



CONSEIL D'ÉTAT
section de législation

RAAD VAN STATE
afdeling Wetgeving

avis 78.304/2
du 4 novembre 2025

advies 78.304/2
van 4 november 2025

sur

over

un projet d'arrêté royal
'déterminant les règles
de rachat des titres
mentionnées à l'article 12/1
de la loi du 14 décembre 2005
portant suppression des titres
au porteur'

een ontwerp van koninklijk
besluit 'tot vaststelling van de
regels voor de terugkoop van
effecten bedoeld in
artikel 12/1 van de wet van
14 december 2005 houdende
afschaffing van de effecten
aan toonder'

Le 6 octobre 2025, le Conseil d'État, section de législation, a été invité par le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances et des Pensions, chargé de la Loterie nationale et des Institutions culturelles fédérales à communiquer un avis dans un délai de trente jours sur un projet d'arrêté royal 'déterminant les règles de rachat des titres mentionnées à l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur'.

Le projet a été examiné par la deuxième chambre le 4 novembre 2025. La chambre était composée de Patrick RONVAUX, président de chambre, Laurence VANCRAVEBECK et Michèle BELMESSIERI, conseillères d'État, Christian BEHRENDT, assesseur, et Béatrice DRAPIER FACCO, greffier.

Le rapport a été présenté par Xavier DELGRANGE, premier auditeur chef de section, et Timo TALLGREN, auditeur adjoint.

La concordance entre la version française et la version néerlandaise de l'avis a été vérifiée sous le contrôle de Patrick RONVAUX.

L'avis, dont le texte suit, a été donné le 4 novembre 2025.

*

Op 6 oktober 2025 is de Raad van State, afdeling Wetgeving, door de Vice-eersteminister en Minister van Financiën en Pensioenen, belast met de Nationale Loterij en de Federale Culturele Instellingen verzocht binnen een termijn van dertig dagen een advies te verstrekken over een ontwerp van koninklijk besluit 'tot vaststelling van de regels voor de terugkoop van effecten bedoeld in artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder'.

Het ontwerp is door de tweede kamer onderzocht op 4 november 2025. De kamer was samengesteld uit Patrick RONVAUX, kamervoorzitter, Laurence VANCRAVEBECK en Michèle BELMESSIERI, staatsraden, Christian BEHRENDT, assessor, en Béatrice DRAPIER FACCO, griffier.

Het verslag is uitgebracht door Xavier DELGRANGE, eerste auditeur-afdelingshoofd, en Timo TALLGREN, adjunct-auditeur.

De overeenstemming tussen de Franse en de Nederlandse tekst van het advies is nagezien onder toezicht van Patrick RONVAUX.

Het advies, waarvan de tekst hierna volgt, is gegeven op 4 november 2025.

*

Comme la demande d'avis est introduite sur la base de l'article 84, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, des lois 'sur le Conseil d'État', coordonnées le 12 janvier 1973, la section de législation limite essentiellement son examen à la compétence de l'auteur de l'acte, au fondement juridique ainsi qu'à l'accomplissement des formalités prescrites, conformément à l'article 84, § 3, des lois coordonnées.

EXAMEN DU PROJET

OBSERVATION GÉNÉRALE

Le projet a pour objet d'exécuter l'article 12/1, § 2, de la loi du 14 décembre 2005 'portant suppression des titres au porteur'.

À cette fin, il prévoit notamment que la Caisse des Dépôts et Consignations vérifie que les offres des émetteurs respectent les conditions figurant à l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005.

L'article 12/1, § 2, fait encore référence aux dispositions de l'ancien Code des sociétés, en particulier les articles 620 et 621.

Lors de l'adoption du Code des sociétés et associations, ces dispositions ont été remplacées par les articles 7:215 et 7:216 du Code des sociétés et associations (ci-après : le « CSA »).

Le remplacement (et l'abrogation subséquente) des articles 620 et 621 du Code des sociétés ne s'est néanmoins pas réalisé à droit constant. En particulier, l'article 7:215 du CSA dispose que la décision de l'assemblée générale de racheter les titres de la société émettrice doit désormais être adoptée dans le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts (c'est-à-dire une majorité de trois quarts des voix et un quorum de présence de la moitié au moins du capital) contre des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification de l'objet social conformément à l'article 620 du Code des sociétés (c'est-à-dire une majorité de quatre cinquièmes des voix et un quorum de présence de la moitié du capital social et, s'il en existe, de la moitié du nombre total des parts bénéficiaires).

Le maintien de la référence aux articles 620 et 621 dans l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 est dès lors source d'insécurité juridique, d'autant que le non-respect des conditions de la loi est sanctionné, par l'article 3 du projet, d'un « refus d'office »¹ de l'offre de l'émetteur.

L'article 32 de la loi du 23 mars 2019 'introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses' habilite à cet égard le Roi à modifier les références des lois et arrêtés royaux aux dispositions du CSA, au moyen du tableau de concordance figurant en annexe à la loi.

¹ L'insécurité juridique est particulièrement sensible si la décision de l'assemblée générale est adoptée à une majorité supérieure à trois quarts des voix mais inférieure à quatre cinquièmes des voix.

De l'accord de la déléguée, l'auteur du projet veillera à modifier l'article 12/1, § 2, de la loi du 14 décembre 2005 afin d'y substituer la référence aux articles 620 et 621 du Code des sociétés par une référence aux articles 7:215 et 7:216 du CSA.

OBSERVATIONS PARTICULIÈRES

PRÉAMBULE

Compte tenu de ce qui est exposé dans l'observation générale, il y a lieu d'également viser au préambule, à titre de fondement juridique, l'article 32 de la loi du 23 mars 2019.

DISPOSITIF

Article 3

1. Interrogée quant au fait de savoir si les émetteurs souhaitant racheter les titres qui n'auront pas été réclamés au 31 décembre 2025 avaient eu l'occasion de les racheter avant l'adoption du projet, la déléguée a répondu :

« La procédure prévue par l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 précise que le rachat des titres non réclamés au 31 décembre 2025 ne peut intervenir qu'à partir du 1^{er} janvier 2026. La loi ne prévoit donc pas la possibilité pour les émetteurs d'effectuer un rachat avant cette date. Jusqu'au 1^{er} janvier 2026, c'est la procédure établie par l'article 11 de la loi du 14 décembre 2005 qui reste applicable ».

2. Le paragraphe 1^{er} prévoit que l'émetteur qui souhaite racheter les titres visés à l'article 12/1, § 2, de la loi du 14 décembre 2005 manifeste son intention par courrier électronique. L'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 vise en revanche un écrit, sans autre précision.

À la question de savoir si cette disposition empêche les émetteurs de faire part de leur intention par courrier papier, le cas échéant avec accusé de réception, la déléguée a répondu :

« Les émetteurs qui souhaitent racheter leurs propres titres doivent effectivement manifester leur intention par courrier électronique. L'article en projet ne permet pas la communication de cette intention par courrier papier, même avec accusé de réception. Cette limitation au courrier électronique est conforme à l'article 7, § 1^{er}, de la loi du 11 juillet 2018 relative à la Caisse des Dépôts et Consignations, qui prévoit que tout échange d'informations entre la Caisse et les citoyens ou personnes morales, susceptible de produire des effets de droit, doit être réalisé par voie électronique ».

L'article 7, § 1^{er}, alinéa 3, de la loi du 11 juillet 2018 'sur la Caisse des Dépôts et Consignations' prévoit néanmoins :

« Les personnes physiques et morales établies à l'étranger sont dispensés de l'obligation de faire usage d'un service électronique pour l'accomplissement des obligations reprises dans la présente loi et ses arrêtés d'exécution pour autant qu'ils

apportent la preuve qu'ils ne disposent pas des moyens informatiques nécessaires pour accomplir ces obligations. Une autorisation de dispense leur sera alors accordée. Dans ce cas, l'accomplissement de ces obligations s'effectue sur support papier. Cette dispense ne s'applique pas aux personnes mandatées pour accomplir ces obligations ».

Il va de soi que, le cas échéant, cette exception trouve encore à s'appliquer.

3. Le paragraphe 3 précise que l'offre de rachat des titres est communiquée conformément au modèle transmis par la Caisse des Dépôts et Consignations.

Interrogée sur la base légale permettant d'établir un tel modèle, la déléguée a répondu ce qui suit :

« Sur la base de l'article 108 de la Constitution, le projet d'arrêté précise les modalités pratiques de l'offre, notamment l'utilisation d'un modèle déterminé, afin d'assurer la mise en œuvre effective de l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005.

L'objectif de ce modèle d'offre est de permettre à la Caisse des Dépôts et Consignations d'examiner les offres de manière rapide et efficace, compte tenu du fait que l'article 12/1, § 2, alinéa 3, de la loi précitée ne laisse à l'État qu'un délai de quinze jours à compter de la réception de l'offre pour vérifier si les conditions de rachat sont remplies et, le cas échéant, l'accepter ».

Il n'apparaît pas clairement de cette réponse si le modèle d'offre sera établi par le Roi ou directement par la Caisse des Dépôts et Consignations.

Le dispositif sera clarifié à cet égard.

Dans ce cadre, il est rappelé que l'attribution d'un pouvoir réglementaire à l'administration (en l'occurrence, à la Caisse des Dépôts et Consignations) n'est admissible que si elle concerne la détermination de mesures de pure administration ou de nature essentiellement technique, d'une nature telle que leur adoption n'emporte pas d'appréciation politique quant aux options qu'elles contiennent et qui se bornent à mettre en œuvre les principes préalablement arrêtés par les normes de niveau supérieur.

Pour éviter toute difficulté à cet égard, dès lors qu'il ressort des contacts pris avec la déléguée qu'un modèle d'offre existe déjà, mieux vaut le joindre en annexe du projet d'arrêté à l'examen.

4. Le paragraphe 3, troisième phrase, prévoit qu'« [a]u-delà du délai indiqué, en cas d'offre incomplète ou ne respectant pas le modèle, l'offre est refusée d'office ».

L'article 12/1, § 2, alinéa 3, de la loi du 14 décembre 2005 précise quant à lui que « [s]i l'offre de rachat satisfait aux conditions du présent article, l'État l'acceptera dans un délai de 15 jours à compter de la date de réception de l'offre ».

L'article 12/1 comporte les conditions suivantes :

1° L'émetteur manifeste par écrit son intention de racheter les titres n'ayant pas fait l'objet d'une demande de restitution ;

2° L'émetteur manifeste son intention pour le 31 décembre 2025 au plus tard ;

3° L'émetteur respecte les conditions de l'article 620 (ou, le cas échéant, 621) du Code des sociétés (aujourd'hui reprises à l'article 7:215 du Code des sociétés et associations), à l'exception de la condition reprise à l'article 620, § 1, alinéa 1^{er}, 2° ;

4° L'offre doit être déposée dans un délai de quinze jours à compter de la date d'envoi de l'invitation ;

5° L'offre est faite au prix minimum établi par le Roi.

La loi n'impose pas à l'émetteur de respecter un quelconque modèle préétabli d'offre, ni, *a fortiori*, que le non-respect du modèle entraîne le refus d'office de celle-ci.

L'intention du législateur ne semble, par ailleurs, pas être de laisser une quelconque marge d'appréciation au Roi (ni à la Caisse des Dépôts et Consignations) pour refuser l'offre si les conditions précitées de la loi sont remplies.

En l'état, le dispositif du paragraphe 3 ajoute dès lors une condition à la loi que celle-ci ne contient pas, à savoir la complétude de l'offre et le respect du modèle d'offre à établir, ce que l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 ne l'autorise pas à établir.

La sanction du « refus d'office » n'est dès lors pas compatible avec l'article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 pour ce qui concerne le respect de la condition d'offre complète et/ou respectant le modèle d'offre ².

Le dispositif sera modifié à la lumière de cette observation.

Article 4

Le paragraphe 1^{er} prévoit que « [l]e prix de l'offre portant sur un titre admis à la négociation sur un marché réglementé ne peut être inférieur à son cours de bourse du dernier jour ouvrable de janvier 2026 ».

En revanche, rien dans le projet n'interdit à l'émetteur de faire une offre à un prix supérieur au prix du dernier jour de cotation de janvier 2026 mais inférieur au cours de bourse actuel du sous-jacent, au moment où l'offre est réalisée.

En cas de forte hausse du cours dans les semaines suivant le dernier jour de cotation de janvier 2026, l'émetteur aurait dès lors l'opportunité de racheter ses propres titres à un prix inférieur (voire nettement inférieur) au cours de bourse auquel s'échangent ses propres actions au moment de l'émission de l'offre.

² C'est en particulier le cas lorsque l'omission de respecter le modèle d'offre résulte d'une erreur purement formelle et sans aucune incidence sur la validité de celle-ci, par exemple si l'émetteur omettait d'inscrire le lieu où l'offre a été faite, alors que la mention de ce lieu serait par exemple exigée par le modèle d'offre établi.

Plus généralement, les modalités du prix telles qu'établies permettent à l'émetteur de racheter ses titres à une valeur inférieure au prix de marché des contrats à terme sur ces titres.

Cette faculté est susceptible d'engendrer des distorsions de concurrence en faveur de l'émetteur, outre que l'État vendrait à un prix inférieur au prix de marché les titres déposés à la Caisse des Dépôts et Consignations.

Interrogée à cet égard, la déléguée a répondu ce qui suit :

« La loi du 14 décembre 2005 prévoit que les émetteurs disposent d'un délai de quinze jours à compter de la date d'envoi de l'invitation à faire offre pour remettre leur offre. Le prix minimum est donc fixé à une date précise et antérieure à l'invitation à faire une offre, afin de permettre aux émetteurs d'élaborer leur offre en connaissance de cause et dans le délai prévu par la loi.

En outre, il existe une cohérence temporelle entre la date retenue et la procédure, dans la mesure où les invitations à faire offre seront adressées par la Caisse des Dépôts et Consignations à compter du 2 février 2026. Ce mécanisme garantit que le prix minimum reflète une valeur récente, tout en assurant la prévisibilité nécessaire à la préparation des offres ».

La réponse de la déléguée n'est pas de nature à résoudre la difficulté soulevée. Le fait que le prix soit fixé et assure une prévisibilité n'empêche pas les émetteurs de faire des offres sous-évaluées par rapport au cours de bourse au moment de l'émission de l'offre et de causer ainsi un manque à gagner dans le chef de l'État par rapport au prix du marché. Cette difficulté pourra être levée en prévoyant un mécanisme de fixation du prix minimum permettant d'éviter qu'une offre de l'émetteur soit significativement inférieure au cours du marché boursier au moment où elle est formulée.

L'auteur du projet réexaminera l'article 4 en conséquence.

Article 6

Interrogée sur les motifs justifiant l'exclusion des émetteurs dissous, en liquidation ou en faillite de la faculté de rachat de leurs titres et sur la base juridique sur laquelle l'article 6 s'appuie pour prévoir une telle exclusion, la déléguée a répondu ce qui suit :

« L'article en question s'applique à toutes les étapes du processus de disparition de l'émetteur : dissolution, faillite ou liquidation. L'exclusion des émetteurs dissous, en liquidation ou en faillite se justifie par le fait que ces entités n'ont plus, ou n'auront bientôt plus, la personnalité juridique nécessaire pour effectuer des actes valables.

En pratique, si un émetteur déposait une offre de rachat puis perdait sa personnalité juridique entre le dépôt et l'acceptation de l'offre, le rachat deviendrait juridiquement invalide, ce qui entraînerait une charge administrative inutile pour la Caisse des Dépôts et Consignations.

Par ailleurs, ces émetteurs n'ont aucun intérêt économique à racheter leurs titres, ceux-ci n'ayant plus (ou bientôt plus) de valeur juridique ou financière. Cette exclusion garantit donc la sécurité juridique des transactions, la cohérence du mécanisme de rachat et une gestion administrative efficace.

Il est fait usage, à cet égard, du pouvoir général d'exécution conféré au Roi ».

Il ne va pas de soi que le rachat deviendrait juridiquement invalide si une déclaration de faillite venait à intervenir entre l'offre de rachat et son acceptation. En effet, l'article XX.112 du Code de droit économique prévoit une inopposabilité à la masse de certains actes du failli pendant la période suspecte, ce qui suppose par ailleurs une action judiciaire, et non une nullité d'office de l'acte.

Si l'intention de l'auteur du projet est d'exclure également les offres faites par des sociétés déclarées en faillite, dissoutes ou en liquidation postérieurement à l'émission de l'offre et avant acceptation de celle-ci, ce que le texte ne prévoit pas, l'auteur du projet veillera à retranscrire cette intention dans le dispositif de l'article 6.

*

Aangezien de adviesaanvraag ingediend is op basis van artikel 84, § 1, eerste lid, 2°, van de wetten ‘op de Raad van State’, gecoördineerd op 12 januari 1973, beperkt de afdeling Wetgeving zich, overeenkomstig artikel 84, § 3, van de gecoördineerde wetten, voornamelijk tot het onderzoek van de bevoegdheid van de steller van de handeling, de rechtsgrond en de vraag of de voorgeschreven vormvereisten zijn vervuld.

ONDERZOEK VAN HET ONTWERP

ALGEMENE OPMERKING

Het ontwerp strekt ertoe uitvoering te geven aan artikel 12/1, § 2, van de wet van 14 december 2005 ‘houdende afschaffing van de effecten aan toonder’.

Daartoe bepaalt het onder meer dat de Deposito- en Consignatiekas nagaat of de emittenten hun bod uitbrengen overeenkomstig de voorwaarden bepaald in artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005.

Artikel 12/1, § 2, verwijst nog naar de bepalingen van het oud Wetboek van vennootschappen, meer bepaald naar de artikelen 620 en 621.

Bij de aanneming van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen zijn die bepalingen vervangen door de artikelen 7:215 en 7:216 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (hierna: het “WVV”).

De artikelen 620 en 621 van het Wetboek van vennootschappen zijn evenwel niet zonder inhoudelijke wijzigingen vervangen (en vervolgens opgeheven). Met name artikel 7:215 van het WVV bepaalt dat het besluit van de algemene vergadering om de effecten van de uitgevende vennootschap terug te kopen voortaan genomen moet worden met naleving van de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten voorgeschreven voor een statutenwijziging (dat wil zeggen een meerderheid van drie vierde van de stemmen en de aanwezigen moeten ten minste de helft van het kapitaal vertegenwoordigen), en dit in tegenstelling tot de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten voorgeschreven voor een wijziging van het doel van de vennootschap overeenkomstig artikel 620 van het Wetboek van vennootschappen (dat wil zeggen een meerderheid van vier vijfde van de stemmen en de aanwezigen moeten niet alleen de helft van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen, maar ook de helft van het totale aantal winstbewijzen, indien er zulke effecten zijn).

Dat artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005 nog steeds verwijst naar de artikelen 620 en 621 leidt dan ook tot rechtsonzekerheid, temeer daar artikel 3 van het ontwerp de niet-inachtneming van de voorwaarden van de wet in die zin bestraft dat het bod van de emittent “automatisch verworpen” wordt.¹

¹ Rechtsonzekerheid is een bijzonder heikel punt indien het besluit van de algemene vergadering genomen wordt met een meerderheid die meer dan drie vierde van de stemmen, maar minder dan vier vijfde van de stemmen bedraagt.

In dat verband machtigt artikel 32 van de wet van 23 maart 2019 ‘tot invoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen’ de Koning ertoe om de verwijzingen in wetten en koninklijke besluiten naar bepalingen van het WVV te wijzigen door middel van de concordantietabel die als bijlage bij de wet gevoegd is.

De gemachtigde heeft beaamd dat de steller van het ontwerp erop moet toezien dat artikel 12/1, § 2, van de wet van 14 december 2005 aldus gewijzigd wordt dat daarin niet meer naar de artikelen 620 en 621 van het Wetboek van vennootschappen verwezen wordt maar naar de artikelen 7:215 en 7:216 van het WVV.

BIJZONDERE OPMERKINGEN

AANHEF

Gelet op wat in de algemene opmerking uiteengezet is, dient artikel 32 van de wet van 23 maart 2019 eveneens als rechtsgrond in de aanhef vermeld te worden.

DISPOSITIEF

Artikel 3

1. Op de vraag of de emittenten die de effecten wensen terug te kopen waarvoor op 31 december 2025 geen teruggave gevraagd zal zijn, de gelegenheid hebben gehad om ze vóór de vaststelling van het ontwerp terug te kopen, heeft de gemachtigde het volgende geantwoord:

“La procédure prévue par l’article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005 précise que le rachat des titres non réclamés au 31 décembre 2025 ne peut intervenir qu’à partir du 1^{er} janvier 2026. La loi ne prévoit donc pas la possibilité pour les émetteurs d’effectuer un rachat avant cette date. Jusqu’au 1^{er} janvier 2026, c’est la procédure établie par l’article 11 de la loi du 14 décembre 2005 qui reste applicable.”

2. Paragraaf 1 bepaalt dat de emittent die de effecten bedoeld in artikel 12/1, § 2, van de wet van 14 december 2005 wenst terug te kopen, zijn voornemen te kennen moet geven via e-mail. Artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005 stelt evenwel zonder nadere precisering dat hij dat schriftelijk te kennen moet geven.

Op de vraag of die bepaling de emittenten verhindert hun voornemen met een papieren brief, zo nodig met ontvangstbewijs, te kennen te geven, heeft de gemachtigde het volgende geantwoord:

“Les émetteurs qui souhaitent racheter leurs propres titres doivent effectivement manifester leur intention par courrier électronique. L’article en projet ne permet pas la communication de cette intention par courrier papier, même avec accusé de réception. Cette limitation au courrier électronique est conforme à l’article 7, § 1^{er}, de la loi du 11 juillet 2018 relative à la Caisse des Dépôts et Consignations, qui prévoit que tout échange d’informations entre la Caisse et les citoyens ou personnes morales, susceptible de produire des effets de droit, doit être réalisé par voie électronique.”

Artikel 7, § 1, derde lid, van de wet van 11 juli 2018 ‘op de Deposito- en Consignatiekas’ luidt evenwel als volgt:

“De in het buitenland gevestigde natuurlijke en rechtspersonen zijn vrijgesteld van de verplichting om een elektronische dienst te gebruiken voor het vervullen van de in deze wet en haar uitvoeringsbesluiten opgenomen verplichtingen voor zover zij aantonen dat zij niet over de nodige geïnformatiseerde middelen beschikken om aan deze verplichtingen te voldoen. Een machtiging tot vrijstelling zal hen dan worden toegekend. In dit geval moet het verrichten van deze verplichtingen geschieden op papier. Deze vrijstelling is niet van toepassing op de personen die gemachtigd zijn om deze verplichtingen te voldoen.”

Het spreekt vanzelf dat die uitzondering in voorkomend geval nog steeds geldt.

3. Paragraaf 3 bepaalt dat het bod om de effecten terug te kopen uitgebracht wordt volgens het model dat de Deposito- en Consignatiekas heeft bezorgd.

Gevraagd naar de wettelijke basis op grond waarvan een dergelijk model vastgesteld kan worden, heeft de gemachtigde het volgende geantwoord:

“Sur la base de l’article 108 de la Constitution, le projet d’arrêté précise les modalités pratiques de l’offre, notamment l’utilisation d’un modèle déterminé, afin d’assurer la mise en œuvre effective de l’article 12/1 de la loi du 14 décembre 2005.

L’objectif de ce modèle d’offre est de permettre à la Caisse des Dépôts et Consignations d’examiner les offres de manière rapide et efficace, compte tenu du fait que l’article 12/1, § 2, alinéa 3, de la loi précitée ne laisse à l’État qu’un délai de quinze jours à compter de la réception de l’offre pour vérifier si les conditions de rachat sont remplies et, le cas échéant, l’accepter.”

Uit dat antwoord blijkt niet duidelijk of het model om een bod uit te brengen vastgesteld moet worden door de Koning dan wel rechtstreeks door de Deposito- en Consignatiekas.

Het dispositief moet in dat opzicht verduidelijkt worden.

In dat verband wordt erop gewezen dat een verordenende bevoegdheid enkel aan het bestuur (*in casu* aan de Deposito- en Consignatiekas) verleend mag worden als die betrekking heeft op het vaststellen van louter bestuurlijke of in hoofdzaak technische maatregelen, waarvoor geen politieke afweging van de erin vervatte opties vereist is en die beperkt blijven tot de uitvoering van beginselen die vooraf in hogere regelingen zijn vastgelegd.

Aangezien uit de contacten met de gemachtigde blijkt dat er reeds een model bestaat om een bod uit te brengen, zou het, om enig probleem in dat verband te voorkomen, beter zijn om dat model als bijlage bij het voorliggende ontwerpbesluit te voegen.

4. Paragraaf 3, derde zin, bepaalt dat “[n]a het verstrijken van de aangegeven termijn (...) een onvolledig bod of een bod die niet aan het model beantwoordt, automatisch verworpen [wordt]”.

Artikel 12/1, § 2, derde lid, van de wet van 14 december 2005 bepaalt dan weer dat “[i]ndien het terugkoopbod voldoet aan de voorwaarden van dit artikel, (...) het door de Staat aanvaard [wordt] binnen een termijn van 15 dagen na de datum van ontvangst van het bod”.

Artikel 12/1 bevat de volgende voorwaarden:

1° De emittent geeft schriftelijk te kennen dat hij van plan is om de effecten terug te kopen waarvoor geen teruggave gevraagd werd;

2° De emittent geeft uiterlijk op 31 december 2025 te kennen wat hij van plan is;

3° De emittent voldoet aan de voorwaarden van artikel 620 (of, in voorkomend geval, artikel 621) van het Wetboek van vennootschappen (thans overgenomen in artikel 7:215 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen), met uitzondering van de voorwaarde vervat in artikel 620, § 1, eerste lid, 2°;

4° Het bod moet uitgebracht worden binnen een termijn van vijftien dagen na de datum van verzending van de uitnodiging;

5° Het bod wordt uitgebracht tegen een door de Koning vastgestelde minimumprijs.

De wet vereist niet dat het bod van de emittent voldoet aan een of ander vooraf vastgesteld model en schrijft *a fortiori* ook niet voor dat, indien zijn bod niet aan het model beantwoordt, het automatisch verworpen wordt.

Voorts lijkt het niet de bedoeling te zijn van de wetgever om enige beoordelingsvrijheid te laten aan de Koning (en evenmin aan de Deposito- en Consignatiekas) om het bod te weigeren indien voldaan wordt aan de voornoemde voorwaarden van de wet.

In zijn huidige vorm voegt het dispositief van paragraaf 3 dan ook een extra voorwaarde toe aan de wet, namelijk dat het om een volledig bod moet gaan en dat het moet beantwoorden aan het nog vast te stellen model om een bod uit te brengen, hoewel artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005 de Koning daartoe geen machtiging verleent.

De sanctie die erin bestaat dat het bod “automatisch verworpen” wordt, is dan ook niet verenigbaar met artikel 12/1 van de wet van 14 december 2005 wat betreft de inachtneming van de voorwaarde dat het om een volledig bod moet gaan en/of een bod dat beantwoordt aan het model om een bod uit te brengen.²

Het dispositief moet in het licht van deze opmerking gewijzigd worden.

² Dat is in het bijzonder het geval wanneer de niet-inachtneming van het model waaraan het bod moet beantwoorden het gevolg is van een louter vormelijke vergissing die van generlei invloed is op de geldigheid van het bod, bijvoorbeeld wanneer de emittent nalaat de plaats te vermelden waar het bod uitgebracht is, terwijl die vermelding bijvoorbeeld een vereiste is volgens het model dat vastgesteld is om een bod uit te brengen.

Artikel 4

Paragraaf 1 bepaalt dat “de biedprijs van een effect dat is toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt (...) niet lager [mag] zijn dan de beurskoers van de laatste werkdag van januari 2026”.

Het ontwerp verbiedt de emittent evenwel geenszins een bod uit te brengen tegen een prijs die, op het ogenblik dat het bod uitgebracht wordt, hoger is dan de prijs van de laatste noteringsdag van januari 2026 maar lager is dan de huidige beurskoers van het onderliggende effect.

Ingeval de koers in de weken volgend op de laatste noteringsdag van januari 2026 aanzienlijk stijgt, zou de emittent dan ook de gelegenheid hebben om zijn eigen effecten terug te kopen tegen een lagere (of zelfs merkkelijk lagere) prijs dan de beurskoers waartegen zijn eigen effecten geruild worden op het ogenblik dat het bod uitgebracht wordt.

Meer in het algemeen stellen de prijsvoorwaarden zoals die thans bepaald zijn de emittent in staat om zijn effecten terug te kopen tegen een waarde die lager is dan de marktprijs van de futures op die effecten.

Die mogelijkheid kan tot concurrentievervalsing in het voordeel van de emittent leiden, nog daargelaten dat de Staat de bij de Deposito- en Consignatiekas neergelegde effecten zou verkopen tegen een prijs die lager is dan de marktprijs.

Op een vraag in dat verband heeft de gemachtigde het volgende geantwoord:

“La loi du 14 décembre 2005 prévoit que les émetteurs disposent d’un délai de quinze jours à compter de la date d’envoi de l’invitation à faire offre pour remettre leur offre. Le prix minimum est donc fixé à une date précise et antérieure à l’invitation à faire une offre, afin de permettre aux émetteurs d’élaborer leur offre en connaissance de cause et dans le délai prévu par la loi.

En outre, il existe une cohérence temporelle entre la date retenue et la procédure, dans la mesure où les invitations à faire offre seront adressées par la Caisse des Dépôts et Consignations à compter du 2 février 2026. Ce mécanisme garantit que le prix minimum reflète une valeur récente, tout en assurant la prévisibilité nécessaire à la préparation des offres.”

Op basis van het antwoord van de gemachtigde kan het opgeworpen probleem niet opgelost worden. Het feit dat de prijs bepaald zou worden en dus voorzienbaar is, belet de emittenten niet om een bod uit te brengen dat lager is dan de beurskoers op het ogenblik dat het bod uitgebracht wordt en zorgt er zodoende voor dat de Staat inkomsten derft ten opzichte van de marktprijs. Die moeilijkheid zal verholpen kunnen worden door te voorzien in een mechanisme ter bepaling van de minimumprijs waarmee voorkomen kan worden dat een bod van de emittent beduidend lager zou zijn dan de beurskoers op het ogenblik dat het bod uitgebracht wordt.

Artikel 4 moet dienovereenkomstig opnieuw onderzocht worden door de steller van het ontwerp.

Artikel 6

Op de vraag om welke redenen het verantwoord is dat emittenten in geval van ontbinding, liquidatie of faillissement, uitgesloten worden van de mogelijkheid om hun effecten terug te kopen en op welke rechtsgrond artikel 6 zich baseert om in een dergelijke uitsluiting te voorzien, heeft de gemachtigde het volgende geantwoord:

“L'article en question s'applique à toutes les étapes du processus de disparition de l'émetteur: dissolution, faillite ou liquidation. L'exclusion des émetteurs dissous, en liquidation ou en faillite se justifie par le fait que ces entités n'ont plus, ou n'auront bientôt plus, la personnalité juridique nécessaire pour effectuer des actes valables.

En pratique, si un émetteur déposait une offre de rachat puis perdait sa personnalité juridique entre le dépôt et l'acceptation de l'offre, le rachat deviendrait juridiquement invalide, ce qui entraînerait une charge administrative inutile pour la Caisse des Dépôts et Consignations.

Par ailleurs, ces émetteurs n'ont aucun intérêt économique à racheter leurs titres, ceux-ci n'ayant plus (ou bientôt plus) de valeur juridique ou financière. Cette exclusion garantit donc la sécurité juridique des transactions, la cohérence du mécanisme de rachat et une gestion administrative efficace.

Il est fait usage, à cet égard, du pouvoir général d'exécution conféré au Roi.”

Het is niet vanzelfsprekend dat de terugkoop rechtsongeldig zou worden indien de emittent failliet verklaard zou worden tussen het bod tot terugkoop en de aanvaarding ervan. Artikel XX.112 van het Wetboek van economisch recht bepaalt immers dat sommige handelingen van de gefailleerde tijdens de verdachte periode niet-tegenwerpbaar zijn aan de boedel, waarbij overigens van een rechtsvordering, en niet van een ambtshalve nietigheid van de handeling uitgegaan wordt.

Indien het de bedoeling is van de steller van het ontwerp om, hoewel dat niet in de tekst bepaald wordt, tevens het bod uit te sluiten van vennootschappen die ná het uitbrengen van het bod en vóór de aanvaarding ervan failliet verklaard, in ontbinding of in liquidatie zijn, moet de steller van het ontwerp erop toezien dat die bedoeling beter weergegeven wordt in het dispositief van artikel 6.

LE GREFFIER – DE GRIFFIER

LE PRESIDENT – DE VOORZITTER

Béatrice DRAPIER FACCO

Patrick RONVAUX