidation comptable est appliquée en Belgique. Elle est inspirée de la directive du 13 juin 1983 sur les comptes consolidés, transposée en droit belge dans le CSA et ses arrêtés d'exécution. La consolidation comptable est même obligatoire pour les sociétés mères. Malgré cette consolidation comptable obligatoire, la Belgique est un des rares pays européens à ne pas appliquer de consolidation fiscale<sup>71</sup>. Comme le rappelle T. AFSCHRIFT, « *en droit fiscal belge, chaque société est un être fiscal autonome, taxé en tant que tel, même si la société fait partie d'un groupe de sociétés, qui prépare des comptes consolidés ; la déclaration fiscale consolidée, c'est-à-dire l'imposition des résultats d'un groupe au niveau consolidé, est inconnue en Belgique* »<sup>72</sup>. On peut se demander pourquoi il y a absence de consolidation fiscale en Belgique. A notre avis, il y a plusieurs raisons :

- 1) La notion de groupe qu'implique la consolidation fiscale n'existe pas en Belgique car elle va à l'encontre de deux principes fondateurs du droit des sociétés belges : la notion de personnalité juridique appliquée aux personnes morales qui auront

---

<sup>70</sup> A. COIBION, "*op. cit.*", p.144.

<sup>71</sup> "*A la différence de la législation de la plupart des pays généralement considérés comme économiquement avancés, la loi belge ne permet pas la consolidation fiscale des résultats des sociétés d'un même groupe. Une société ne peut donc déduire de ses bénéfices imposables les pertes subies par une autre société du même groupe*". Voy. T. AFSCHRIFT, « Les conséquences fiscales de la restructuration de l'endettement », Texte du rapport belge au congrès de l'IFA tenu à Amsterdam en 2006, *J.D.F.*, 2006, p. 285.

<sup>72</sup> T. AFSCHRIFT, "*op. cit.*", p. 298.

pour objectif de servir au mieux leurs propres intérêts ; et la notion de société à responsabilité limitée qui, en créant une imperméabilité de principe entre société et actionnaires, cadre mal avec la notion de groupe.

- 2) Dans un avis rendu sur la consolidation fiscale, le Conseil supérieur des finances (un groupe d'experts au sein du Ministère des Finances) avait déjà noté en 1993 que « *la consolidation coûte au Trésor* » car « *la compensation de résultats positifs et négatifs réduit la base imposable* » et que « *d'importants bénéfices transférés à l'étranger, dans les pays bénéficiant de régimes fiscaux exorbitants du droit commun, ne peuvent être réintégrés dans la base imposable* »<sup>73</sup>.
- 3) Enfin, contrairement à la France ou encore la Hollande, la Belgique n'a pas de volonté d'expansion impérialiste ou colonialiste par l'intermédiaire de l'exportation et de l'implantation à l'étranger de ses sociétés. Une consolidation fiscale favorise une telle expansion.

Dans un objectif de rendre plus attractif le régime fiscal pour les groupes belges ainsi que pour les multinationales, la Belgique a décidé de mettre en place, à partir de 2019, un régime de transferts intra-groupe. Comme l'avait déjà souligné le Conseil supérieur des finances, « *calculer l'impôt sur une base consolidée permet d'assurer la neutralité fiscale des structures juridiques* »<sup>74</sup>. Ce régime de transferts intra-groupe s'apparente à une consolidation fiscale « à la belge », une première dans l'histoire de la taxation en Belgique. Le modèle belge est inspiré du modèle suédois, qui est « *un régime de transferts intra-*

---

<sup>73</sup> Conseil supérieur des finances, Section fiscalité et parafiscalité, « Avis sur la consolidation fiscale », Mars 2013, p.9.

<sup>74</sup> Conseil supérieur des finances, "*Ibid.*", p.5.

*groupe optionnels entre sociétés éligibles* »<sup>75</sup> et qui donc est « *facultatif et laisse chaque année aux sociétés éligibles le choix de procéder à un transfert ou non* »<sup>76</sup>.

Le régime belge est inscrit à l'art. 205/5 du CIR'92. C'est un mécanisme de compensation des bénéficiaires d'un groupe avec les pertes subies par d'autres entités. Contrairement au régime suédois, et dans un surréalisme typiquement belge, le régime de transferts intra-groupe en Belgique n'exige pas en réalité de transfert effectif. Puisque « *il existe un risque d'appauvrissement dans le chef de l'actionnaire minoritaire (...) la Belgique a choisi de neutraliser autant que possible cet impact en n'optant pas pour un paiement effectif du transfert intra-groupe, mais en prévoyant un paiement de la composante fiscale* »<sup>77</sup>. Le régime belge, comme le régime suédois, exige une participation d'au moins 90% et un lien de participation ininterrompu de cinq ans.

Ce régime des transferts intra-groupe est donc « *imparfait* » puisque « *il ne prévoit pas une pleine et entière consolidation fiscale entre les sociétés d'un même groupe mais privilégie plutôt des transferts notionnels après établissement de la base imposable de chaque entité sur une base individuelle* »<sup>78</sup>.

La doctrine s'accorde à reconnaître que cette consolidation fiscale à la belge est un progrès, mais qui est cependant limité<sup>79</sup>. Les objections les plus fréquentes concernent l'exigence

---

<sup>75</sup> P. VANCLOOSTER, P. DERÉ et D. VERBEURGT, « Introduction de la consolidation en Belgique. Opportunités et contraintes ? », *R.G.F.C.P.*, 2019, p. 18.

<sup>76</sup> P. VANCLOOSTER, P. DERÉ et D. VERBEURGT, « *Ibid.* », p. 18.

<sup>77</sup> P. VANCLOOSTER, P. DERÉ et D. VERBEURGT, « *Ibid.* », p. 18.

<sup>78</sup> M. DURANT, L. LEBRUN, E. VON FRENCKEL et O. VANDENBORNE, « Impôts des sociétés. Revenus définitivement taxés et consolidation 'à la belge' : un mariage difficile ? », *Act. fisc.*, 2020, pp. 1-9.

<sup>79</sup> D. PHILIPPE, « Quelles sont les opportunités offertes par la nouvelle consolidation fiscale ? », *Sem. Fisc.*, 2018/44, n° 358, p.1.

de participation de 90% qui est trop stricte, l'exigence de détention de cette participation pendant cinq ans qui est trop longue, et les possibles entraves à la liberté d'établissement européenne et la liberté d'organisation que produisent les conditions de participation<sup>80</sup>. Certains experts pointent également les risques de mauvaises estimations des paiements fiscaux, les risques de pénalité y attendant, ainsi que les risques de double taxation causés par des pertes de la société réceptrice.

L'exigence d'une détention ininterrompue de cinq ans pour son application rend la consolidation fiscale à la belge peu utile pour les fonds de Private Equity qui ont généralement un horizon d'investissement entre cinq et sept ans.

## Section II. Le rachat d'actions propres

Après la descente de dettes (*debt pushdown*), nous passons à une autre technique de financement se situant hors-champ des règles sur l'assistance financière : le rachat d'actions propres par la société. Le rachat d'actions propres est également « *un mécanisme conduisant à un transfert de fonds (...) à titre définitif et non sous la forme d'avance ou de prêt* »<sup>81</sup>. A ce titre, selon l'interprétation de la Cour de cassation dans son arrêt du 30 janvier 2015 vu ci-dessus, le rachat d'actions ne tombe pas sous le coup des conditions prohibitives de l'assistance financière.

Le rachat d'actions propres doit se faire selon une procédure et des conditions établies par les art. 7:215 du CSA pour les SA et l'art : 5:145 du CSA pour les SRL. Les articles prévoient que le rachat doit être autorisé par une décision préalable de l'assemblée générale, et surtout que les sommes affectées à ce rachat doivent être susceptibles d'être distribuées

---

<sup>80</sup> P. VANCLOOSTER, P. DERÉ et D. VERBEURGT, « Introduction de la consolidation en Belgique. Opportunités et contraintes ? », *R.G.F.C.P.*, 2019, pp. 31-32.

<sup>81</sup> Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT, "*op. cit.*", p.34.

conformément aux règles de distribution de dividendes. Le rachat d'achat d'actions propres s'apparente ainsi en droit des sociétés à la distribution d'un dividende. Avec le nouveau CSA, il n'y a plus de limite au rachat d'actions propres. Cependant, afin d'éviter les abus, une limite de 20% du capital souscrit est inscrite dans le CIR'92. Si la société rachète plus de 20% des actions, les actions sont réputées annulées fiscalement et le boni d'acquisition est alors immédiatement imposable (art. 186 CIR'92). Ce nouvel art. 186 ajoute une complexité supplémentaire car il laisse la possibilité à la société de choisir quelles sont les actions nouvellement acquises qui sont censées être détruites (annulées). Pour le surplus au-delà de 20%, le régime fiscal des plus-values s'appliquera à l'actionnaire des actions non-détruites ; le régime fiscal des dividendes s'appliquera à l'actionnaire des actions détruites.

On remarque que le rachat d'actions propres est rarement utilisé en pratique<sup>82</sup> compte tenu de la limite fiscale ainsi que de la complexité du rachat d'actions. La procédure simple de distribution de dividendes, en combinaison avec le système fiscal favorable des RDT, lui sera généralement préférée.

### Section III. La réduction de capital

Une autre façon, plus théorique celle-ci, qui permet à la société cible de transférer des fonds à la NewCo est la réduction de capital. L'art. 7:208 du CSA exige, pour les SA, que toute réduction de capital passe par une modification des statuts décidée dans le respect de l'égalité de traitement des actionnaires. Les créanciers ont deux mois pour exiger une sûreté pour les créances nées et non encore échues. Pour les SRL, aujourd'hui sans

---

<sup>82</sup> F. TANGHE & Y. VAN PUL, "*op. cit.*", p. 58.

capital, tout remboursement sera considéré comme une distribution qui devra respecter le double test des art. 5:142 du CSA (test de l'actif net) et 5:143 (test de liquidité). Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008 s'applique un nouveau régime fiscal pour les réductions de capital. Ce régime peut avoir des conséquences fiscales négatives pour la société distributrice en matière d'impôt des sociétés, et de précompte mobilier<sup>83</sup>.

Pour ces raisons fiscales et de droit des sociétés, la réduction de capital est rarement retenue comme solution pour faire remonter des fonds vers la NewCo.

#### Section IV. La fusion

##### §1. La fusion et l'assistance financière

La fusion de la NewCo et de la société cible peut sembler être une solution attirante pour transférer la dette d'acquisition au niveau de la société cible. *« Un scénario idéal consiste à apporter la dette d'acquisition au niveau des actifs de la cible et ainsi de fournir des sûretés sur les actifs de la cible comme garantie pour le remboursement de la dette d'acquisition. Le cashflow des activités de la cible peut en outre être utilisé directement pour le remboursement du prêt d'acquisition »*<sup>84</sup>. H. LAMON note également que « la fusion est *« fréquemment envisagée dans le cadre de structures post-acquisition. En l'absence de consolidation fiscale, les acquéreurs peuvent envisager une fusion de la société-cible avec le véhicule d'acquisition »*<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup> “Nouveau régime fiscal de réduction de capital”, Baker Tilly, 25 janvier 2019, Site internet [www.bakertilly.be/fr/news](http://www.bakertilly.be/fr/news) consulté le 21 avril 2021, pp. 1-5.

<sup>84</sup> F. TANGHE et Y. VAN PUL, “*op. cit.*”, p. 59.

<sup>85</sup> H. LAMON, “*op. cit.*”, p. 546.

Une large partie de la doctrine accepte qu'une fusion n'est pas interdite par les règles sur l'assistance financière. Selon F. TANGHE et Y. VAN PUL<sup>86</sup>, quatre arguments principaux sont avancés pour soutenir cette proposition: 1) la fusion n'est pas expressément nommée dans les articles 7:227 et 5:152 du CSA listant les opérations interdites ; 2) en cas d'une absorption par la NewCo, la société cible est dissoute, de sorte que l'on peut difficilement soutenir que le capital de la cible doit encore être protégé ; 3) les causes de nullité sont énumérées limitativement dans le CSA ; et 4) les créanciers de la cible bénéficient déjà de la protection du capital dans le cadre de la procédure de fusion.

Pour une partie minoritaire de la doctrine, le choix d'une telle opération est problématique. Cependant, il nous semble que l'interprétation restrictive qu'a adoptée la Cour de cassation en ce qui concerne les règles sur l'assistance financière permet une telle fusion après acquisition.

Bien que la fusion soit une solution théoriquement possible selon le Code des sociétés et des associations pour faire descendre la dette, en pratique on observe peu de fusions. En effet, la fusion effectuée après acquisition en vue d'une descente de dettes ne sera pas neutre fiscalement. H. LAMON note ainsi que « *cette opération est extrêmement risquée d'un point de fiscal dès lors que la Commission des accords fiscaux préables (donc bien avant le S.D.A) a déjà, à plusieurs reprises, confirmé que la fusion holding – société cible dans le cas d'un leverage buy-out ne remplit pas la condition de besoins légitimes de caractère financier et économique et rejette l'application de la neutralité fiscale* »<sup>87</sup>.

C'est l'occasion ici de se pencher sur ce Service important, particulièrement en matière d'opérations financières.

---

<sup>86</sup> F. TANGHE et Y. VAN PUL, "*op. cit.*", p. 59.

<sup>87</sup> H. LAMON, "*op. cit.*", p.610.

## §2. Le Service des Décisions Anticipées

Le SDA est une administration qui fait partie du SPF Finances et qui rend des décisions en matière fiscale sur des opérations qui n'ont pas encore été effectuées par le contribuable. Successeur de la Commission des accords préalables créée en 1992, le SDA est fréquemment amené à émettre un ruling sur la conformité d'une fusion avec l'art. 344 du CIR'92. Le SDA analyse aujourd'hui la fusion post-acquisition à travers le prisme de cet art. 344 du CIR'92, concernant l'abus fiscal. L'art. 344 (introduit pour la première fois en 1993, et modifié depuis) exige que la fusion trouve son origine dans des besoins financiers ou économiques afin qu'elle puisse bénéficier d'une neutralité fiscale. Selon cette disposition, il y a abus fiscal quand le but d'une opération est l'obtention d'un avantage fiscal lié à cette opération. Le contribuable doit prouver que le choix de cette opération se justifie par des motifs autres que fiscaux. Il faudra donc des motifs économiques ou financiers suffisants pour pouvoir bénéficier de la neutralité fiscale de la fusion. Sans ces autres motifs, les plus-values de la société absorbée devraient alors être taxées. *« Pour le SDA (la Commission des Rulings), ces motifs doivent être présents au niveau de la société absorbée. En conséquence, la cible n'a pas intérêt à être absorbée par la NewCo avec pour seul but (le transfert) d'une dette d'acquisition. Il s'ensuit que la Commission des Rulings ne rend plus de rulings positifs pour de telles fusions post-acquisition »*<sup>88</sup>.

Même quand le Service des Décisions Anticipées rend une décision anticipée, le contribuable doit tenir compte du fait que cette décision n'est pas nécessairement définitive. On peut par conséquent s'interroger sur la nature d'une décision anticipée du SDA. Il est tout d'abord naturel que la décision anticipée doive, afin de sortir ses effets,

---

<sup>88</sup> F. TANGHE et Y. VAN PUL, "*op. cit.*", p. 59.

vérifier un certain nombre de conditions, telle que le caractère non encore réalisé de l'opération. Cependant, la loi Ruling (qui institue un système de décisions anticipées) étant ambiguë, la nature d'une décision anticipée n'est pas claire. Certains y voient un acte administratif unilatéral, d'autre y voient un véritable contrat entre le fisc et le contribuable<sup>89</sup>. Ce qui peut paraître plus surprenant encore est la possibilité que la décision anticipée du SDA puisse être frappée de nullité. Il est paradoxal en effet de constater qu'une décision anticipée censée améliorer, et surtout organiser, la sécurité juridique pourrait être remise en cause par l'administration fiscale elle-même pour cause d'illégalité (ou pour un autre motif). Les sources de nullité d'une décision anticipée sont multiples : « *un raisonnement erroné de la part du SDA, la jurisprudence des cours et tribunaux, (...), un ruling considéré comme une aide d'Etat, une directive mal (ou pas) transposée* »<sup>90</sup>. Il y a donc conflit entre le principe de légalité (que l'administration fiscale est tenue de respecter si la décision anticipée n'est pas conforme à des dispositions légales internes ou européennes) et le principe de sécurité juridique (inscrit dans la jurisprudence de la Cour constitutionnelle en droit interne, dans la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union Européenne, et dans la Convention européenne des droits de l'homme). S. GNEDASZ et E. RAVET notent que « *la décision anticipée et la sécurité juridique y afférente sont de manière générale assez bien respectées par le reste de l'administration fiscale mais on notera néanmoins que cette sécurité juridique demeure fragile d'un point de vue théorique au regard des différentes causes légales permettant de la remettre en*

---

<sup>89</sup> S. GNEDASZ et E. RAVET, « Les décisions anticipées et la sécurité juridique : réalité ou chimère ? », *R.G.C.F*, 2020, p. 291.

<sup>90</sup> S. GNEDASZ et E. RAVET, « *Ibid.* », p. 311.

question »<sup>91</sup>. Ces auteurs conseillent, en cas de besoin, « *de recourir aux principes de la sécurité juridique communautaire et du Premier Protocole additionnel à la CEDH* »<sup>92</sup>.

## **Chapitre V. Autres conditions légales générales à respecter**

Au-delà des conditions juridiques spécifiques liées aux opérations financières que nous venons d'aborder, la société devra veiller à ce que ces techniques de financement respectent également une série de conditions auxquelles les opérations financières en général doivent également se conformer.

### **Section I. L'intérêt social**

L'intérêt social est un des fils conducteurs du CSA. La société, personne juridique distincte de ses actionnaires, a ses propres intérêts distincts de ceux de ses actionnaires. Cela reflète la collectivité de l'organisation de la société et l'inscription de sa gestion dans la durée. C'est ce que la Cour de cassation a précisé dans son arrêt du 28 novembre 2013 : « *l'intérêt social est déterminé par le but de lucre collectif des associés actuels et futurs* »<sup>93</sup>. Notion à géométrie variable selon le contexte dans lequel elle est utilisée, l'intérêt social impose donc à l'organe de gestion de tenir compte des intérêts à long terme de la société, mais aussi des « stakeholders », c'est-à-dire les différentes parties prenantes. On peut s'interroger sur l'utilité et la justesse d'inclure des associés futurs, qui n'existent donc pas. A vouloir lui imposer de satisfaire tout le monde, la société est-elle encore

---

<sup>91</sup> S. GNEDASJ et E. RAVET, «*Ibid.*», p. 341.

<sup>92</sup> S. GNEDASJ et E. RAVET, «*Ibid.*», p. 311.

<sup>93</sup> Cass., 28 novembre 2013, R.P.S., 2014, p. 41.

gérable ? Quoiqu'il en soit, l'administrateur se doit de prendre en compte l'intérêt social tel qu'interprété par la Cour de cassation car cette notion exerce un rôle-clé dans l'appréciation de la faute de gestion (énoncée à l'art. 2:56 al. 1 du CSA). L'art. 2:56 doit être lu en lien avec l'art. 2:51 du CSA qui tient l'administrateur pour responsable envers la personne morale de la bonne exécution du mandat qu'il a reçu. Une mauvaise exécution est souvent dûe au non-respect de l'intérêt social.

Les opérations de financement décrites dans les chapitres précédents doivent, en plus de leurs conditions particulières, satisfaire ainsi à l'exigence du respect de l'intérêt social. En particulier, « *l'octroi du financement par la société-cible devra, dans tous les cas, être effectué dans le respect de son intérêt et de son objet social* »<sup>94</sup>. Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT notent que « *certain auteurs considèrent que, pour autant que les conditions particulières imposées par (les règles sur l'assistance financière) soient respectées, l'octroi de l'assistance financière sera considéré être dans l'intérêt de la société, sauf circonstances exceptionnelles* ». C'est notamment le cas de J. RICHELLE et E. JANSSENS qui estiment que « *au vu des conditions strictes qui doivent être respectées pour que l'assistance financière soit autorisée, on peut supposer que, sauf circonstances exceptionnelles, la transaction sera dans l'intérêt de la société si toutes les conditions (de l'assistance financière) sont remplies* »<sup>95</sup>. Cette opinion est rendue crédible par le fait que, dans les règles sur l'assistance financière de l'art. 7 :227 CSA, la référence à l'intérêt social est seulement présente dans les mentions du rapport que doit rédiger l'organe d'administration sur l'opération.

---

<sup>94</sup> H. LAMON, "*op. cit.*", p. 95.

<sup>95</sup> J. RICHELLE et E. JANSSENS, "*op. cit.*", p.117.

L'intérêt social doit être pris en compte, mais il existe une atténuation à ce principe. En effet, la NewCo et la société cible forment, au sens du CSA, un groupe de sociétés liées dans lequel la société mère (la NewCo) exerce un contrôle sur la filiale (la société cible). Pour cette raison, depuis quelques décennies, on admet que des décisions puissent être prises, qui ne sont pas justifiées exclusivement par l'intérêt social propre<sup>96</sup>. C'est la jurisprudence Rozenblum de la Cour de cassation française (de 1985), reprise en Belgique par l'arrêt Wiskeman de la Cour d'appel de Bruxelles (en 1992). Selon cette jurisprudence, on peut accepter des opérations intra-groupe (telles que garantir les dettes d'une autre société du groupe) qui ne sont pas justifiées exclusivement par un intérêt social propre, sous trois conditions essentielles : 1) l'existence d'un groupe, et l'appartenance des deux sociétés au groupe, 2) il faut une contrepartie minimale à des conditions normales de marché, et 3) il ne faut pas que cette garantie crée un risque majeur pour la société. On constate donc une évolution et l'apparition d'un intérêt de groupe qui peut être pris en compte.

## Section II. L'objet social

Les opérations qui ne sont pas interdites par l'art. 7:227 du CSA devront d'autre part s'inscrire dans l'objet social de la société. La spécialité statutaire de la société limite les opérations qu'elle peut entreprendre. Les transactions qui excèdent la spécialité statutaire courent le danger d'être remises en cause par les tribunaux. En matière d'acquisitions par des fonds de *Private Equity*, ce problème se pose surtout en ce qui concerne les sûretés offertes par la société cible. Cependant, K. TROCH remarque que « *les sûretés au profit*

---

<sup>96</sup> S. BOGAERTS, « Het verbod of financiële steunverlening en het vennootschapsbelang : schapen in wolvenvacht ? », T.R.V., pp. 246-247.

*d'autres sociétés du même groupe sont rarement considérées comme ayant excédés l'objet social. De plus, dans la pratique cette condition (de l'objet social) posera rarement un problème en raison de la formulation généralement large de l'objet social et de l'ajout de ce qu'on appelle les clauses 'catch all' »<sup>97</sup>. La protection offerte par l'objet statutaire a d'autant plus perdu de sa valeur qu'aujourd'hui « les tribunaux ont tendance à donner une interprétation large à ce qui tombe dans les limites de l'objet statutaire »<sup>98</sup>.*

*Cependant, E. HELLINX avance que les limites posées par l'objet statutaire « peuvent, dans certains cas, combler des lacunes en l'absence de règles sur l'assistance financière. Dans le contexte de l'assistance financière sous forme de don inconditionnel, la notion légale d' 'objet statutaire' agira comme un mécanisme correctif. Ce sera généralement aussi le cas pour des transactions à des prix sous-évalués ou pour des suretés accordées par la société sans contrepartie »<sup>99</sup>.*

## **Chapitre VI. Réflexion de lege feranda**

### **Section I. L'origine des règles sur l'assistance financière**

Ces règles trouvent leur origine au Royaume-Uni où elles entrent en vigueur en 1928, bien avant l'adoption de la Seconde Directive européenne de 1976. L'assistance financière d'une société à un tiers pour l'achat des actions de la société est considérée comme

---

<sup>97</sup> K. TROCH, *Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen : een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van vennootschappen zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 8 oktober 2008*, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 33.

<sup>98</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p.1064

<sup>99</sup> E. HELLINX, "*Ibid.*", p.1064

« *trafficking in its shares* »<sup>100</sup>. Les règles sont adoptées pour prévenir les abus les plus graves. Les règles sont alors « exportées » vers les juridictions européennes et à travers le monde via le Commonwealth britannique.

Dès son implémentation en 1928, les règles souffrent d'une difficulté d'application et compliquent des transactions parfaitement anodines. En 2006, le Royaume-Uni place les *private companies* (l'équivalent, au sens des directives européennes, des SRL) en dehors du champ d'application des règles sur l'assistance financière. E. HELLINX note l'ironie du fait que « *le Royaume-Uni qui le premier a introduit une interdiction de l'assistance financière et qui a exporté cette idée aux quatre coins du monde, a récemment retiré les private companies complètement du champ d'application de l'interdiction* »<sup>101</sup>. On peut logiquement s'attendre à ce que, à la suite du Brexit, le Royaume-Uni mette également hors-champ d'application ses *public companies* (c'est-à-dire l'équivalent, au sens des directives européennes, des sociétés anonymes).

## Section II. La diversité des règles chez nos voisins et ailleurs

On remarque une grande divergence de règles sur l'assistance financière entre les différents Etats membres de l'Union Européenne ainsi qu'avec les Etats-Unis.

Les Pays-Bas ont, en 2012, abrogé leur régime d'assistance financière qui s'écartait déjà partiellement de la Deuxième Directive européenne. Les éventuelles difficultés liées à l'assistance financière sont depuis lors traitées notamment avec le droit des sociétés, en particulier l'intérêt social, et avec le droit de l'insolvabilité<sup>102</sup>.

<sup>100</sup> E. HELLINX, «*op. cit.*», p.1043.

<sup>101</sup> E. HELLINX, «*op. cit.*», pp.1044-1045.

<sup>102</sup> J. BECKERS J., « Art. 2 :207c BW is vervallen – leve de steunverlening ? », Revue néerlandaise *MvV*, 2014, pp. 117-127.

L'Allemagne n'a pas de réglementation ni de conditions procédurales pour l'assistance financière. Les opérations d'assistance financière peuvent cependant être soumises à certaines limites liées aux règles sur les distributions aux actionnaires, sur la responsabilité des actionnaires et sur le droit de l'insolvabilité<sup>103</sup>.

Aux États-Unis, « *il n'y a pas de restriction explicite à l'assistance financière* »<sup>104</sup> et « *les leveraged buyouts sont seulement sujet à un système de contrôle ex-post* »<sup>105</sup>. Il s'agit donc d'un système d'évaluation a posteriori de l'opération financière au regard de la protection de la société et de ses créanciers. E. HELLINX note qu'aux États-Unis, « *aucun problème notable n'est survenu à cet égard* »<sup>106</sup>, malgré l'absence de limitation particulière.

Alors que ce bref panorama étranger montre que ces pays traitent les opérations de financement d'acquisitions de sociétés avec des règles existantes et plus générales, la Belgique conserve dans son arsenal juridique ces règles spécifiques sur l'assistance financière. La Belgique, en incluant toutes les formes de sociétés, s'était déjà singularisée en pratiquant le *gold plating* dans le champ d'application de la Deuxième directive<sup>107</sup>. En gardant ces règles spécifiques sur l'assistance financière, la Belgique conserve en place un système dont on peut légitimement se demander s'il est nécessaire.

---

<sup>103</sup> A. CAHN, « Intragroup loans under German law », *ECL European Company Law*, 2010, p. 44.

<sup>104</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p.1070.

<sup>105</sup> E. HELLINX, "*Ibid.*", p.1056

<sup>106</sup> E. HELLINX, "*Ibid.*", p.1070.

<sup>107</sup> « *La politique de "goldplating" pratiquée par la Belgique lors des transpositions des directives européennes a eu pour effet d'amplifier ce constat (de rigidité de son système), notamment en étendant aux SPRL et aux SCRL les règles protectrices du capital social qui n'avaient vocation à s'appliquer qu'aux SA et aux SCA* ». Voy. J. MALHERBE, Y. DE CORDT Y., P. LAMBRECHT, P. MALHERBE et H. CULOT, *Droit des sociétés*, Précis de la

### Section III. Les règles sur l'assistance financière : redondance et incohérence

#### §1. La protection : un système redondant

Indépendamment des règles sur l'assistance financière, la loi offre déjà un éventail de dispositions qui peuvent s'avérer utiles afin de protéger les créiteurs et les actionnaires minoritaires. C'est ce qu'observe E. HELLINX en indiquant que « *si les restrictions à l'assistance financière étaient abolies en Belgique, les créiteurs et les actionnaires minoritaires dépendraient d'autres mécanismes afin d'assurer la protection de leurs intérêts contre un actionnaire (majoritaire) abusif qui pillerait les actifs de la société* »<sup>108</sup>.

Passons en revue ces autres mécanismes de protection :

##### a) Le maintien du capital

Une des raisons fréquemment citées de la nécessité de règles juridiques concernant l'assistance financière est l'exigence de maintien du capital<sup>109</sup>. Or, comme le notent Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT, « *il n'est pas évident de comprendre pourquoi l'octroi d'avances, d'un prêt ou de sûretés en vue de permettre l'acquisition de ses propres*

---

Faculté de Droit et Criminologie de l'Université catholique de Louvain, Bruxelles, Larcier, 2020, p. 203.

<sup>108</sup> E. HELLINX, numéro 58, p.1063.

<sup>109</sup> « *On admet en effet généralement que l'objectif de la prohibition édictée par l'article 629 – considérée comme constituant 'un complément normal de la réglementation relative à l'acquisition par la société de ses propres actions' – est d'éviter que la société ne diminue la gage commun de ses créanciers en affectant ses actifs à de telles opérations qui ne font pas partie des activités 'normales' d'une société* ». Voy. D. WILLERMAIN, « *op. cit.* », p.147.

*actions est traité comme une opération mettant en péril le capital de la société concernée. En effet, l'octroi d'un tel prêt ou avance n'affecte pas en lui-même le capital de la société et il n'y a pas à priori de raison de supposer que la créance de prêt dans le chef de la société à l'égard de son nouvel actionnaire constitue une non-valeur* »<sup>110</sup>. L'importance, pour le législateur, du maintien du capital comme motif de ces règles apparaît clairement quand on observe l'emplacement des règles sur l'assistance financière dans le CSA : ces règles de l'art. 7:227 sont situées au cœur-même du chapitre sur le maintien du capital, entre les dispositions sur la distribution des bénéfices (art. 7:212), les dispositions sur l'acquisition d'actions propres (art. 7:215), et la procédure de la sonnette d'alarme (art. 7:228), et suivent immédiatement les dispositions sur la réduction du capital (art. 7:208). Des transactions qui aujourd'hui tombent sous le coup du régime de l'assistance financière font donc l'objet d'un contrôle a-priori de toutes ces autres règles de maintien du capital. Ces autres règles visant à protéger les créanciers sont toujours d'application, et des règles supplémentaires pour des opérations d'assistance financière qui ne compromettent pas directement le maintien du capital ne semblent pas entièrement justifiées.

---

<sup>110</sup> Y. DE CORDT et A. ANDRÉ-DUMONT, "*op. cit.*", p.23. D. WILLERMAIN ne dit pas autre chose quand il note qu' "*en réalité, au niveau bilantaire, l'opération est neutre lorsqu'elle est mise en place. Si elle prend la forme d'un prêt, elle se traduit comptablement par la diminution d'un poste du bilan (les liquidités) et par l'augmentation d'un autre poste (celui des créances). L'actif net demeure donc inchangé. Si l'opération prend la forme d'une sûreté, elle n'a aucun effet immédiat sur le bilan. Ce n'est qu'à terme, en cas d'insolvabilité de l'emprunteur, que l'opération est susceptible d'avoir un impact négatif sur le bilan de la société*". Voy. D. WILLERMAIN, "*op. cit.*", p.147.

#### b) Les actionnaires minoritaires

Une autre critique importante des LBOs est qu'ils permettraient une manipulation de la valeur de la société et pourraient nuire aux intérêts des actionnaires minoritaires. « *Le private equity peut susciter de la suspicion et un certain malaise, avec sa dimension « privée » soulevant des connotations d'activité suspecte et de collusion entre opérateurs sophistiqués* »<sup>111</sup>. Les règles sur l'assistance financière offriraient ainsi une forme de protection contre ces interférences. Cependant, des règles visant à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires existent déjà : il s'agit notamment du droit à l'information des actionnaires minoritaires, du droit de vote, ainsi que des remèdes en cas de dysfonctionnement (action minoritaire par exemple)<sup>112</sup>. Toutes ces dispositions existent et peuvent être utilisées pour combler d'éventuels excès dans des opérations de LBOs. De plus, les règles sur les conflits d'intérêt dans le chef des administrateurs (art. 7:96 du CSA) et dans le chef des actionnaires (art. 7:97) ont un rôle à jouer s'il y a des abus dans la corporate governance.

#### c) L'insolvabilité

L'aversion périodique à l'encontre des LBOs trouve aussi son origine dans l'endettement élevé qui peut, en période de hausse des taux d'intérêt ou de crise économique, mener à la faillite. Cela peut aussi expliquer l'adoption des règles spécifiques en matière d'assistance financière, mais les règles existantes en matière d'insolvabilité sont alors d'application, comme c'est le cas aux Pays-Bas et en Allemagne. La responsabilité des

---

<sup>111</sup> E. FERRAN, «*op. cit.*», p. 9.

<sup>112</sup> F. MAGNUS, « Chapitre 2 - La protection des actionnaires » in *Les groupes de sociétés et la protection des intérêts catégoriels*, 1<sup>e</sup> édition, Bruxelles, Larcier, 2011, pp. 75-76.

administrateurs en cas de faillite peut aussi servir à prévenir le risque de faillite. Ceci montre que « *peut-être les créiteurs peuvent être mieux protégés par les législations externes telles que le droit du travail ou le droit de la consommation, plutôt que le droit des sociétés. Le plus important à cet égard est sans aucun doute le droit de la faillite, qui fonctionne comme un système de contrôles ex-post sur le comportement de la société* »<sup>113</sup>. Les dispositions concernant cette responsabilité ont été transférées en 2017 du droit des sociétés vers le droit de l'insolvabilité, dans le Livre XX du Code de droit économique.

#### d) Le contrat

Au-delà des protections spécifiques existantes du droit des sociétés et du droit économique de l'insolvabilité, « *il ne faut pas perdre de vue que les créiteurs volontaires restent largement responsables de leur propre protection. Certains des risques inhérents aux opérations d'assistance financière peuvent être atténués dans une large mesure par des mécanismes contractuels* »<sup>114</sup>. E. HELLINX note également qu'il existe une pléthore de tels mécanismes contractuels et que rien n'interdit non plus aux créiteurs d'imposer des clauses semblables aux règles sur l'assistance financière ou des clauses limitant les décisions des administrateurs.

#### §2. Un champ d'application incohérent

Plus largement, on ne peut que s'étonner du champ d'application des règles sur l'assistance financière en Belgique. Un transfert définitif de propriété (tel qu'une distribution de

---

<sup>113</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p.1051.

<sup>114</sup> E. HELLINX, "*Ibid.*", p.1066.

dividende) sort du champ d'application et n'est donc pas interdit, pour autant qu'il respecte l'intérêt social et l'objet social. En revanche, un prêt, c'est-à-dire une opération avec exigence de remboursement, est vu avec méfiance et n'est autorisé que sous le respect de conditions supplémentaires à la distribution de dividendes. Selon nous, cela démontre ici encore que les règles existantes du droit des sociétés et du droit économique autres que celles sur l'assistance financière suffisent et ne nécessitent pas l'adoption de règles spécifiques dans cette matière. Nombre d'auteurs regrettent que l'opportunité n'ait pas été saisie ni par la réforme en 2006 de la seconde directive, ni par sa transposition en droit belge pour réformer profondément le régime de l'assistance financière. *« La réforme du système du capital (dans laquelle s'inscrivait la réforme sur l'assistance financière) est, finalement assez décevante. Le législateur avait l'occasion de repenser les structures d'un système assez rigide et qui, parfois, s'avère inadapté à la vie économique actuelle. La réflexion sur ce thème était abondante, et la doctrine avait émis plusieurs idées novatrices. On aurait pu les approfondir, et chercher comment les mettre en œuvre. Au lieu de ce projet porteur, on n'a modifié que quelques aspects purement techniques, en évitant le vrai débat »*<sup>115</sup>.

### §3. Les coûts d'opportunité

Les opérations d'acquisition d'entreprises par les fonds de *Private Equity* sont donc encadrées en Belgique, comme c'est le cas dans de nombreux pays, par les règles existantes de droit des sociétés sur le maintien du capital, sur les conflits d'intérêts, sur l'intérêt social, sur la protection des actionnaires minoritaires, sur la responsabilité des administrateurs, par le droit de l'insolvabilité et également par le droit commun des contrats. Des règles

---

<sup>115</sup> H. CULOT et P. THOUMSIN, "*op. cit.*", p. 99.

spécifiques supplémentaires, telles que celles sur l'assistance financière, sont d'autant moins souhaitables qu'elles contribuent à un climat juridique incertain et restrictif, un marché des capitaux moins efficient, et une offre réduite de capitaux. Dans une étude sur la performance des fonds de LBOs dans un environnement juridique prohibitif, D. CUMMING et S. ZAMBELLI ont conclu que « *quand il y a une interdiction formelle ou des règles incertaines à propos des LBOs, le résultat économique est une offre (de capitaux) diminuée, des performances d'investissement réduites, et des performances d'entreprise plus mauvaises* »<sup>116</sup>. Au vu des effets économiques néfastes de règles supplémentaires, on est donc inévitablement amené à se demander si ce régime incohérent et complexe peut réellement protéger les créiteurs et autres actionnaires minoritaires. Sur un plan plus large, certains se demandent même si la loi doit apporter de telles protections. En effet, « *toute activité commerciale comporte inévitablement des risques. Penser autrement est, au mieux, naïf. En tant que tel, un système de protection des créiteurs sans faille n'est ni atteignable ni désirable dans un contexte commercial* »<sup>117</sup>. Quoiqu'il en soit sur ce débat assez théorique, il existe des propositions visant à assurer un équilibre entre, d'une part, la protection des créiteurs et actionnaires et, d'autre part, la nécessité de maintenir un dynamisme économique créateur de valeur et d'emplois.

#### Section IV. Un système plus équilibré *ex-ante* et *ex-post* est-il envisageable ?

Un auteur italien M. SILVESTRI propose une réglementation qui essaie de combiner l'approche *ex-ante* européenne et l'approche *ex-post* américaine. L'approche américaine « *établit une distinction, ex post, entre des LBOs illégales et légales selon que les*

---

<sup>116</sup> D. CUMMING et S. ZAMBELLI, « Private Equity Performance Under Extreme Regulation », *Journal of Banking and Finance*, 2013, p. 1521.

<sup>117</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p.1063.

*opérations sont intentionnellement frauduleuses ou non* »<sup>118</sup>. Selon cet auteur, l'approche américaine *ex-post* est préférable pour les raisons que nous avons décrites précédemment. Cependant, afin de remédier au problème du biais cognitif dans le processus judiciaire du système *ex-post*, il propose que les administrateurs d'une société souhaitant s'engager dans une opération d'assistance financière soient requis de divulguer des informations à propos de l'opération envisagée. Les informations à divulguer concerneraient le montant des fonds disponibles pour la transaction, les raisons justifiant la transaction, un plan économique-financier et les objectifs poursuivis<sup>119</sup>. Ce système de divulgation peut être un instrument qui réduit le risque de responsabilité pour les administrateurs, et qui peut aussi servir les créiteurs en rendant les intentions des administrateurs plus transparentes. Cette proposition contient certaines des conditions déjà présentes dans les règles d'assistance financière en Belgique. Cependant, à notre avis, ce système n'écarte ni le problème des coûts associés à la préparation de ces informations, ni le fait qu'il s'agisse là encore d'un système de contrôle *ex-ante* critiquable pour les raisons que nous avons déjà évoquées.

## Section V. Précaution, protection et inflation

### §1. Précaution

Dans ce chapitre, nous avons essayé de montrer que non seulement l'adoption de règles spécifiques à l'assistance financière semble excessive pour satisfaire à ces volontés de

---

<sup>118</sup> M. SILVESTRI, « The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs : A law and economics perspective », *European Business Organization Law Review*, 2005, p. 143.

<sup>119</sup> E. HELLINX, "*op. cit.*", p.1069.

protection, mais aussi qu'elle introduit des distorsions économiques qui, sur le long terme et en général, peuvent s'avérer plus détritantes que l'objectif initial de protection.

Cette volonté de protection par le législateur va de pair avec le « principe » de précaution. Apparu il y a une vingtaine d'années, le principe de précaution est une approche philosophique et légale qui consiste à vouloir interdire des activités qui présentent un potentiel de préjudice important mais difficile à prévoir. Il est inscrit dans plusieurs Traités européens, et même dans la Constitution française. Initialement appliqué au domaine environnemental, il a été étendu depuis au domaine économique. Il est sujet à de nombreuses critiques, et notamment celle qu'il ne serait pas protecteur, mais bien « paralysant »<sup>120</sup>. L'économiste Jean de Kervasdoué écrit ceci à propos de ce principe qui crée inutilement un immobilisme permanent : « *Être prudent, analyser les risques pour tenter de les éviter, constituent de sages conseils ; mais d'avoir fait de la précaution un principe est un drame : il ne s'agit plus de tenter d'analyser des évolutions vraisemblables, compte tenu des informations disponibles, mais d'imaginer l'irréel, l'impensable, sous prétexte que les dommages causés pourraient être importants* »<sup>121</sup>. Certains voient dans ce principe une différence caractéristique entre l'Europe et les États-Unis : « *L'Europe accepte le principe de précaution, et les États-Unis pas. (...) Les Américains sont réticents à prendre des précautions, exigeant au contraire des preuves claires de préjudice en vue de justifier des réglementations* »<sup>122</sup>. On ne peut s'empêcher d'y voir une analogie avec l'approche européenne ex-ante et l'approche américaine ex-post, en matière des règles sur l'assistance financière.

---

<sup>120</sup> C. SUNSTEIN, *Laws of Fear: Beyond the Precautionary Principle*, New York, Cambridge University Press, 2005, p. 34.

<sup>121</sup> J. DE KERVASDOUÉ, *Les Prêcheurs de l'apocalypse*, Paris, Plon, 2007.

<sup>122</sup> C. SUNSTEIN, *Laws of Fear: Beyond the Precautionary Principle*, New York, Cambridge University Press, 2005, pp. 13-34.

## §2. Protection

En Belgique, un des fondements du droit des sociétés est la volonté de protection des créanciers. La grande majorité des dispositions sont écrites en ce sens. D'autres objectifs importants sont la protection de l'intérêt social et la protection des actionnaires minoritaires. Les règles sur l'assistance financière dont ce mémoire fait l'objet reflètent ces volontés du législateur national et du législateur européen. Alors que la directive européenne 77/91 du 13 décembre 1976 interdisant toute assistance financière avait pour objectif la protection des associés et des tiers, la directive 2006/68 autorisant l'assistance financière sous conditions a élargi les objectifs : il s'agissait de « *promouvoir l'efficacité et la compétitivité des entreprises sans pour autant réduire la protection dont jouissent leurs actionnaire et créanciers* »<sup>123</sup>. La « protection » reste un objectif central, si pas le principal, des politiques gouvernementales belges, indépendamment des partis politiques au pouvoir. C'est d'ailleurs également l'objectif majeur de l'Union Européenne : immédiatement derrière sa mission de maintenir la paix en Europe, l'Union Européenne « *contribue également à protéger nos droits politiques, sociaux et économiques* »<sup>124</sup>.

Les règles sur l'assistance financière concernent une opération financière spécifique, que nous avons analysée en lien avec l'acquisition de sociétés par les fonds de *Private Equity*, et s'inscrivent dans cette visée primordiale de protection.

---

<sup>123</sup> Directive (UE) 2006/68 du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, *J.O.U.E.*, L 264, 25 septembre 2006, considérant 2.

<sup>124</sup> Site officiel de l'Union Européenne: [https://europa.eu/european-union/about-eu/what-the-eu-does-for-its-citizens\\_fr](https://europa.eu/european-union/about-eu/what-the-eu-does-for-its-citizens_fr) Consulté le 11 mai 2021.

### §3. Inflation

Ces règles s'inscrivent aussi dans la tendance à l'inflation législative observée dans notre pays (et ailleurs) depuis des décennies. Comme le dit le juriste français le Prof. Jean Carbonnier, « *qu'un scandale éclate, qu'un accident survienne, qu'un inconvénient se découvre : la faute est aux lacunes de la législation. Il n'y a qu'à faire une loi de plus* »<sup>125</sup>. Chaque opération financière particulière semble devoir nécessiter l'adoption d'une règle particulière. Les dangers liés à l'inflation législative sont multiples. Tout d'abord, la recherche de contournement de la loi amoindrit sa force. Montesquieu, dans sa célèbre formule, l'explique ainsi : « *Comme les lois inutiles affaiblissent les lois nécessaires, celles qu'on peut éluder affaiblissent la législation. Une loi doit avoir son effet, et il ne faut pas permettre d'y déroger par une convention particulière* »<sup>126</sup>. La descente de dettes, autorisée jurisprudentiellement, est une confirmation de l'aspect superfétatoire des règles sur l'assistance financière. Le second péril de l'inflation législative est économique. Les règles sur l'assistance financière rendent plus difficile dans notre pays l'acquisition de sociétés privées par des fonds de *Leveraged Buyouts*. En conséquence, l'économie belge ne profite pas pleinement des effets économiques des *Buyouts*. Une étude récente de la Harvard Business School a examiné des milliers de

---

<sup>125</sup> J. CARBONNIER, *Essais sur les lois*, 2<sup>e</sup> édition, LGDJ, Paris, 1995, p. 312. Comme le dit, en d'autres mots, le Professeur français Guy Carcassonne, dans le cadre d'un colloque organisé par la cour de cassation française, « *tout sujet du « vingt heures » est virtuellement une loi. Il faut mais il suffit, qu'il soit suffisamment excitant, qu'il s'agisse d'exciter la compassion, la passion, ou l'indignation, pour qu'instantanément se mette à l'œuvre un processus, tantôt dans les rangs gouvernementaux, tantôt dans les rangs parlementaires, qui va inmanquablement aboutir au dépôt d'un projet ou d'une proposition.* » Voy. [https://www.courdecassation.fr/formation\\_br\\_4/2006\\_55/carcassonne\\_professeur\\_8479.html?idprec=8476](https://www.courdecassation.fr/formation_br_4/2006_55/carcassonne_professeur_8479.html?idprec=8476) (consulté le 28 avril 2021)

<sup>126</sup> MONTESQUIEU, «De l'esprit des lois», tome 2, Londres, Nourse, 1772, p. 266.

*Leveraged Buyouts* sur une période allant de 1980 à 2013. L'étude a, entre autres, conclu que l'emploi « *augmente de 13% dans les rachats de sociétés privées* »<sup>127</sup> dans les deux années qui suivent l'acquisition par le fonds de *Private Equity*. L'étude conclut également que « *la productivité du travail augmente en moyenne par 8% dans les sociétés-cibles (de nouveau, par rapport à des sociétés non rachetées), un impact étonnant considérant que les sociétés-cibles sont souvent des sociétés matures dans des industries matures* »<sup>128</sup>.

## Conclusion

L'acquisition de sociétés privées par les fonds de *Private Equity* est soumise à des règles spécifiques du droit des sociétés et droit fiscal. La spécificité de ces règles tient à la spécificité des objectifs financiers de ces fonds : l'utilisation d'un endettement élevé afin de faire jouer à plein l'effet de levier. Cet exposé s'est concentré sur les règles particulières qu'une société-cible doit respecter afin de pouvoir avancer une aide financière à un tiers-acquéreur et faire bénéficier son actionnaire, le fonds de *Private Equity*, de l'effet de levier. Nous avons montré que, malgré une certaine ouverture récente, les conditions de l'assistance financière restent restrictives, voire équivalentes à une prohibition de fait. Des voies de contournement existent, telle que la mise en gage des actions de la société-cible, et la « descente de dettes » couplée à des versements de dividendes. Ces contournements mènent de façon légale, et acceptée par la jurisprudence, au même résultat

---

<sup>127</sup> S. DAVIS, J. HALTIWANGER, K. HANDLEY, B. LIPSIUS, J. LERNER et J. MIRANDA, « The Economic Effects of Private Equity Buyouts », *Harvard Business School Working Papers*, Working Paper 20-046, 2019, p. 2.

<sup>128</sup> S. DAVIS, J. HALTIWANGER, K. HANDLEY, B. LIPSIUS, J. LERNER et J. MIRANDA, « *Ibid.* », p. 3.

économique : l'endettement de la société-cible. L'achèvement de l'effet de levier par l'exonération fiscale des dividendes et la déduction fiscale des intérêts est possible mais est soumise à des conditions légales et un contrôle jurisprudentiel plus rigides qu'auparavant. Il nous est apparu au terme de cette étude que ces conditions spécifiques attachées à l'assistance financière sont redondantes et incohérentes.

Nous n'avons pas de boule de cristal pour prédire le futur, mais tout semble indiquer que les opérations financières telles que celles pratiquées par les fonds de Private Equity seront à l'avenir soumises à des conditions de plus en plus restrictives. Une dimension qui prend une importance croissante et dont nous avons parlé dans la section sur la déduction fiscale des intérêts, mais qui dépasse l'objet de ce Mémoire, est la notion d'abus fiscal. La notion d'abus fiscal est une notion ancienne mais qui a pris une force nouvelle à la suite de récentes dispositions nationales et européennes. Les règles spécifiques anti-abus ne suffisant pas à déjouer certaines pratiques, un engouement politique indéfectible pour la lutte contre l'évasion fiscale a mené à l'adoption de règles générales anti-abus dans le CIR'92, et dans des directives européennes telles que la directive mères-filles, la directive intérêts et redevances, et la directive ATAD, le tout devant être interprété par la Cour constitutionnelle et la CJUE. Les définitions d'opérations abusives sont divergentes et intentionnellement vagues : « opération qui n'est pas réelle et sincère », « opération qui ne répond pas à des besoins légitimes », « opération artificielle », ou encore « non-authentique ». Chaque opération doit être examinée « *in concreto* » car, jusqu'à présent, « la CJUE a toujours insisté sur une analyse au cas par cas excluant les présomptions générales irréfragables »<sup>129</sup>. Un renforcement de ces dispositions anti-abus est attendu avec les propositions BEPS (Base Erosion & Profit Shifting) de l'OECD.

---

<sup>129</sup> P. MALHERBE, « De l'abus fiscal et de l'abus en droit fiscal », *J.D.F.*, 2019, p. 214.

L'application du caractère d'artificialité aux transactions de société est surprenante car la société est elle-même une fiction juridique. Son application de plus en plus fréquente dans la qualification des opérations est préoccupante car les fonds de Private Equity font précisément un usage extensif de structures et d'opérations financières qui sont totalement « artificielles », comme nous avons pu notamment le constater dans le système de sociétés en cascade mises en place entre le fonds lui-même et la société-cible. La dérive est facile vers la requalification de toute opération financière, par définition liée à l'argent et éloignée d'une « substance économique », en une opération artificielle abusive. La Belgique se privera-t-elle des avantages que les fonds de *Private Equity* peuvent lui apporter ?

Affaire à suivre donc.

---

## Bibliographie

### Législation

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

Directive (UE) 2017/1132 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relative à certains aspects du droit des sociétés, *J.O.U.E.*, L 169, 30 juin 2017.

### Jurisprudence

Mons, 16 avril 2012, *R.D.C.*, 2013, pp. 650-657, note A. ANDRÉ-DUMONT, « Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée ».

Cass., 28 novembre 2013, *R.P.S.*, 2014, p.41.

Gand, 9 janvier 2018, *R.A.B.G.*, 2018, pp. 925-936, note F. SOETAERT et J. MOTTE, « De fiscale aftrek van interesten in hte kader van de finaliteitsvoorwaarde ».

### Doctrine

AFSCRIFT T., « Les conséquences fiscales de la restructuration de l'endettement », Texte du rapport belge au congrès de l'IFA tenu à Amsterdam en 2006, *J.D.F.*, 2006, pp. 281- 307.

ANDRÉ-DUMONT A.-P., « Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », *R.D.C.*, 2013, pp. 650-657.

BECKERS J., « Art. 2 :207c BW is vervallen – leve de steunverlening ? », *Revue néerlandaise MvV*, 2014, pp. 117-127.

BOGAERTS S., « Het verbod of financiële steunverlening en het vennootschapsbelang : schapen in wolvenvacht ? », T.R.V., pp. 242-271.

CAHN A., « Intragroup loans under German law », *ECL European Company Law*, 2010, pp. 44-50.

CARBONNIER J., *Essais sur les lois*, 2<sup>e</sup> édition, LGDJ, Paris, 1995.

CORNU G., *Vocabulaire juridique*, 10<sup>e</sup> éd., Paris, PUF, 2015.

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

CULOT H. et THOUMSIN P., « Contrôle et maintien du capital : une réforme sans audace », *J.T.*, 2009, pp. 93-99.

CUMMING D. et ZAMBELLI S., « Private Equity Performance Under Extreme Regulation », *Journal of Banking and Finance*, 2013, p. 1521

DAVIS S., HALTIWANGER J., HANDLEY K., LIPSIOUS B., LERNER J. et MIRANDA J., « The Economic Effects of Private Equity Buyouts », *Harvard Business School Working Papers*, Working Paper 20-046, 2019.

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

DURANT M., LEBRUN L, VON FRENCKEL E. et VANDENBORNE O., « Impôts des sociétés. Revenus définitivement taxés et consolidation 'à la belge' : un mariage difficile ? », *Act. fisc.*, 2020, pp. 1-9.

FERRAN E., « Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe », *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper n° 84/2007, 2007, pp. 1- 30.

GNEDASJ S et RAVET E., « Les décisions anticipées et la sécurité juridique : réalité ou chimère ? », *R.G.C.F*, 2020, pp. 241-341.

GRÉGOIRE M., « Section 3 – La cession d’actions ou parts sociales », in *La cession d’une entreprise en difficulté*, Bruxelles, Larcier, 2005, pp. 49-72.

HELLINX E., « Are Sinners Lending to Sinners ? Financial Assistance in Belgium and the UK – An Elegy », *Rev. Prat. Soc.*, 2016, pp. 1041-1074.

LAMON H., *Acquisitions, financement et cessions d’entreprises*, Série Cahiers de fiscalité pratique, Bruxelles, Larcier, 2015.

MAGNUS F., « Chapitre 2 - La protection des actionnaires » in *Les groupes de sociétés et la protection des intérêts catégoriels*, 1<sup>e</sup> édition, Bruxelles, Larcier, 2011, p. 75-86.

MAHIEU P.-O., « Le ‘leveraged buy-out’ et les fonds de ‘private equity’ en Belgique », *Revue Bancaire et Financière*, 2007-2008, pp. 509-514.

MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT P., MALHERBE P., CULOT H., *Droit des sociétés*, Précis de la Faculté de Droit et Criminologie de l’Université catholique de Louvain, Bruxelles, Larcier, 2020.

MALHERBE P., « De l’abus fiscal et de l’abus en droit fiscal », *J.D.F.*, 2019, pp. 193-222.

MULLIER Ph. et PATTYN J., « De versoepeling van het verbod of financiële bijstand : een stap in de goede richting », *R.D.C.*, 2010, pp. 318-345.

PARTSCH P. et WELLENS V., « Private equity investments and merger control », *TBM- RCB*, 2008/2, p. 3-12.

PHILIPPE D., « Quelles sont les opportunités offertes par la nouvelle consolidation fiscale ? », *Sem. Fisc.*, 2018/44, n° 358.

PHILIPPE D. et MAUS M., « L’introduction d’une consolidation fiscale : une révolution dans le paysage fiscal belge », *Sem. Fisc.*, 2017/38, n° 304.

POTTIER E., « Un transfert définitif de fonds ne constitue pas une forme d’assistance financière », note sous Cass., 30 janvier 2015, *R.D.C.*, 2015, pp. 428-429.

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

RICHELLE J. et JANSSENS E., « Financieel bijstand: van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating », *Dr. banc. Fin.*, 2009, pp. 115-125.

SCHAFFNER J., « 5. - L'intégration fiscale, la fiscalité des groupes de sociétés » in *Droit fiscal international*, Windhof, Larcier Luxembourg, 2013, p. 301-311.

SILVESTRI M., « The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A law and economics perspective », *European Business Organization Law Review*, 2005, pp. 101-147.

SUNSTEIN C., *Laws of Fear: Beyond the Precautionary Principle*, New York, Cambridge University Press, 2005.

TANGHE F. et VAN PUL Y., « Financieel bijstand in het kader van acquisitie financiering (art. 629 W.Venn): recente evoluties », *Bank Fin. R.*, pp. 44-60.

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

TROCH K., *Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen: een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van vennootschappen zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 8 oktober 2008*, Bruxelles, Larcier, 2011.

VANCLOOSTER P., DERÉ P. et VERBEURGT D., « Introduction de la consolidation en Belgique. Opportunités et contraintes? », *R.G.F.C.P.*, 2019, pp. 16-33.

WILLERMAIN D., « Assistance financière: la Cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », notes sous Cass., *Rev. Prat. Soc.*, 2015, pp. 140-148.

WILLERMAIN D., « Le maintien du capital social: principes et évolutions récentes (apports en nature, rachat d'actions propres et assistance financière) », in *10 ans d'entrée en vigueur du Code des sociétés*, Kluwer, Bruxelles, 2010, pp. 263-313.

## Autres

“Nouveau régime fiscal de réduction de capital”, Baker Tilly, 25 janvier 2019, Site internet [www.bakertilly.be/fr/news](http://www.bakertilly.be/fr/news) consulté le 21 avril 2021, pp. 1-5.

Site internet de “Invest Europe”, l’Association représentant les fonds de *Private Equity* et de *Venture Capital* en Europe ([www.investeurope.be](http://www.investeurope.be)), consulté le 28 mars 2021.

Conseil supérieur des finances, Section fiscalité et parafiscalité, « Avis sur la consolidation fiscale », Mars 2013, pp. 1-38, consulté sur internet ([www.conseilsuperieurdesfinances.be/fr/publication/avis-relatif-la-consolidation-fiscale](http://www.conseilsuperieurdesfinances.be/fr/publication/avis-relatif-la-consolidation-fiscale)), consulté le 21 Avril 2021.

---