

Luxembourg, le 28 février 2006

Objet: Projet de loi portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. (3028WJE/DAN)

Avis commun de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers

ANALYSE SYNTHETIQUE DU PROJET DE LOI

Par sa lettre du 10 février 2006, Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget a bien voulu saisir la Chambre de Commerce pour avis du projet de loi sous rubrique.

Le projet de loi sous avis a pour objet de transposer en droit luxembourgeois de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (ci-après, « OPA ») (ci-après, la « Directive »).

Au regard de l'importance du présent projet de loi et de ses répercussions sur l'ensemble des entreprises luxembourgeoises, la Chambre des Métiers a décidé de s'autosaisir. Les deux chambres professionnelles ont estimé utile et nécessaire de prendre position à travers un avis commun.

Il convient d'abord de souligner que le Luxembourg est à l'heure actuelle dépourvu de législation régissant les OPA, alors que la grande majorité des pays européens en sont dotés depuis des décennies. La transposition de la Directive aura donc pour effet de créer un cadre légal tout à fait nouveau, comblant de la sorte ce vide juridique. Face à un tel vide, à la date butoir rapprochée pour la transposition de la Directive (20 mai 2006) et dans un souci de protection de l'épargne publique, l'application immédiate du projet de loi se justifie pleinement.

La mise en place d'un nouveau cadre légal aurait dû s'accompagner d'une réflexion sur les grands axes d'une telle législation. Or, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers ne décèlent dans le projet de loi sous avis aucune articulation ; elles y voient au contraire une transposition servile et quasiment textuelle de la Directive, sans exploiter les marges de manœuvre considérables qu'elle a laissées aux législateurs nationaux. En ce sens la Directive est d'ailleurs le fruit d'un compromis entre Etats membres et l'objectif poursuivi est précisément de permettre à ceux-ci d'adapter la transposition à leurs intérêts. Les rédacteurs du projet de loi auraient dès lors pu et dû s'inspirer des textes législatifs et des pratiques de nos pays

voisins. De l'avis de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers, le cadre légal luxembourgeois à créer devra veiller de concilier trois impératifs : la création d'un cadre complet et cohérent pour les OPA qui allie clarté et souplesse, en vue d'encourager les grands groupes de sociétés de s'installer au Luxembourg (1) ; ce cadre devra toutefois ménager une protection adéquate aux détenteurs de titres (2) et être entouré d'un contrôle efficace (3). Enfin, le projet de loi introduira le retrait et le rachat obligatoires en droit luxembourgeois (4).

1. Créer un cadre complet et cohérent

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers tiennent à féliciter les rédacteurs du projet de loi d'avoir exercé les options prévues par la Directive : les sociétés luxembourgeoises seront libres de prendre ou non des mesures anti-OPA, ce choix étant réversible. Le caractère libéral du droit des sociétés et du droit des contrats luxembourgeois est ainsi préservé. Au cas où une société s'interdirait de prendre des mesures anti-OPA, elle sera déliée de cette restriction au cas où elle serait la cible d'une OPA de la part d'un offrant qui aurait lui-même mis en place des dispositions anti-OPA. En préservant de la sorte le libre choix des sociétés, le nouveau cadre légal luxembourgeois sera attractif tant pour les sociétés qui désirent pour des raisons stratégiques rester « opérables » que pour celles qui désirent se prémunir contre les OPA.

En revanche, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers déplorent les nombreuses lacunes, silences et ambiguïtés rédactionnelles du projet de loi sous avis. Ils font que les « règles du jeu » ne seront pas connues d'avance par les acteurs économiques, créant de la sorte une insécurité juridique de nature à dissuader les investisseurs potentiels de s'installer au Luxembourg, ou d'investir dans une société luxembourgeoise. Les deux chambres professionnelles formuleront ci-après de nombreuses propositions de texte, inspirées en large partie des législations des pays limitrophes, afin de contrecarrer ce défaut majeur du projet de loi.

2. Assurer la protection des détenteurs de titres

La protection des détenteurs de titres est un souci majeur de la Directive. Elle ne pose cependant que des exigences minimales que le législateur national devra par la suite adapter et décliner dans son droit national. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers regrettent que les rédacteurs du projet de loi n'aient pas procédé à une telle déclinaison. Or, nos pays voisins s'inscrivent depuis de nombreuses années dans une logique de protection élevée de l'épargne publique en général et des détenteurs de titres en particulier. Le Luxembourg ne saurait rester à la traîne de ce mouvement.

C'est ainsi que le projet de loi ne prévoit pas de lancement d'OPA obligatoire dans des circonstances où elle serait pourtant nécessaire pour assurer le traitement équivalent de tous les titres : tel est le cas pour une prise de contrôle d'une société, alors même que le seuil de 33 1/3% des droits de vote ne serait pas franchi. Tel est aussi le cas des actionnaires des filiales cotées de la société mère si cette dernière fait l'objet d'une OPA.

En outre, tous les détenteurs de titres, même ceux démunis du droit de vote, courent dans le cadre d'une OPA le risque de se retrouver actionnaire minoritaire. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers en tirent deux conséquences : l'offre devrait viser non seulement les titres munis du droit de vote, mais tous les titres émis par la société ; l'OPA, tant volontaire qu'obligatoire, devra viser en tout état de cause tous les titres.

Ensuite, tous les détenteurs de titres devraient avoir droit à une contrepartie équitable, peu importe qu'il s'agisse d'une OPA obligatoire ou volontaire. Il est impératif de préciser le projet de loi en ce sens et de doter la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après, la « CSSF ») *expressis verbis* du contrôle de ladite équité. Ce contrôle se justifie a fortiori dans le cadre d'une opération publique d'échange, où se pose la difficile question d'évaluer la contrepartie. Cette contrepartie devrait être suffisamment liquide et assurer aux détenteurs de titres des droits sensiblement équivalents à ceux attachés aux titres de la société cible. C'est la raison pour laquelle la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent une définition de la notion de liquidité. Au cas où la contrepartie n'est pas liquide, ou que les titres offerts ne portent pas des droits sensiblement équivalents l'offrant devrait être obligé de proposer à titre d'option, la contrepartie en espèces.

Les détenteurs de titres devraient être dotés d'un maximum d'informations pour pouvoir prendre leur décision en toute connaissance de cause : ainsi, l'offrant devrait dès l'annonce de son offre énoncer une condition d'obtention minimale de titres dont il ne saurait se désister par la suite.

Pour éviter une pression induite sur les détenteurs de titres, il est proposé de leur laisser la liberté de se rétracter jusqu'au jour de la clôture de l'offre. En outre, il faudrait obliger l'offrant, qui à l'issue de l'OPA détient plus de 50%, de rouvrir l'offre aux mêmes conditions.

Une telle protection des détenteurs de titres devrait aussi être réalisée par un renforcement du contrôle qui entoure le cadre légal mis en place.

3. Une loi encadrée d'un contrôle efficace et de sanctions dissuasives

Il importe d'entourer le cadre légal créé en matière d'OPA d'un contrôle efficace, afin de se doter d'une législation capable de concurrencer en terme d'image de marque avec les grandes places financières européennes.

C'est la raison pour laquelle la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient d'étoffer et de préciser les missions de la CSSF en tant qu'autorité de contrôle. Des précisions de texte s'imposent au présent projet de loi, afin d'affirmer clairement que la CSSF sera l'autorité indépendante et impartiale qui veillera au bon déroulement des OPA et qui conciliera tous les intérêts en jeu.

Dans un souci de protection de l'épargne publique, il devrait être clairement précisé que la CSSF contrôle en tout état de cause l'équité du prix ou de la contrepartie offerte. Un tel contrôle se justifie tant pour les offres publiques volontaires que pour les offres publiques obligatoires.

Le cadre législatif du rôle de la CSSF devra être tracé avec précision, tout en évitant une trop grande rigidité. C'est ainsi que les circonstances dans lesquelles la CSSF pourra déroger aux dispositions du projet de loi mériteraient une plus grande définition légale. Il en va de même de son pouvoir d'exiger de la part de l'offrant des « *instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres.* »

Il conviendra toutefois aussi de laisser à la CSSF suffisamment de marge de manœuvre pour réagir à des cas d'espèce. Ainsi, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment-elles que la CSSF devrait avoir le pouvoir de déroger à l'obligation imposée par le projet de loi de lancer une OPA lors du franchissement du seuil de 33 1/3 % des droits de vote. Peuvent en effet se présenter en pratique d'une part des situations dans lesquelles il n'y a pas de prise de contrôle, malgré le dépassement dudit seuil ; d'autre part, une prise de contrôle peut le cas échéant intervenir à un franchissement de seuil bien inférieur.

Le contrepois à ces pouvoirs étendus de la CSSF devrait être constitué par un recours en réformation devant les tribunaux administratifs.

Un autre moyen efficace de protection de l'épargne publique proposé par la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers et connu dans d'autres législations est l'obligation pour l'offrant de fournir une garantie bancaire, qui couvrira la teneur et le caractère irrévocable des engagements de l'offrant.

Le meilleur contrôle ne saurait dispenser la mise en place de sanctions efficaces et proportionnées au regard des intérêts économiques et financiers gigantesques qui sont en jeu dans le cadre d'une OPA. Les sanctions prévues dans le présent projet de loi (amendes d'ordre, et/ ou pénales avec un maximum de € 125.000 et/ou des peines d'emprisonnement) n'ont de l'avis de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers guère de force comminatoire. Elles proposent donc une sanction particulièrement efficace: la suspension des droits de vote des titres détenus par l'offrant dans une société luxembourgeoise, au cas où cet offrant n'aurait pas respecté le projet de loi sous avis.

4. Introduction du retrait et du rachat obligatoires en droit luxembourgeois

La Directive impose l'introduction du retrait et du rachat obligatoires à l'issue d'une OPA en droit luxembourgeois. Elle laisse toutefois aux Etats membres le choix de fixer le seuil à partir duquel ces mécanismes sont susceptibles d'être mises en œuvre, ce seuil devant se trouver dans une fourchette entre 90% et 95%. Les rédacteurs du projet de loi fixent ce seuil à 95%.

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers saluent l'introduction de ce mécanisme en droit luxembourgeois. A l'issue d'une OPA qui a été un succès, la protection d'un actionnaire largement minoritaire devient disproportionnée par rapport aux coûts, notamment administratifs, que la société devra supporter. Il est donc logique de permettre à l'actionnaire majoritaire de s'en défaire par le mécanisme du retrait obligatoire. Il est tout aussi logique de permettre à l'actionnaire minoritaire de quitter la société de son propre gré par le mécanisme du rachat obligatoire. Dans ces cas de figure, les droits de cet actionnaire sont protégés au maximum : la CSSF contrôle qu'un juste prix soit garanti, qui doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister dans une contrepartie en espèces.

Après consultation de leurs ressortissants, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers ne peuvent approuver le projet de loi sous rubrique que sous réserve expresse de la prise en compte des observations ci-après, en particulier des propositions de textes y énoncées.

Appréciation du projet de loi:

	Favorable	Neutre	Négatif
Compétitivité			-
Transposition de la directive		0	
Impact financier sur les entreprises	n.a.	n.a.	n.a.
Simplification administrative		n.a.	
Impact sur les finances publiques	n.a.	n.a.	n.a.

Appréciations: - / - / 0 / + / + +

n.a. (non applicable)

non disponible

Considérations générales

Il convient de placer la Directive et le projet de loi sous avis dans le contexte de la globalisation des marchés financiers. Les OPA participent à la mobilité et la vitalité du tissu économique, en permettant en particulier l'obtention de la taille critique ou de synergies industrielles et commerciales. Si ces critères sont remplis, les OPA sont susceptibles d'avoir un impact positif pour l'actionnariat de la société-cible, pour la société-cible elle-même, pour la société initiatrice et enfin pour l'économie nationale.

La Commission Européenne avait déjà placé en 1985 l'objectif de créer un véritable marché financier européen intégré parmi les priorités du Livre blanc sur l'achèvement du marché intérieur. Adopté après quinze ans d'âpres discussions et suite à un rapport d'experts qui a fortement marqué la version finale de la Directive¹, la Directive tend à harmoniser les règles des Etats membres en matière d'OPA et pose à cet effet un certain nombre de principes généraux en la matière (égalité de traitement des détenteurs de titres de même catégorie, information des détenteurs de titres, durée de l'offre etc.).

Il convient toutefois de souligner que la Directive ne pose qu'un cadre minimum qui peut être complété par les Etats membres : elle permet en effet aux Etats de prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes pour réglementer les offres².

¹ Report of the High Level Group of Company Law experts on Issues related to Takeover bids, Brussels, 10 January 2002, ci-après « Rapport Winter

² Article 3.2. b) de la Directive

Le présent projet de loi se borne en grande majorité à une transposition servile et purement technique de la Directive. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers regrettent que la plupart des marges de manœuvre n'aient pas été exploitées par les rédacteurs du projet de loi dans la transposition de la Directive. En outre, l'exposé des motifs du projet de loi particulièrement laconique et le commentaire des articles peu éclairant ne permettent pas à la Chambre de Commerce et à la Chambre des Métiers de déceler une vision d'ensemble du présent projet de loi. Une telle vision est cependant d'autant plus importante que le Luxembourg est l'un des rares pays européens à être dépourvu de législation en matière d'OPA. L'introduction d'une telle loi devrait pourtant être l'occasion de créer un cadre complet et cohérent, susceptible de lancer un signal fort aux grandes entreprises qui désirent installer leur siège social au Luxembourg. La création d'un cadre légal tout à fait nouveau ne saurait aboutir sans mener au préalable une réflexion sur les grands axes autour desquels un tel cadre légal devra s'articuler. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que le présent projet de loi devrait viser à concilier trois soucis majeurs : la création d'un cadre complet et cohérent pour le lancement d'OPA, susceptible d'attirer des grandes entreprises au Luxembourg (I), qui n'ira cependant pas au détriment des détenteurs de titres (II) et dont le respect sera assuré par un contrôle efficace (III). Afin de réaliser ces trois objectifs, les deux chambres professionnelles proposent de nombreuses améliorations de textes, inspirées en majeure partie par des concepts et législations préexistants dans nos pays voisins. Enfin, le projet de loi introduit en droit luxembourgeois le droit de retrait et de rachat obligatoires (IV).

I. Créer un cadre légal complet et cohérent

Le Grand-Duché de Luxembourg est à l'heure actuelle dépourvu de toute législation en matière d'OPA. Cette lacune constitue un désavantage compétitif par rapport à nos voisins européens. En effet, l'absence de tout texte régissant par exemple le contenu du document d'offre, des caractéristiques de la contrepartie, l'inexistence de la technique du *squeeze-out*, la licéité ou non des mesures anti-OPA, ou encore une définition des pouvoirs d'une autorité de contrôle nationale en cas de lancement d'une OPA sur une société luxembourgeoise, crée une insécurité juridique qui n'est guère de nature à inciter des grands groupes de sociétés d'implanter leur siège social au Luxembourg. Ce vide juridique ne donne à l'étranger guère une image flatteuse sur l'état d'avancement de notre système juridique en général et de la transparence du monde de la finance en particulier. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers ne peuvent donc que saluer l'adoption prochaine d'une telle législation.

Si les rédacteurs du projet de loi sous avis ont exercé les options prévues par la Directive dans un sens favorable en termes de compétitivité, car laissant aux sociétés luxembourgeoises toute latitude d'adopter ou non des mesures anti-OPA (1), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers déplorent par ailleurs les nombreuses lacunes dans le présent projet de loi (2), créant de la sorte une insécurité juridique regrettable.

1. Les mesures anti-OPA : la liberté laissée aux sociétés

Le projet de loi clarifie dans quelle mesure et dans quelles circonstances des mesures anti-OPA mises en place par les sociétés cotées sont ou non licites. A cet

égard, la Directive est animée par la philosophie que la menace d'une offre d'achat hostile dans un marché libre pour le contrôle de la société disciplinerait les gestionnaires de la société, entraînant une meilleure performance de la société et stimulant de la sorte la croissance économique dans sa globalité.³ La Directive en fait découler deux principes importants : le principe de la neutralité de l'organe d'administration et le principe de la neutralisation des restrictions.

1. 1. Principe de la neutralité de l'organe d'administration

Le principe de neutralité de l'organe d'administration ou de gestion de la société-cible d'une OPA (article 9 de la Directive, transposé par l'article 10 du projet de loi sous avis) veut qu'une fois que l'OPA est lancée, cet organe doit se faire autoriser par l'assemblée générale toute action susceptible de faire échouer l'offre (à l'exception de la recherche d'autres offres). Cet article témoigne en filigrane de l'idée des initiateurs de la Directive qu'il existerait un antagonisme entre les membres des organes d'administration de la société-cible qui seraient avant tout animés par la volonté de ne pas perdre leurs postes au cas où l'OPA serait un succès et les actionnaires. Les actionnaires seraient seuls à même de décider de l'opportunité ou non de répondre à l'OPA.⁴ Par voie de conséquence, ils seraient les seuls à pouvoir juger de l'opportunité ou non de prendre des mesures anti-OPA et le conseil d'administration devrait donc être tenu à un strict devoir de neutralité.

1.2. Le principe de la neutralité des restrictions (*breakthrough rule*)

L'article 12 du projet de loi sous avis (transposition de l'article 11 de la Directive) prévoit la neutralisation à l'égard de l'offrant des règles statutaires et accords contractuels comportant des restrictions au transfert de titres ou des droits de vote dès l'annonce de l'offre et des autres mesures anti-OPA préventives mises en place par la société-cible.

Ensuite, une fois que l'offrant détient 75% du capital à l'issue de l'offre, il a le droit de convoquer une assemblée générale à bref délai. Les restrictions au droit de vote, les droits extraordinaires de nomination ou de révocation des membres de l'organe d'administration ne s'appliquent pas, les titres à droit de vote multiple ne donnent lieu qu'à une voix à ladite assemblée.

La mise en œuvre de ces deux principes énoncés par la Directive occulte cependant que la menace d'une acquisition hostile est susceptible d'entraîner une grande insécurité et de réduire l'horizon d'action des entreprises. Face à l'hostilité d'une partie des Etats membres, la présidence portugaise a introduit une option à deux niveaux : d'une part l'article 12.1. de la Directive permet aux Etats membres de ne pas imposer aux sociétés nationales le respect de l'article 9 de la Directive (règle de la neutralité) et/ou 11 (*breakthrough rule*) (*système dit d' « opt-out »*). D'autre part, les Etats membres qui exercent ce *opt-out*, doivent alors octroyer aux sociétés qui le souhaitent le droit d'appliquer néanmoins l'une, ou ces deux règles (« *opt-in*»). En outre, l'article 12.3. de la Directive autorise les Etats d'exempter les sociétés qui se sont interdites toute mesure anti-OPA de ladite interdiction, au cas où elles font l'objet

³ En ce sens Rapport Winter Bruxelles Janvier 2002 Chapter I, Section 1

⁴ En ce sens Rapport Winter Bruxelles janvier 2002 Chapter I, Section 2

d'une OPA lancée par un offrant qui dispose lui-même de dispositions anti-OPA. Cette disposition de la Directive permet de rétablir une égalité des armes entre l'offrant et la société cible (*clause de la réciprocité*).

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers saluent le fait que les rédacteurs du projet de loi aient exercé cette faculté du « *opt-out/opt-in* ». Il revient ainsi à chaque société (et non au législateur) de déterminer sa stratégie : soit elle souhaite se protéger contre des OPA en prenant des dispositions anti-OPA (au risque d'être moins attractive pour les investisseurs), soit elle décide de s'ouvrir à tous les investisseurs potentiels. Quelque soit le choix exercé, il demeure réversible. Le Luxembourg transpose de la sorte fidèlement le texte et l'esprit de la Directive, tout en préservant le caractère traditionnellement libéral du droit des sociétés et financier luxembourgeois.

Les sociétés qui décident de s'ouvrir aux OPA en appliquant le principe de la neutralité de l'organe d'administration et le principe de la neutralisation des restrictions ne sont pas pour autant démunies de toute défense. En effet, si un offrant qui applique lui-même des mesures anti-OPA (notamment les sociétés américaines), lance une OPA sur une telle société luxembourgeoise, cette dernière peut néanmoins prendre des mesures anti-OPA en faisant jouer la clause de réciprocité. La société luxembourgeoise devra cependant se faire approuver de telles mesures anti-OPA tous les 18 mois par son assemblée générale des actionnaires.

Les sociétés qui désirent se fermer en adoptant des mesures anti-OPA s'inscrivent dans une forte tendance observée sur le marché : plus de la moitié des sociétés françaises du CAC 40 se fondent sur des restrictions statutaires ou contractuelles de titres comme mesures de défense anti-OPA⁵. En imposant aux sociétés de neutraliser dès l'annonce de l'offre le jeu de ces mesures, est en effet créé le risque de règles de compétition défavorables aux sociétés européennes, particulièrement au regard des entreprises américaines. Les législations de nombreux Etats fédéraux américains permettent en effet largement le recours à des mesures anti-OPA. La société luxembourgeoise qui désire prendre des mesures anti-OPA trouve dans le droit des sociétés et le droit contractuel luxembourgeois traditionnellement libéraux des mécanismes anti-OPA flexibles et efficaces.

Il va de soi que la mise en œuvre de telles mesures devra en tout état de cause respecter deux principes fondamentaux du droit des sociétés : elles devront être dans l'intérêt de la société et elles ne sauraient rompre l'égalité de traitement des détenteurs de titres. Lors du choix des mesures anti-OPA les plus appropriées, le conseil d'administration devra se laisser guider par la notion d'intérêt social qui prévaut en droit des sociétés luxembourgeois (ainsi qu'en droit des sociétés français et belge). L'intérêt social est un intérêt propre de la société bien distinct de celui des actionnaires de la société. Dans notre conception, la société doit être comprise comme une entité qui se distingue des actionnaires et même de la majorité des actionnaires, et qui a pour but de poursuivre des intérêts propres. Notre droit des sociétés se distingue sur ce point fondamentalement de la conception anglo-saxonne qui tend à assimiler l'intérêt de la société à l'intérêt des actionnaires.

⁵ En ce sens Pierre Servan Schreiber, Armand Grumberg; JCP E 2004 N° 44 p.1724 et s.
C:\Documents and Settings\ept\Local Settings\Temporary Internet Files\OLK4D\DAN_3028
OPA 280206 version finale.doc

En ce qui concerne la règle de la neutralité de l'organe d'administration ou de direction, la suspicion dont témoigne la Directive à son égard est en général absente sur la place luxembourgeoise. En outre, l'assemblée générale des actionnaires, par sa lourdeur foncière (à supposer même qu'un règlement grand-ducal vienne réduire les délais de convocation), n'est de l'avis de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers en général pas l'organe adéquat pour déterminer des mesures concrètes et urgentes d'anti-OPA. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers saluent donc le fait que les rédacteurs du projet de loi laissent aux sociétés le choix réversible de se soumettre ou non à l'article 10.

2. Comblent les silences et lever les ambiguïtés du projet de loi

Les silences laissés par le projet de loi ne permettent pas d'assurer aux entreprises une certaine visibilité et une prévision du déroulement d'une OPA et seront source de contentieux. Un cadre légal attractif suppose cependant que les « règles du jeu » soient fixées d'avance et connues par toutes les parties prenantes. Les chambres professionnelles proposent dans le commentaire des articles l'insertion de clauses permettant de combler ces lacunes et de lever des ambiguïtés, en s'inspirant en large partie des législations des pays limitrophes. Ne citons ici que les plus importantes : l'interdiction pour l'offrant de lancer une OPA deux fois de suite sur une même cible endéans une année ; les moyens de recours contre les décisions de la CSSF ; la poursuite des éventuels programmes de rachats d'actions de la part de la société-cible; des précisions quant à la publication des résultats de l'offre ; des précisions quant aux conditions auxquelles l'offre pourra être soumise.

En outre, les deux chambres professionnelles estiment que certains aspects de la procédure de l'offre (notamment en termes de délais⁶), de même que le rôle de l'autorité de contrôle, à savoir la CSSF, n'est pas clairement défini, ce qui est source d'insécurité juridique considérable pour tous les acteurs du marché. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent des améliorations de textes, afin de lever ces ambiguïtés. (voir III ci-dessous).

Les précisions de texte et ajouts souhaités par la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers ne devraient cependant pas aboutir à la création d'un carcan législatif rigide : il convient de prévoir au contraire des clauses permettant une adaptation de la législation à des circonstances exceptionnelles. C'est ainsi que la CSSF devrait être dotée du pouvoir d'exempter un actionnaire du lancement d'une OPA obligatoire malgré le franchissement du seuil mathématique de 33 1/3 % des droits de vote dans des cas où cet actionnaire ne désire pas prendre le contrôle ou dans des situations où la protection des actionnaires ne s'impose pas. A l'inverse, la CSSF devrait dans des circonstances exceptionnelles aussi être dotée du pouvoir d'obliger le lancement d'une OPA obligatoire en cas de situation de contrôle qui existe même l'absence de franchissement du seuil.

⁶ Exemples : à quel moment l'offrant devra-t-il informer la CSSF (article 6(1) du projet de loi) ? Dans quel délai l'organe d'administration ou de gestion devra-t-il présenter son avis motivé sur l'offre ? (article 10(5) du projet de loi)

II. Assurer la protection des détenteurs de titres

La protection des intérêts des détenteurs de titres dans le cadre des OPA est le souci majeur de la Directive⁷. Cette préoccupation s'inscrit dans la mouvance générale de *corporate governance* et de la protection des actionnaires minoritaires en particulier qu'on peut observer depuis plusieurs années au niveau communautaire et dans les législations de nombreux Etats membres. La Directive assure cette protection par le respect d'un certain nombre de grands principes qui sous tendent toute la Directive: la transparence du marché⁸ (1), le traitement équivalent des détenteurs de titres⁹ (2) et la désignation d'une autorité de contrôle nationale¹⁰ (cf. III ci-dessous).

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers adhèrent entièrement à ces principes. Elles se doivent toutefois d'insister sur le fait que les dispositions édictées par la Directive sont des prescriptions minimales, les Etats membres étant libres de prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont prévues par la Directive¹¹. Or, la grande majorité des Etats membres européens, en particulier nos pays voisins, disposent de mesures de protection des détenteurs des titres qui vont bien au-delà des prescriptions de la Directive. Ces mesures s'inscrivent aussi dans une logique de protection de l'épargne publique. Les deux chambres professionnelles estiment que le Luxembourg se doit de suivre ce mouvement général lors de l'introduction de ce cadre légal aux OPA ; dans le cas contraire, il risquerait à nouveau d'encourir sur la scène internationale le reproche d'être un pays doté d'une législation archaïque, favorable aux seuls grands investisseurs. Pour toutes ces raisons, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers formulent dans le présent avis des propositions de textes concrètes, destinées à trouver un juste équilibre entre les intérêts des entreprises (offrants et sociétés cibles) et ceux des détenteurs de titres.

1. Assurer la transparence

Les détenteurs de titres doivent disposer d'un maximum d'informations pour pouvoir juger de la valeur des titres qu'ils détiennent et de la valeur de la contrepartie offerte dans le cas de l'OPA.

Le présent projet de loi se borne à mettre en œuvre les dispositions prévues à cet égard dans la Directive. L'organe d'administration ou de gestion est obligé de publier une fois par an un rapport détaillé sur un certain nombre d'informations susceptibles d'éclairer les actionnaires sur les éventuelles mesures anti-OPA mises en place (article 11 du projet de loi). Une fois qu'une société souhaite lancer une OPA, elle est obligée de publier un document d'offre, dont la Directive fixe le contenu minimum et qui est soumis au contrôle préalable de la CSSF (article 8 du projet de loi). Au cas où la société-cible aurait opté pour l'application de l'article 10 du projet de loi (cf. II 1.1. ci-dessus), l'organe d'administration doit en toute transparence solliciter l'autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre (sous réserve de la recherche d'autres offres (article 10 (2) du projet de loi). L'organe d'administration ou de direction devra

⁷ Notamment : considérants (1) et (24) de la Directive

⁸ Notamment considérant (3) et (18) de la Directive

⁹ Notamment : article 3.1. a) de la Directive

¹⁰ Notamment : considérant (5) de la Directive

¹¹ Article 3.2. b) de la Directive

en tout état de cause publier un document contenant son avis motivé sur l'offre (article 10 (5) du projet de loi).

Toutes ces sources d'informations sont certes importantes, utiles et nécessaires pour les détenteurs de titres. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers les estiment cependant insuffisantes : une information souvent déterminante du comportement des détenteurs est celle sur le pourcentage de titres que l'offrant s'engage à acquérir en tout état de cause. C'est en fonction de ce seuil que les détenteurs sauront d'avance s'ils seront ou non minoritaires à l'issue de l'OPA et si la politique annoncée pourra ou non être mise en oeuvre. Les deux chambres professionnelles estiment donc que cette information devra être fournie par l'offrant dès l'annonce de son offre qui ne pourra plus s'en désister.

A supposer même que les détenteurs de titres disposeraient de cette information complémentaire, il est un fait avéré que la plupart des investisseurs ne consultent pas toute la documentation disponible hautement technique ou, s'ils la consultent, n'en comprennent pas toujours toute la portée. En particulier, ils sont généralement dépourvus des connaissances techniques nécessaires pour apprécier l'équité du prix de l'offre. La documentation est donc à elle seule insuffisante pour assurer une protection efficace des détenteurs de titres. C'est entre autres pour cette raison que la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de renforcer davantage le traitement équivalent des détenteurs de titres.

2. Assurer un traitement équivalent des détenteurs de titres

L'article 3.1 a) de la Directive et du projet de loi consacrent le principe du traitement équivalent des détenteurs de titres qui appartiennent à la même catégorie. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que le projet de loi sous avis décline de manière tout à fait insuffisante ce principe à travers tout le texte de loi.

En premier lieu, le projet de loi omet d'assurer une protection aux détenteurs de titres dans des situations où elle devrait cependant être de mise. Ainsi le présent projet de loi prévoit le lancement d'une offre publique obligatoire dans le cas où une personne vient à acquérir 33 1/3% des droits de vote d'une société luxembourgeoise cotée en bourse. C'est à ce seuil de 33 1/3% des droits de vote que le projet de loi répute se situer la prise de contrôle. Ce système qui a recours au seul critère mathématique peut en pratique s'avérer trop rigide. En effet, il existe des situations dans lesquelles la prise de contrôle d'une société se situe à un seuil bien inférieur (notamment si le capital est très éclaté). Dans une telle situation, il est important de protéger les détenteurs de titres contre une prise de contrôle rampante non contrôlée et à des conditions différenciées. Dans le souci d'assurer à tous les détenteurs de titres la possibilité de se dessaisir de leurs participations à des conditions égales, il convient de doter la CSSF du pouvoir d'exiger le lancement d'une OPA obligatoire malgré le non dépassement du seuil, au cas où elle constate une prise de contrôle.

Les actionnaires des filiales cotées d'une société cible d'une OPA méritent eux aussi une protection. En effet, en cas de réussite de l'OPA sur la société-mère, l'actionnaire de référence des filiales change. Ils peuvent donc avoir la crainte légitime d'un changement de la politique stratégique des filiales cotées en question. C'est la

raison pour laquelle la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient d'obliger l'offrant de lancer aussi une OPA sur les filiales cotées dans lesquelles la société cible détient le contrôle selon la loi applicable auxdites filiales.

Ensuite, il est difficilement justifiable tant dans le cadre d'une OPA obligatoire que d'une OPA volontaire qu'elle ne puisse viser que les valeurs mobilières auxquelles sont attachées des droits de vote, sans viser d'autres titres qui donnent droit à des actions ou à des titres ayant des droits de vote (tels par exemple des parts bénéficiaires), alors que les titulaires des autres titres resteraient ou deviendraient minoritaires dans la société visée. La protection accordée par les règles nationales doit profiter à tous les détenteurs de titres, ce qui suppose qu'un traitement équivalent leur soit appliqué. Voilà pourquoi il est indispensable d'exiger qu'une offre publique porte sur l'ensemble des titres et non sur une partie d'entre eux seulement. A l'instar de la législation allemande, il convient de prévoir que toute offre doit nécessairement viser tous les titres de la société-cible.

En outre, il n'existe de l'avis de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers aucune raison pour traiter les détenteurs de titres faisant l'objet d'une offre publique obligatoire autrement que ceux faisant l'objet d'une offre publique volontaire. Dans les deux cas, il convient d'assurer une information et une protection adéquate des détenteurs de titres. En particulier les règles concernant la contrepartie (en espèces, en titres, ou une combinaison des deux) devraient être identiques. Il convient donc de consacrer *expressis verbis* l'obligation pour l'offrant de proposer un prix équitable en tout état de cause. Une telle exigence s'impose aussi dans un souci de protéger l'épargne publique. A défaut, les règles protectrices liées à l'existence d'offres obligatoires risqueraient d'être contournées : il suffirait en effet à l'initiateur d'une offre de proposer une offre volontaire, à un prix peu attractif pour l'ensemble du marché mais convenu au préalable avec un ou plusieurs cédants, pour acquérir le contrôle de la cible sans être contraint, par l'effet du (2) de l'article 5, de lancer une offre obligatoire.

La grande majorité des investisseurs sont tant dans le cadre d'une offre publique volontaire qu'une offre publique obligatoire, incapables d'apprécier l'équité de l'offre, en particulier du prix de la contrepartie. Les considérations à prendre en compte pour valoriser tant la société cible que celle de l'offrant (dans le cas d'une offre publique d'échange) sont d'une telle complexité technique qu'il est un leurre de croire que les détenteurs de titres seraient en mesure de prendre une décision en toute connaissance de cause après la lecture assidue du document de l'offre. Dans le but de protéger l'épargne publique, il convient de doter la CSSF du pouvoir de contrôler l'équité du prix, le cas échéant en faisant appel à un expert.

Le problème de la valorisation de la contrepartie se pose essentiellement dans les offres publiques d'échange : selon quels critères convient-il de comparer les titres de la société-cible avec ceux des titres offerts ? De cette question dépend en effet la loyauté et la transparence de l'offre qui assurent la protection de l'épargne publique. Deux questions méritent particulièrement un éclairage : la première concerne la liquidité des titres offerts et la seconde les droits qui sont attachés aux titres offerts par l'offrant.

En ce qui concerne la liquidité proprement dite, le projet de loi devra impérativement contenir une définition de cette notion, qui est au cœur même de la valorisation de la contrepartie. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers

proposent le recours à la notion de diffusion des titres dans le public, déjà connue dans le domaine boursier. Une autre définition possible de la notion de liquidité consisterait à mettre le flottant des titres offerts en rapport avec l'importance de la société visée. Dans un souci de protection de l'épargne publique la CSSF devrait être dotée du pouvoir de contrôler ladite liquidité. A cette fin la définition de la liquidité des titres devra être suffisamment précise.

Une question connexe à la liquidité est celle des droits attachés aux titres offerts. Il convient en effet de veiller à ce que les droits attachés aux titres offerts ne diffèrent pas sensiblement de ceux attachés aux titres de la cible. Il ne saurait en effet se faire que les actionnaires de la société cible se voient proposer des titres qui portent moins de droits (en termes de vote et/ou en termes économiques) que les titres de la société cible.

Au cas où les titres proposés ne seraient pas suffisamment liquides et/ou porteraient des droits moindres que les titres d'origine, on ne saurait mettre les actionnaires de la société cible devant le dilemme suivant : refuser l'offre et se retrouver à l'issue de l'OPA actionnaire minoritaire sans véritable droit dans la société cible ; accepter l'offre mais en se retrouvant propriétaires de titres qui ne leur assurent pas un véritable droit de regard sur la société en question. Pour éviter d'enfermer les détenteurs de titres dans une telle logique, il convient d'obliger l'offrant qui propose des titres peu liquides ou des titres porteurs de moins de droits que les titres de la cible, d'ouvrir à tous les détenteurs de titres l'option d'une contrepartie qui serait entièrement en espèces.

Pour éviter des pressions indues aux actionnaires, il conviendrait dans un même ordre d'idées que les rédacteurs du projet de loi s'inspirent des dispositions contenues dans les législations de nos pays voisins pour insérer des règles permettant aux détenteurs de titres de se rétracter de la présentation de leurs titres à l'offre, jusqu'à la date de la clôture de celle-ci.

A l'instar des législations allemandes, anglaises et espagnoles, il conviendrait aussi de prévoir l'obligation pour l'offrant ayant recueilli au moins 50% du capital ou des droits de vote de rouvrir l'offre aux mêmes conditions, afin que le choix des détenteurs de titres ne puisse être déterminé par l'impression qu'ils pourraient se retrouver minoritaires dans la société en cas de succès de l'offre.

Une autorité de contrôle, dotée de pouvoirs précis et suffisamment étendus, devra veiller au respect des règles et principes énoncés ci-dessus.

III. Une loi encadrée d'un contrôle efficace et de sanctions dissuasives

Pendant des années, le Luxembourg a pâti à tort sur la scène internationale d'une image peu flatteuse. Une telle réputation a nécessairement des répercussions négatives en termes de compétitivité. Il importe donc lors de la transposition de la Directive d'entourer la loi d'un contrôle efficace, afin de donner à la communauté internationale l'image d'un pays désireux de se mettre en conformité avec les plus

hauts standards en termes de législation financière et de *corporate governance* et de dissuader le lancement d'OPA risquant de mettre en péril l'épargne publique.

Un premier moyen préventif à introduire dans l'arsenal juridique luxembourgeois pour éviter le lancement des offres peu sérieuses est l'obligation imposée à l'offrant de fournir une garantie bancaire afin de garantir le caractère irrévocable de son offre. Comme la plupart de nos pays limitrophes imposent une telle obligation, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent l'insertion d'une telle obligation dans le projet de loi.

Ensuite, le présent projet de loi désigne la CSSF comme autorité de contrôle chargée de veiller au respect du projet de loi sous avis. Si le sérieux et le professionnalisme de cette institution ne sont plus à prouver, encore convient-il de la doter de pouvoirs suffisamment étendus pour mener à bien sa mission. Or, force est de constater que les pouvoirs octroyés par le présent projet de loi à la CSSF sont dans bien des cas de figure fort réduits. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il paraît opportun de profiter de l'expérience acquise dans d'autres pays et sur d'autres marchés pour incorporer certaines dispositions des réglementations voisines notamment lorsqu'elles sont de nature à renforcer le rôle de l'autorité de contrôle, en lui ménageant la flexibilité nécessaire à une intervention pragmatique et efficace. A d'autres égards, certains pouvoirs accordés par le présent projet de loi à la CSSF semblent bien trop flous aux deux chambres professionnelles. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers encouragent le législateur à approfondir et expliciter le rôle et les pouvoirs de la CSSF dans le cas d'une OPA.

D'un côté, les pouvoirs de la CSSF se résument à approuver le document d'offre (article 6), à déterminer les modalités de sa publication (article 8), de veiller à la publication d'un certain nombre de décisions (article 4 (2)), à recevoir des communications (par exemple 13 d) la communication par l'offrant du nombre des titres qui ont accepté l'offre).

D'un autre côté, la CSSF est autorisée à déroger aux dispositions de la présente loi pour « *tenir compte de circonstances particulières* » (article 4 (5)), sans que le projet de loi ne précise la nature de ces circonstances particulières, afin d'encadrer la CSSF dans l'exercice de ce pouvoir, pourtant lourd de conséquences pour toutes les parties prenantes. Il en va de même du pouvoir accordé à la CSSF de pouvoir admettre d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres (article 5(6)).

De l'avis de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers, le rôle de la CSSF mériterait d'être énoncé plus clairement dans le projet de loi sous avis et érigé en principe général qui sous tend tout le texte de loi. La CSSF devra être l'autorité de contrôle impartiale et indépendante qui veillera au bon déroulement des OPA et qui conciliera tous les intérêts en jeu : celui du marché en général, et des investisseurs et des parties prenantes en particulier. Dans ce cadre, elle devrait avoir le pouvoir de contrôler le respect de la règle d'égalité par l'offrant, le caractère équitable du prix ou de la contrepartie offerte et de manière plus générale de la loyauté et de la transparence des opérations d'OPA. L'énonciation de ce principe général, d'ailleurs inspiré de la législation française¹², constituera un garde-fou particulièrement efficace pour le respect de toute la réglementation par tous les

¹² Article 231-3 du Règlement de l'Autorité des Marché Financiers

acteurs, étant donné que la violation des principes énoncés peut amener la CSSF à prononcer la caducité d'une offre.

En vue d'assurer la protection de l'épargne publique, la CSSF devrait être dotée de pouvoirs nettement plus étendus, en particulier pour contrôler le prix équitable (cf. I.2. ci-dessus).

Le projet de loi ne devrait pas pour autant enfermer la CSSF dans un carcan législatif trop rigide qui l'empêcherait de s'adapter à des situations exceptionnelles. Il conviendrait en effet de permettre à la CSSF d'accorder dérogations pour des cas d'espèce, qui ne sauraient être réglementés en détail dans le cadre du présent projet de loi. C'est ainsi que la CSSF devrait être dotée du pouvoir d'accorder des dérogations en ce qui concerne l'obligation de lancer une OPA obligatoire, dans des situations où le seuil de 33 1/3% a été dépassé de manière quasi accidentelle et accessoire, et/ou sans qu'il n'y ait une nécessité de protéger les autres détenteurs de titres. A l'inverse, la CSSF devrait avoir le pouvoir d'obliger le lancement d'une OPA obligatoire, alors même que ce seuil de 33 1/3% des droits de vote n'est pas atteint, si elle estime qu'il y a eu néanmoins prise de contrôle. De telles possibilités de dérogations existent dans la plupart des législations européennes et la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers invitent les rédacteurs du projet de loi d'en introduire aussi au Luxembourg.

Le contrepoids à ces pouvoirs relativement étendus de la CSSF sera constitué par les juges administratifs, saisis dans le cadre d'un recours. Au regard des enjeux en question, ce recours devrait de l'avis des deux chambres professionnelles être un recours de pleine juridiction.

Le contrôle de la CSSF ne saurait cependant suffire à lui seul pour veiller au respect de la législation; il convient aussi de mettre en place des sanctions suffisamment dissuasives. A cet égard, les deux chambres professionnelles estiment que les seules amendes d'ordre et/ou pénales prévues par le présent projet de loi ne sauraient suffire pour donner au public un signal fort. En effet, vu les intérêts financiers gigantesques en jeu, les amendes n'ont guère une grande force comminatoire. Il en va probablement de même des peines d'emprisonnement, puisque l'auteur de l'infraction se trouvera en pratique bien souvent à l'étranger, loin des emprises du pouvoir judiciaire luxembourgeois. Pour toutes ces raisons, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que la meilleure sanction dissuasive imaginable devra être de nature économique, en frappant l'objet même de toutes les convoitises : à savoir le droits de vote attachés aux titres irrégulièrement acquis par l'offrant. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que la suspension des droits de vote attachés aux titres détenus par l'offrant qui a violé les dispositions du projet de loi sous avis sera la seule sanction véritablement efficace (qui est déjà prévue à d'autres endroits de la législation luxembourgeoise (notamment la loi du 4 décembre 1992 concernant les participations importantes).

IV. Introduction en droit luxembourgeois du retrait obligatoire et du rachat obligatoire

Le présent projet de loi introduit en droit luxembourgeois pour les sociétés cotées qui ont fait l'objet d'une OPA le retrait obligatoire (« *squeeze out* ») et le rachat obligatoire (« *reverse squeeze out* »). La Directive rend l'introduction de ces

mécanismes obligatoire, tout en laissant aux Etats membres la liberté de déterminer le seuil de participation acquis par l'offrant à partir duquel ces deux mécanismes pourront être mis en œuvre. Ce seuil devra se situer dans une fourchette entre 90% et 95% du capital assorti de droits de vote.

Le retrait obligatoire se justifie dès lors que l'offrant a acquis un nombre tellement important de titres par l'OPA que le souci de protection des actionnaires minoritaires devient disproportionné par rapport aux coûts, notamment administratifs (par exemple dus à la tenue des assemblées générales, le droit des actionnaires d'être informés, etc.) qu'encourt la société. C'est sur base de cette analyse de proportionnalité que le *squeeze out* a été déclaré compatible avec le droit de propriété consacré par la Convention Européenne des Droits de l'Homme¹³ par les plus hautes juridictions de nos pays voisins. En outre, l'existence d'un actionariat minoritaire empêche l'offrant d'intégrer pleinement la société acquise dans son groupe en termes d'activités, d'organisation etc. Pour toutes ces raisons, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers accueillent favorablement l'introduction de ce mécanisme en droit luxembourgeois.

La plus grande protection de l'actionnaire minoritaire a pu être achevée par le choix des rédacteurs du présent projet de loi de fixer le seuil de participation exigé au maximum prévu par la Directive, à savoir 95%. Les rédacteurs du projet de loi introduisent non seulement le *squeeze out* à l'encontre des détenteurs de titres munis du droit de vote, mais aussi à l'encontre de porteurs d'actions sans droit de vote et de parts bénéficiaires sans droit de vote. Les rédacteurs du projet de loi sous avis ne motivent pas spécialement ce choix dans le commentaire des articles. Si ce choix témoignait de la volonté (partagée par les deux chambres professionnelles) d'assurer à l'actionnaire majoritaire à l'issue de l'OPA la certitude qu'il puisse mener à bien son projet stratégique et financier pour la société ainsi acquise, il conviendrait d'inclure aussi les titres de capital ou ayant un droit de vote ou donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée¹⁴.

Le retrait obligatoire va en toute logique de pair avec le rachat obligatoire. L'actionnaire devenu largement minoritaire après une OPA peut avoir de multiples raisons pour souhaiter le retrait de la société : il se peut que ses titres soient devenus moins liquides après l'OPA, de sorte qu'il n'est pas certain de recevoir sur le libre marché une contrepartie suffisante en cas de vente ; il peut craindre que le nouvel actionnaire majoritaire change de manière fondamentale la stratégie, la politique de distribution ou d'autres éléments clé de la société. En outre, l'existence de ce droit de retrait permet aux actionnaires minoritaires qui ne souhaitaient pas répondre à l'OPA de changer d'avis et de toucher néanmoins un prix adéquat.

Dans les deux cas de figure, la CSSF sera le garant du respect des droits des actionnaires minoritaires : elle est en effet chargée de veiller à ce qu'un juste prix soit garanti.

¹³ En ce sens notamment., En Belgique : Cour d'arbitrage Petrofina 14 mai 2003 ; en France : Cour de cassation française 29 avril 1997 ; Association de défense des intérêts minoritaires et autres c/ Société Générale et autres ; en Allemagne : BGH 23 août 2000, Moto Meter

¹⁴ Tel est notamment le cas en Belgique: article 45 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés.

Le droit luxembourgeois ne prévoit pas à l'heure actuelle ce droit de retrait. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers accueillent favorablement l'introduction de ce mécanisme, qui est le pendant logique du retrait obligatoire.

Commentaire des articles

Il convient de présenter tout le texte du projet de loi sous avis sous un article I, afin d'aborder dans l'article II la modification de la loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

Concernant l'article 1^{er}: Champ d'application

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de rédiger l'article 1^{er} paragraphe (1) de sorte à réduire son champ d'application aux seuls cas de figure où les règles luxembourgeoises seront susceptibles de trouver application : à savoir en cas d'offre publique d'achat lancée sur une société ayant son siège social au Luxembourg et dont les titres sont cotés sur un marché réglementé luxembourgeois, et dans les cas de figure limitativement énumérés par l'article 4 du présent projet de loi. L'article 1^{er} pourrait dès lors prendre le libellé suivant :

« (1) La présente loi s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres d'une société dont le siège social est établi au Luxembourg et dont tout ou partie des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, au sens de la directive 2004/39/CE, au Luxembourg. »

« (1bis). Dans le respect des dispositions prévues à l'article 4 ci-après, les dispositions pertinentes de la loi s'appliquent aux offres publiques visant des titres émis par des sociétés qui ne sont pas établies au Luxembourg et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé luxembourgeois. »

Concernant l'article 2 : Définitions

Afin de faciliter la lisibilité du texte, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers invitent les rédacteurs du projet de loi à présenter les définitions dans l'ordre alphabétique.

Les deux chambres professionnelles se posent la question de savoir si l'offre doit être limitée aux seules valeurs mobilières auxquelles sont attachés droits de vote ou si elles ne devraient pas plutôt viser tous les titres qui sont des titres de capital, ou des titres auxquels sont attachés des droits de vote et qui donnent accès au capital respectivement accès à des titres ayant le droit de vote. Il est difficilement justifiable qu'une offre ne puisse viser que les actions sans viser d'autres titres qui donnent droit à des actions ou à des titres ayant des droits de vote (tels par exemple des parts bénéficiaires), alors que les titulaires des autres titres resteraient ou deviendraient minoritaires dans la société visée.

L'offre devrait donc concerner l'ensemble des titres, qu'ils soient de capital ou non, auxquels sont attachés des droits de vote, ainsi que l'ensemble des titres qui donnent accès au capital ou au droit de vote de la société visée à la date de la clôture de l'offre. Seront donc notamment visés : les parts bénéficiaires, les actions sans droit de vote, les obligations convertibles, les warrants, certificats dits fiduciaires etc. Une définition suffisamment large aurait l'avantage de couvrir toutes les formes de participation, mêmes celles encore à venir qui seraient le cas échéant inventées par la pratique. Il y a lieu de préciser qu'une solution similaire existe notamment dans les législations allemande¹⁵ et belge¹⁶. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers militent en faveur d'une définition suffisamment large et générique.

Il convient en outre de préciser que l'objectif d'acquisition du contrôle s'apprécie au regard du droit national de la société visée (article 5 paragraphe 3 de la Directive).

Il résulte des développements ci-dessus qu'il y a lieu de modifier les deux définitions d'offre publique d'acquisition et de titre comme suit :

« a) « offre publique d'acquisition ou « offre » : une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs de titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national applicable à celle-ci. »

« e) « titre » : tout titre de capital ou donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société visée. »

S'agissant au point g) de la définition des titres à droit de vote multiple, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment le recours au critère de l'existence d'une « *catégorie séparée et distincte* » superflu. Il serait même dangereux si un droit national permettait que des droits de vote multiples soient attachés à des titres sans que ceux-ci aient formellement besoin d'être inscrits dans une catégorie à la fois distincte et séparée. Le seul critère de la pluralité de voix est à la fois nécessaire et suffisant. En sens inverse, des stipulations particulières peuvent faire acquérir des droits de vote multiples à dater d'un élément qui les déclenche, aussi est-il souhaitable d'envisager également cette hypothèse. Dès lors, il convient de modifier la définition comme suit :

« g) « titres à droit de vote multiple » : les titres conférant chacun plus d'une voix. »

Concernant l'article 3 : Principes généraux

En premier lieu, il est suggéré d'ajuster le titre de cet article à son champ d'application tel qu'il résulte de la première phrase de l'article. Une telle modification

¹⁵ § 32 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

¹⁶ §3 de l'arrêté royal belge du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés

permettrait de dissiper tout doute que les principes généraux y énoncés ne s'appliquent qu'aux OPA, et non aux retrait et rachat obligatoires. Dès lors, le titre de l'article 3 se lirait comme suit :

« Principes généraux gouvernant les offres publiques d'acquisition. »

Si les principes énoncés dans cet article sont repris de la Directive, ils suscitent néanmoins quelques commentaires et méritent d'être complétés afin de garantir le sérieux des offres publiques lancées, comme le permet d'ailleurs la Directive (article 3 (2) b)).

En ce qui concerne le principe énoncé au point a), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers relèvent avec satisfaction la consécration législative du traitement équivalent des détenteurs de titres qui appartiennent à la même catégorie. On peut en déduire a contrario que le traitement différencié entre les détenteurs de titres de différentes catégories est possible.

En ce qui concerne le point b), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers supposent que l'avis à rendre par l'organe d'administration ou de gestion auquel il est fait référence est le même que celui prévu à l'article 10(5) du présent projet de loi, bien que le contenu dudit rapport soit défini de manière plus explicite à l'article 10(5).

Le point c) prescrit que l'organe d'administration ou de gestion de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société et donner aux actionnaires une réelle possibilité de décider des mérites de l'offre. Ce principe ne saurait être interprété de façon à restreindre les possibilités des organes de la société visée de défendre celle-ci contre une offre considérée comme contraire aux intérêts de la société visée. Aussi l'intérêt de la société doit-il être considéré comme distinct de l'intérêt des actionnaires. Si l'organe d'administration ou la gestion ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité d'accepter l'offre, cela ne saurait avoir comme conséquence que cet organe n'ait pas le droit de prendre des mesures conformes aux statuts et le cas échéant aux décisions des assemblées générales des actionnaires qui lui permettent de défendre les intérêts de la société, même contre l'avis de certains actionnaires qui pourraient ne tenir compte que de leur propre intérêt purement financier à court terme. En effet, selon la conception luxembourgeoise (et celle de nos pays voisins), l'intérêt de la société ne se confond pas avec celle de ses actionnaires, fût-ce même la majorité des actionnaires.

Le point e) mentionne l'obligation pour l'offrant d'être en mesure de fournir entièrement la contrepartie en espèces et avoir pris les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie. Toutefois, il ne prévoit aucune véritable garantie pour les porteurs des titres de la société visée. Eu égard aux incidences d'une offre sur le marché, on ne saurait admettre que le marché puisse être faussé par une offre qui ne peut pas être honorée. Il faudrait donc que la teneur et le caractère irrévocable de tels engagements de l'offrant fassent l'objet d'une véritable garantie. Tant la législation allemande¹⁷ que la législation belge¹⁸ exigent ce genre de garantie. Il est ainsi proposé d'ajouter au point e) de l'article 3 le texte suivant :

¹⁷ § 13 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

¹⁸ Article 3 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés

« Un ou plusieurs établissements bancaires, agissant pour le compte de l'offrant, doivent se porter garant de la teneur et du caractère irrévocable des engagements de ce dernier en vertu de son offre au moment où celle-ci est rendue publique. »

En ce qui concerne le point f), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient d'ajouter à ce principe l'interdiction faite à l'offrant, et aux sociétés qu'il contrôle, de lancer une nouvelle offre aussitôt après l'échec, par hypothèse, d'une première tentative, faute de quoi la perturbation apportée à la vie normale de l'entreprise visée pourrait devenir très abusive. Les législations allemandes¹⁹, anglaises et espagnoles notamment connaissent une telle règle. C'est en ce sens qu'il est suggéré de compléter le f) par l'ajout suivant :

« f) (inchangé).. Sans préjudice de l'article (13.)²⁰, aucune offre nouvelle ne peut être lancée à l'initiative de l'offrant, de toute société contrôlée par lui ou de toute personne agissant de concert avec lui ou une société contrôlée avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de la publication des résultats de l'offre précédente, du retrait de cette offre, ou du prononcé de sa caducité. »

Pour les raisons évoquées sous la rubrique « Considérations Générales, Section II », la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que les rédacteurs du présent projet de loi devraient tirer toutes les conséquences du principe du traitement équivalent des détenteurs de titres énoncés au point a) du présent article : l'offrant doit être tenu de lancer une offre sur la totalité des titres de la société visée. Tous nos pays voisins²¹ ont adopté la même approche.

Enfin, l'égalité de tous les détenteurs de titres ne saurait s'accommoder d'une distinction entre les titres préexistants à l'offre et ceux régulièrement émis en cours d'offre. Aussi, l'offrant doit-il adapter son offre pour qu'elle englobe les titres nouvellement émis.

« g) L'offre doit viser la totalité des titres de la société visée. Au cas où la société procède à l'émission de nouveaux titres au cours de l'offre, celle-ci doit être étendue à ces titres. »

Enfin, il convient de permettre à la CSSF d'exercer un contrôle effectif du respect des règles par toutes les parties prenantes, afin notamment de veiller au respect de l'image de marque de la place financière luxembourgeoise dans un contexte international. L'énoncé de tels principes généraux permet de conférer une assise à l'ensemble de la réglementation, en posant ses fondements. Il présente également l'avantage non négligeable de permettre à l'autorité de trouver une assise textuelle pour statuer dans des hypothèses qui pourraient n'avoir pas été expressément envisagées par la loi. Une comparaison intéressante peut être tirée

¹⁹ § 26 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

²⁰ Le renvoi devra se faire à la disposition de l'article 13 prévoyant l'obligation de réouverture de l'offre, proposée par les deux chambres professionnelles (cf. ci-après)

²¹ Pour la Belgique : § 3.1° de l'arrêté grand-ducal du 8 novembre 1989 précité ; pour l'Allemagne : § 32 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ; pour la France : article 231-37 du règlement de l'autorité des marchés financiers

avec les pouvoirs de l'Autorité des Marchés Financiers en France²² dont le Règlement évoque une obligation de loyauté et de transparence. Pour toutes ces raisons les deux chambres professionnelles proposent la consécration du nouveau principe suivant :

« i) d'une manière générale, la Commission veille au bon déroulement des opérations d'offres publiques d'acquisition, dans l'intérêt de la légalité, du marché, des investisseurs et des parties prenantes. Elle s'assure du respect de la règle d'égalité par l'initiateur de l'offre publique d'acquisition, du caractère équitable du prix ou de la contrepartie offerte, du libre jeu des offres et surenchères, de la loyauté et de la transparence des opérations d'offre publique. »

Concernant l'article 4 : Autorité de contrôle et droit applicable

L'article 4 définit dans quels cas de figure la CSSF est compétente pour contrôler une offre. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers déduisent de cette définition que la CSSF ne sera pas compétente en vertu du présent projet de loi ni pour une offre visant des titres d'une société ayant son siège social au Luxembourg, et dont les titres sont exclusivement cotés sur des marchés en dehors des Etats membres (par exemple le Nasdaq), ni pour une offre sur les titres admis sur un marché réglementé au Luxembourg d'une société dont le siège se trouve hors de l'Union Européenne.

En ce qui concerne le paragraphe (1), la formulation en ce qui concerne l'impartialité et l'indépendance mériterait d'être clarifiée, afin de préciser que la CSSF jouit d'une indépendance générale et non pas seulement d'une indépendance à l'égard des parties prenantes. Il est dès lors proposé de modifier la seconde phrase du paragraphe (1) comme suit :

« Elle est indépendante et exerce ses fonctions de manière impartiale par rapport à toutes les parties à une offre. »

La rédaction des points b) et c) du paragraphe 2 pourrait être précisée, alors que ces points traitent des titres d'une société visée qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Etat membre dans lequel cette société a son siège social. Ainsi dans le 2^{ème} alinéa du point b), on pourrait se référer aux « titres d'une telle société visée ». Dans le 1^{er} alinéa du point c), il faudrait répéter la partie de phrase « ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Etat membre dans lequel cette société a son siège social et » et dans le 2^{ème} alinéa du même point c), on pourrait se référer aux « titres d'une telle société visée ». L'article 4 (2) b) et c) prendrait dès lors la teneur suivante :

« b) (1^{er} alinéa demeure inchangé)

Si les titres d'une telle société visée sont admis à la négociation sur les marchés réglementés de plus d'un Etat membre, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société ont été admis à la négociation en premier lieu.

²² Article 231-3 du Règlement AMF

c) Si les titres de la société visée ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Etat membre dans lequel cette société a son siège social, mais sont admis en premier lieu à la négociation simultanément sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres, la société visée détermine quelle est l'autorité compétente, parmi celles de ces Etats membres, pour le contrôle de l'offre en informant ces marchés réglementés de leurs autorités de contrôle le premier jour de la négociation.

Si les titres d'une telle société visée (le reste demeure inchangé). »

Le paragraphe 2 point c) réglemente le cas de figure d'une offre lancée sur des titres admis simultanément sur plusieurs marchés réglementés de plusieurs Etats membres. Pour toutes les sociétés qui ont été admises simultanément avant le 20 mai 2006, la Directive et le présent projet de loi prévoit que les autorités de contrôle des Etats membres conviendront dans un délai de quatre semaines de l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre. On peut douter de la faisabilité pratique de cette disposition car il n'existe pas à l'heure actuelle un registre centralisé des cotations européennes, qui permettrait à toutes les autorités de contrôle de se renseigner sur des cotations multiples et de se concerter.

En ce qui concerne le paragraphe 2 point d), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers s'interrogent par quel biais la CSSF va rendre public les décisions prises en application du point c).

En outre, l'alinéa a), qui ne traite que de la compétence de la CSSF, est muet, malgré le titre de l'article, sur la détermination de la **loi applicable** aux offres visant une société luxembourgeoise dont les titres sont au surplus cotés à la Bourse du Luxembourg. Aussi est-il proposé d'apporter cette précision par un nouveau paragraphe (d bis) qui serait introduit après le d).

Par ailleurs, le critère retenu à l'alinéa e) pour le partage des lois applicables aux offres transfrontières est exact en ce qui concerne les questions relatives à la contrepartie et la procédure d'offre. Mais il est trop étroit s'agissant des autres questions visées qui relèvent naturellement de la *lex societatis*. Tout en respectant la solution proposée par la Directive, il convient donc d'attacher la compétence de la *lex societatis* pour tous ces sujets systématiquement au lieu du siège de la société visée pour autant que celui-ci se trouve dans un Etat membre.

A cet effet, il est proposé de dissocier, dans deux paragraphes distincts, les deux phrases du e) qui visent des situations elles-mêmes distinctes.

« d bis) Dans le cas visé au a) ci-dessus, l'offre est régie par le droit luxembourgeois. »

« e) Dans les cas visés aux points b) et c), les questions... sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente. »

« f) Dans tous les cas, lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg, le droit luxembourgeois régit les questions relatives à

l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée, la détermination du pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle, les dérogations à l'obligation de lancer une offre, les décisions et mesures susceptibles d'être prises par la société visée en réponse à une offre publique ainsi que toutes autres questions relevant du droit des sociétés. Ces questions relèvent de la compétence de la Commission. »

En ce qui concerne le paragraphe (5) dernier alinéa, les deux chambres professionnelles doutent de la constitutionnalité d'une telle disposition. En outre, elles estiment dangereux d'accorder à la CSSF le pouvoir de déroger aux dispositions de la présente loi pour tenir compte de circonstances particulières, sans que ces dernières ne soient plus amplement définies et sans que les points sur lesquels la CSSF sera autorisée à y déroger ne soient plus amplement décrits. Une telle intervention de la CSSF est en effet susceptible de bouleverser les prévisions économiques et financières de toutes les parties prenantes.

Les deux chambres professionnelles signalent en outre une erreur matérielle dans le paragraphe (5) en ce qu'il renvoie au paragraphe (1) de l'article 3. Or l'article 3 ne comporte pas de paragraphes. Il convient donc de supprimer purement et simplement la mention « *paragraphe (1)* ».

Concernant l'article 5 : Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable

En ce qui concerne le titre du présent article, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de supprimer les termes « *offre obligatoire et prix équitable* », afin de ne pas créer l'impression que l'article 5 soit le seul article traitant de la protection des actionnaires minoritaires et que la protection des actionnaires minoritaires ne passe que par l'offre obligatoire.

Si la proposition des deux chambres professionnelles est retenue que l'offre doit porter sur l'ensemble des titres de la société visée, il y a lieu de supprimer dans tout l'article 5 les termes de « *pour la totalité de leur participations* » aux paragraphes (1) et (2) in fine.

*** En ce qui concerne l'article 5 , paragraphe (1)**

L'article 5(1) oblige une personne qui détient à la suite d'une acquisition un certain pourcentage des droits de vote de lancer une offre publique d'achat.

On ne voit pas pourquoi une offre obligatoire ne s'appliquerait qu'en cas de franchissement du seuil du tiers des titres par le moyen d'une acquisition. Le franchissement du seuil pourrait être atteint par d'autres méthodes, notamment par fusion avec une autre société déjà actionnaire ou par l'acquisition d'une société déjà actionnaire. L'offre obligatoire devrait donc s'appliquer au franchissement du seuil du tiers, quelle que soit l'opération à l'origine de ce franchissement de seuil. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers se sentent confortées dans leur analyse par le considérant (9) de la Directive, énonçant que « *les Etats membres assurent cette protection (des détenteurs de titres de participations minoritaires) en imposant à*

l'acquéreur qui a pris le contrôle²³ d'une société de lancer une offre (...). ». Peu importe donc la nature de l'opération qui lui a permis d'assurer ce contrôle. Toutefois le projet de loi sous avis devrait prévoir, à l'instar notamment de la législation allemande²⁴, et sur base de l'article 4.5. ii) de la Directive, la possibilité pour la CSSF d'accorder une dérogation à l'obligation de lancer une offre publique obligatoire, notamment :

- pour des opérations de fusion, d'apport d'actifs ou autre opération de croissance externe de la société-cible, le cas échéant, associé à une action de concert ; ou
- pour un franchissement de seuil temporaire et/ou passif ; ou
- pour une opération de sauvetage d'une société en difficultés financières ; ou
- au cas où le franchissement de seuil n'entraîne pas véritablement un changement de contrôle, tel dans une situation où un autre actionnaire détient une participation supérieure ou celle où les titres acquis ne permettent pas d'influencer la gestion de la société (par exemple du fait de dispositions statutaires ou de la forme de la société, tel en cas d'acquisition d'actions d'une société en commandite par actions).

La possibilité de telles dérogations permet d'introduire une certaine souplesse et un pragmatisme dans le cadre légal qui contribuera à son attractivité.

Pour être complet, il convient de signaler que les personnes agissant de concert visées au paragraphe (1) de l'article 5 sont celles qui en agissant visent à obtenir le contrôle de la société visée. Cette disposition ne concerne évidemment pas ceux qui, sans vouloir prendre le contrôle de la société, agissent de concert pour faire échouer l'offre.

En raison de ces considérations, il est proposé de libeller le paragraphe 1 de l'article 5 comme suit :

« (1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle ou à la suite de toute autre opération, des titres d'une société au sens de l'article 1^{er}, paragraphe (1), qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société, cette personne est obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de la société visée. Cette offre est adressée dans les plus brefs délais à tous les détenteurs de ces titres et porte sur la totalité de leurs participations, au prix équitable défini au paragraphe (4).

La Commission est toutefois autorisée à dispenser par une décision motivée cette personne de l'obligation de lancer une offre publique obligatoire, si le pourcentage est atteint à la suite :

²³ C'est nous qui soulignons

²⁴ § 37 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

- d'opérations de fusion, apport d'actifs ou autre opération de croissance externe de la société-cible, le cas échéant, associé à une action de concert; ou
- de franchissement de seuil temporaire et/ou passif; ou
- d'opération de sauvetage d'une société en difficultés financières; ou
- au cas où le franchissement de seuil n'entraîne pas véritablement un contrôle.

En ce cas, la Commission fixera un nouveau seuil à partir duquel cette personne devra, sauf dérogation à accorder éventuellement pour des motifs similaires, procéder à une telle offre. »

*** En ce qui concerne l'article 5, paragraphe 3**

L'article 5 (3) définit le seuil de contrôle à partir duquel une offre publique d'achat doit impérativement être lancée à 33 1/3 % des droits de vote. Si ce seuil correspond en effet dans la grande majorité des cas au seuil pour lequel le contrôle de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est possible, il peut en pratique se produire des situations où le contrôle effectif soit pris sans que ce seuil ne soit atteint. Tel est notamment le cas lorsque le capital est très éclaté. Dans de tels cas de figure, il convient d'introduire plus de souplesse dans le projet de loi sous avis, afin d'accorder à la CSSF le pouvoir d'exiger une offre obligatoire en cas de changement de contrôle, après l'expiration d'un délai accordé par l'actionnaire de se dessaisir du contrôle. Il convient donc d'ajouter *in fine* au paragraphe (3) :

« Au cas où la Commission constate que le contrôle a été pris alors même que le seuil prévu ci-dessus n'ait été atteint, elle peut accorder à la personne ayant acquis ce contrôle un délai raisonnable pour se dessaisir dudit contrôle. Si la Commission constate à l'expiration dudit délai que le contrôle continue à être exercé par cette personne, elle peut déclarer le paragraphe (1) ci-dessus applicable.. »

*** En ce qui concerne l'article 5 paragraphe 4**

En ce qui concerne le paragraphe (4) de l'article 5, le premier alinéa définit la notion de prix équitable.

D'une manière générale, le souci de protection des actionnaires et de l'épargne publique doivent conduire à doter la CSSF d'un pouvoir de vérification de l'équité du prix pour tous les types d'offres, volontaires comme obligatoires. A défaut, les règles protectrices liées à l'existence d'offres obligatoires risqueraient d'être contournées : il suffirait en effet à l'initiateur d'une offre de proposer une offre volontaire, à un prix peu attractif pour l'ensemble du marché mais convenu au préalable avec un ou plusieurs cédants, pour acquérir le contrôle de la cible sans être contraint, par l'effet du paragraphe (2) de l'article 5, de lancer une offre obligatoire.

C'est en particulier dans les offres publiques d'échange que se pose le problème de l'évaluation des titres offerts. Il convient de protéger les actionnaires de la société cible qui sont dans une grande majorité incapables d'interpréter les informations disponibles, en particulier les mouvements du cours de bourse des titres offerts. Il est donc proposé que la CSSF veille à la loyauté de l'offre (principe déjà proposé à

l'article 3 i) cf. ci-dessus). En appliquant à l'offre les méthodes d'évaluation généralement admises, elle vérifiera en particulier que l'offre ne soit pas basée sur un cours manipulé. La CSSF pourra s'inspirer notamment de la méthode d'évaluation retenue par la législation allemande, consistant à retenir le cours moyen des titres offerts sur une période de référence de trois mois précédant l'annonce de l'offre²⁵.

Il résulte des développements qui précèdent la modification suivante :

« (4) La Commission s'assure de la loyauté de toute offre et notamment du caractère équitable du prix. » (le reste inchangé)

Le second alinéa de l'article 5 (4) autorise la CSSF à modifier le prix équitable. Le texte du projet de loi reprend les circonstances et les critères purement exemplatifs de la Directive dans et selon lesquels la CSSF est autorisée à modifier le prix. Les rédacteurs du présent projet de loi exercent de la sorte la faculté ouverte par l'article 5.4 second alinéa de la Directive. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment pourtant essentiel que ces circonstances et ces critères soient au moins arrêtés dans les grandes lignes par le législateur ou dans un règlement grand-ducal, afin qu'ils soient connus d'avance par le marché. Il est en effet important d'assurer aux investisseurs potentiels dans des sociétés luxembourgeoises cotées une certaine prévisibilité quant à la détermination du prix de l'offre de rachat obligatoire²⁶.

*** En ce qui concerne l'article 5 paragraphe 5**

Le paragraphe (5) prévoit notamment l'obligation d'offrir dans certains cas une contrepartie en espèces. Le commentaire des articles explique laconiquement que le projet de loi prévoit les cas où une contrepartie en espèces doit obligatoirement être offerte à titre d'option.

Certains commentateurs de la Directive ont estimé que la disposition de l'article 5 (5) n'est applicable qu'aux offres obligatoires et qu'elle ne s'applique pas aux offres volontaires. Le 3^{ème} alinéa du paragraphe 5 pourrait être considéré comme militant en faveur de cette interprétation puisqu'il y fait référence à la situation qui n'existe que dans le cas de l'offre obligatoire. Le texte des deux premiers alinéas ne suggère toutefois pas une telle interprétation restrictive. L'application de cette disposition protectrice aux seules offres obligatoires conduirait partant à des situations aberrantes. Elle donnerait par exemple la possibilité à une personne d'acquérir le contrôle d'une société tout en échappant à toute obligation de faire une offre digne de ce nom. En effet, il serait possible pour une personne d'acquérir sur le marché des titres pour un pourcentage inférieur à 33 1/3 %, de faire une offre d'échange contre des titres non cotés et non liquides, réussir à franchir le seuil de 33 1/3 % des droits de

²⁵Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe des Angebots § 5,6, et 7

²⁶ En ce sens: Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids, Brussels 10 January 2002, p.49 : “ .. the Group notes that an efficient functioning of the capital markets in the European Union requires a sufficient degree of predictability as to the consideration to be offered in a mandatory bid. It is in deed a major disincentive to the acquisition of control if such acquisition imposes an obligation to bid but the price to be paid is not predictable”

vote et d'être dispensé de faire l'offre prévue à l'alinéa 5. Elle pourrait ainsi continuer à acquérir sur le marché des titres et ne serait jamais dans la situation de devoir offrir un prix équitable. Pour écarter tout doute sur l'interprétation de la disposition, il convient dès lors de préciser, à l'instar de la loi allemande²⁷, que l'offre d'une contrepartie en espèces doit également être faite dans le cas d'une offre volontaire.

Au cas où l'offre consiste totalement ou partiellement en une offre publique d'échange, il conviendrait, dans un souci de protection des actionnaires de la société visée, de veiller à une liquidité suffisante des titres offerts. La question se pose notamment si cette liquidité doit exister avant l'offre ou après l'acceptation de l'offre. On peut estimer qu'à la suite de l'émission de titres nouveaux en cas d'acceptation d'une offre, des titres offerts en contrepartie, qui initialement n'étaient pas ou très peu liquides, pourront le devenir. Il se peut cependant aussi que les titres demeureront peu liquides après l'acceptation de l'offre ; de nombreux nouveaux actionnaires seront alors tentés de vendre leurs titres, ce qui pèsera sur le cours desdits titres.

C'est cependant au moment de l'offre que se pose le problème de la détermination de la valeur réelle des titres offerts en contrepartie. Si les titres sont traités sur un marché peu liquide, les moindres annonces, rumeurs ou la moindre intervention portant sur un nombre de titres même peu important, a une incidence sur le cours et peut conférer au titre un cours sans rapport avec une valeur déterminée selon des critères classiques de valorisation. C'est la raison pour laquelle la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent au paragraphe (4) de l'article 5, d'ériger la CSSF en instance qui veille au respect de la loyauté de l'offre.

C'est donc dans un souci de protection de l'épargne publique et des actionnaires, qu'il y a lieu de veiller à ce qu'une contrepartie offerte par un offrant, que ce soit en cas d'offre obligatoire ou en cas d'offre volontaire, soit vraiment liquide et que sa valeur puisse être fixée véritablement par le marché. Si la contrepartie offerte n'a pas une liquidité suffisante avant l'offre, il faudrait que l'offrant offre une contrepartie en espèces à titre d'option. Il devrait l'offrir à tous les actionnaires sans pouvoir la limiter à une partie de son offre.

Dans un même ordre d'idées, il convient de définir le concept de liquidité. Plusieurs concepts sont concevables : la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent à titre principal le recours à un critère figurant dans le règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg (ainsi que les règlements d'autres bourses tel Euronext, Paris), qui admet une diffusion adéquate d'actions lorsque 25% du capital est détenu par le public²⁸.

A titre subsidiaire, les deux chambres professionnelles proposent une définition de liquidité qui met le flottant des titres offerts en rapport avec l'importance de la société visée, ce qui offre alors un critère à la fois objectif et rationnel.

Quelque soit la définition de liquidité qui sera finalement retenue par le texte de loi final, la conclusion à tirer de l'absence de liquidité devra être la même : l'obligation de proposer en option la contrepartie en espèces, afin de protéger l'épargne publique.

²⁷ § 31 (2) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

²⁸ ROI Bourse de Luxembourg, Chapitre XII, article 3.4.

Dans le même contexte, une protection efficace des actionnaires exige que l'offrant fasse une proposition qui porte sur des titres équivalents, c'est-à-dire de titres qui comportent des droits pour le moins équivalents à ceux qui font l'objet de l'offre d'acquisition. Il n'est pas concevable que des actionnaires, qui ont pris des participations dans des sociétés avec l'intention d'exercer leurs droits d'actionnaire, soient mis dans la situation, où à la suite du comportement d'investisseurs ayant un intérêt purement financier, ils sont pratiquement forcés à renoncer à leurs droits d'actionnaire.

Ceci pose la question des droits attachés aux titres offerts, dont surtout les droits de vote. Si les titres offerts en contrepartie sont émis par une société qui est contrôlée au moyen d'actions à droit de vote multiple ou de procédés similaires, et si après l'échange des titres les actionnaires de la société visée n'ont pas la possibilité d'exercer des droits équivalents en raison du contrôle ainsi exercé par d'anciens actionnaires de la société émettrice, et si en plus ces actionnaires n'ont pas d'autre possibilité de sortir que de mettre sur le marché leurs titres, ce qui peut avoir une incidence néfaste sur le cours, alors l'offrant devrait également être obligé d'offrir une contrepartie en espèces.

En plus, il serait utile d'ajouter la précision qu'au cas où une contrepartie en espèces est obligatoire, elle doit être offerte à tous les détenteurs des titres de la société visée pour la totalité des titres détenus par eux.

Par ailleurs, si la proposition de modification de la définition de la notion de titre est retenue, il faudrait préciser dans le deuxième alinéa que les titres offerts doivent consister « *en des titres de capital liquides admis à la négociation sur un marché réglementé, sauf si les détenteurs visés détiennent des titres, qui ne sont pas des titres de capital auxquels sont attachés des droits de vote ou s'ils détiennent des titres, qui donnent seulement accès au capital ou aux droits de vote de la société visée.* » Il est en effet difficilement concevable que l'offrant propose l'échange de titres de capital par des titres, qui ne donnent que droit à des titres de capital.

Il résulte de ce qui précède que la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent à titre principal la rédaction suivante à l'article 5(5) :

« (5) Dans le cadre d'une offre publique, qu'elle soit volontaire ou obligatoire, l'offrant peut proposer comme contrepartie des titres, des espèces ou une combinaison des deux.

Cependant, lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en des titres liquides et admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces. Les titres offerts doivent consister en des titres de capital liquides et admis à la négociation sur un marché réglementé, sauf si des détenteurs visés détiennent des titres, qui ne sont pas des titres de capital auxquels sont attachés des droits de vote ou s'ils détiennent des titres, qui donnent seulement accès au capital ou aux droits de vote de la société visée. Pour que les titres offerts en contrepartie puissent être considérés comme liquides, un nombre de ces titres représentant 25 % au moins du capital social doivent avoir

été diffusés dans le public sur une période de douze mois préalablement au lancement de l'offre.

Lorsque les droits des titres offerts en échange diffèrent sensiblement des droits des titres de la société visée, notamment au cas où les titres offerts sont des titres d'une société qui a également émis des titres auxquels sont attachés un droit de vote multiple ou une ou plusieurs catégories de titres bénéficiant de certains privilèges et que ces titres ne sont pas offerts dans le cadre de l'offre, l'offrant doit proposer, à titre d'option, des espèces comme contrepartie.

Lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en des titres liquides et admis à la négociation sur un marché réglementé, et que la Commission constate que ces titres ne remplissent pas ces conditions, l'offrant devra offrir une contrepartie en espèces à titre d'option.

Au cas où une contrepartie en espèces est obligatoire, elle doit être faite à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité des titres détenus par eux.

En tout état de cause, l'offrant propose, au moins à titre d'option, une contrepartie en espèces lorsque lui-même ou des personnes agissant de concert avec lui, qui ont acquis au cours des douze mois précédant l'annonce de l'offre ou à compter de celle-ci et jusqu'à l'expiration de la période d'acceptation de l'offre »

Au cas où la définition de liquidité proposée à titre subsidiaire serait retenue, l'article 5(5) devrait être rédigé comme suit :

« (5) Dans le cadre d'une offre publique, qu'elle soit volontaire ou obligatoire, l'offrant peut proposer comme contrepartie des titres, des espèces ou une combinaison des deux.

Cependant lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en des titres liquides et admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces.

En tout état de cause, l'offrant propose, au moins à titre d'option, une contrepartie en espèces lorsque lui-même ou des personnes agissant de concert avec lui, au cours d'une période commençant au même moment que la période déterminée en application du paragraphe (4) et prenant fin à l'expiration de la période d'acceptation de l'offre, ont acquis contre des espèces des titres conférant 5 % ou plus des droits de vote de la société visée.

Lorsque la contrepartie proposée par l'offrant consiste, en tout ou partie, en des titres, le volume des titres disponibles sur le marché,

calculé en moyenne sur la période de six mois précédant l'annonce de l'offre, ne peut être inférieur à la moitié de la capitalisation, calculée sur la même période, de la société visée.

En tout état de cause, la Commission peut exiger que l'offre soit faite exclusivement en espèces si elle estime notamment qu'une telle offre est nécessaire pour donner plein effet aux principes généraux de l'article 3 de la présente loi. »

*** Concernant l'article 5 paragraphe 6**

Quant au paragraphe (6) de l'article 5, les rédacteurs du projet de loi ont exercé la faculté ouverte par l'article 5.6 de la Directive permettant aux Etats de prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers doutent d'une part qu'il ait été dans l'intention des rédacteurs de la Directive de laisser aux autorités de contrôle nationales le pouvoir de déterminer au cas par cas le soin d'édicter de telles mesures. Elles entendent l'article 5(6) plutôt comme une marge de manœuvre laissée par la Directive aux législateurs nationaux de prévoir de manière générale de tels instruments de protection et d'en définir la nature.

A supposer même que la Directive permette en droit une telle délégation à la CSSF, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que la latitude laissée de la sorte à la CSSF introduit une insécurité juridique pour l'offrant, de nature à nuire à l'attractivité de l'ensemble du cadre légal. La CSSF disposerait en effet d'un large pouvoir de discrétion dans la détermination (i) des cas de figure dans lesquels elle fera usage de ce droit, (ii) des « *autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres* » (iii) de la gêne causée ou non dans le déroulement normal de l'offre. Les deux chambres professionnelles s'interrogent en outre sur la nature concrète de ces possibles « *instruments* » et sur ce qu'il convient d'entendre par « *déroulement normal* ». Elles estiment donc que le projet de loi devrait encadrer davantage ce pouvoir de la CSSF.

*** Nouveau paragraphe 7 à insérer à l'article 5**

Dans le but de la protection des actionnaires minoritaires des sociétés contrôlées par la société visée, il y a également lieu d'introduire l'obligation pour l'offrant de lancer, une offre loyale, inconditionnelle et irrévocable sur les titres de sociétés luxembourgeoises ou étrangères cotées dont la société cible détient le contrôle ou l'acquiert en cours d'offre. Il est entendu que le contrôle s'apprécie au regard de la loi nationale applicable auxdites filiales. Les actionnaires de telles filiales peuvent en effet craindre un changement dans la politique ou la gestion desdites filiales en cas de changement de l'actionnaire majoritaire. Il y a dès lors lieu d'introduire un nouveau paragraphe (7), dont la teneur serait la suivante qui s'inspire de la législation française²⁹ :

« Lorsque l'offre porte sur une société qui détient, ou acquiert en cours d'offre le contrôle d'une société luxembourgeoise ou étrangère et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché

²⁹ Source d'inspiration : article 433-2 IV du Code monétaire et financier français

réglementé d'un Etat partie à l'Espace économique européen ou sur un marché équivalent régi par un droit étranger, l'offrant doit faire de manière concomitante une offre loyale, inconditionnelle et irrévocable sur l'ensemble du capital de la société contrôlée. Le contrôle au sens du présent paragraphe s'apprécie au regard du droit national régissant le(s) filiale (s) en question. »

Concernant l'article 6 : Information sur l'offre

L'article 6 règle la saisine de la CSSF et traite des informations que le document d'offre doit contenir et de la manière dont ces informations devront être fournies. Ces informations sont des éléments essentiels d'appréciation de l'offre par les actionnaires de la société visée. La CSSF doit être informée préalablement à toute offre.

La rédaction de la première phrase du paragraphe (1) de cet article est quelque peu ambiguë, puisqu'elle donne à penser que, dès la décision prise, l'offrant doit la rendre publique tout en avisant la CSSF avant cette publication, ces deux obligations simultanées étant incompatibles. Il est donc proposé de lui donner une autre formulation. Dès lors les deux chambres proposent la rédaction suivante :

« (1) La Commission doit être informée de toute décision de faire une offre publique d'acquisition, aussitôt qu'elle est prise et avant qu'elle ne soit rendue publique, de faire une offre publique. »

Le paragraphe 2 de l'article prévoit le contrôle et l'approbation de la documentation à soumettre par l'offrant à la CSSF.

Cette exigence est la conséquence logique de celle qui se trouve inscrite dans la loi relative aux prospectus de valeurs mobilières, qui prévoit également que pour toute offre au public de titres ou d'instruments financiers, la CSSF doit être informée préalablement à l'offre. La question se pose s'il est utile de préciser dans le texte que la CSSF doit, à l'instar de la réglementation belge, soumettre le dossier à la société visée. Une controverse pourrait surgir en raison de l'obligation au secret de la CSSF rappelée par le paragraphe 3 de l'article 4 du projet de loi sous avis. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment utile d'insérer dans le paragraphe 2 de l'article 6 un nouvel alinéa, dont la teneur pourrait être comme suit :

« Le document, ainsi que les informations complémentaires visées ci-après, sont communiqués aux tiers intéressés, y compris la société visée, pour permettre à ceux-ci de faire connaître leurs observations. »

A l'instar de l'article 54 alinéa 2 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, qui prévoit que la CSSF peut aux frais du professionnel du secteur financier concerné, demander à un réviseur d'entreprises d'effectuer des contrôles portant sur un ou plusieurs aspect(s) déterminé(s) de son activité, il serait utile dans le cas d'une offre d'acquisition que la CSSF puisse désigner un expert indépendant, aux fins d'apprécier le caractère exact, raisonnable et cohérent des informations fournies dans le document. Cette possibilité se retrouve aussi dans la législation anglaise : les

articles 3 (1) et 3 (2) du City Code prévoient l'intervention d'experts indépendants nommés par l'offrant et la société visée.

Il serait dès lors utile d'ajouter au paragraphe 2 de cet article un autre alinéa, qui aurait la teneur suivante et qui serait à intercaler entre l'alinéa 1^{er} et l'alinéa 2:

« La CSSF peut, si elle le juge nécessaire, désigner un expert indépendant aux fins de l'éclairer sur la pertinence, l'exactitude et la sincérité des indications et informations contenues dans les documents soumis. Elle peut notamment demander des éclaircissements sur les prévisions industrielles, sociales et financières présentées par l'offrant ainsi que la valeur de toute contrepartie qui ne consiste pas en espèces. Ces expertises ont lieu aux frais de l'offrant. »

Il faudrait par voie de conséquence également modifier l'actuel troisième alinéa de cet article en lui donnant la teneur suivante:

« Si la Commission estime que les documents, qui lui sont soumis, sont incomplets ou qu'un complément d'information est nécessaire, elle en avertira l'offrant dans les meilleurs délais. Le délai prévu au deuxième alinéa du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant ou par l'expert indépendant. »

Au cas où la proposition des deux chambres professionnelles selon laquelle une offre doit obligatoirement porter sur tous les titres, il y aurait lieu de supprimer le point f) du paragraphe (3).

Au paragraphe 3) point e), le renvoi devrait être fait à l'article 12, paragraphe (5). Il est vrai que l'article 6.3. e) de la Directive renvoie lui aussi à l'article 11 paragraphe 4, mais comme ce n'est pas ledit paragraphe 4, mais le paragraphe 5 qui traite de manière générale de l'indemnité proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés en application de la règle relative à la neutralisation des restrictions, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il s'agit d'une erreur matérielle qui s'est glissée dans la Directive que les rédacteurs du présent projet de loi feraient bien de ne pas répéter.

Concernant l'article 7 : Période de l'acceptation

Le paragraphe (1) de cet article fixe la durée minimale (deux semaines) et maximale (dix semaines) de la période d'acceptation. Il permet toutefois une prolongation de ladite période. Les modalités d'une telle prolongation restent obscures : l'offrant devra-t-il porter la décision de prolongation à l'attention du public et/ou la CSSF et si tel est le cas, par quelles modalités ? A qui et comment notifier deux semaines à l'avance l'intention de clôturer l'offre ?

Le paragraphe (2) de l'article 7 permet à la CSSF d'accorder une dérogation à la durée prévue au paragraphe (1), afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale pour examiner l'offre. Afin d'éviter des manœuvres purement dilatoires de la part de la société-cible ou de ses actionnaires, la Chambre de

Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de prévoir dans le texte que ladite assemblée devra se tenir « à bref délai ».

Concernant l'article 8 : Publicité de l'offre

Cet article prévoit la publicité de l'offre et donne compétence à la CSSF pour déterminer les modalités de publication des informations et des documents. Comme le projet de loi sous avis est muet sur la publication des résultats de l'offre, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers suggèrent d'ajouter un nouveau paragraphe (3) qui prendrait la teneur suivante :

« (3) La Commission détermine les conditions de publication des résultats de l'offre. »

Concernant l'article 9 : Arrangements facultatifs

Cet article prévoit certains arrangements, qui peuvent intéresser les sociétés luxembourgeoises, notamment au cas où elles envisagent d'exercer une OPA à l'encontre de sociétés qui sont soumises aux dispositions des paragraphes 2 et 3 de l'article 9 de la Directive.

Il conviendrait de veiller à ce que le but de cette possibilité ne puisse pas être détourné par un offrant qui pourrait envisager de neutraliser des efforts qui auraient pu être entrepris par une société visée pour se défendre en exigeant la convocation d'une assemblée générale extraordinaire.

Il est donc proposé d'introduire une limitation concernant la possibilité de convoquer l'assemblée générale qui doit décider de soumettre la société aux dispositions des articles 10 (2) et 10 (3) et celles de l'article 12 de la loi. Celle-ci pourrait donner à la première phrase du paragraphe (2) la teneur suivante:

« La décision de la société est prise conformément aux règles applicables à la modification des statuts par l'assemblée générale des actionnaires, convoquée à l'initiative du conseil d'administration »

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers suggèrent d'apporter une clarification rédactionnelle à l'article 9 paragraphe (1) :

« (1) Les sociétés dont le siège social se trouve au Luxembourg ont le choix réversible de se soumettre aux dispositions de l'article 10, paragraphes 2 et 3 et/ou de l'article 12, sans préjudice de l'article 12 paragraphe (7). »

En ce qui concerne le paragraphe (3), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers s'interrogent si les rédacteurs du projet de loi ont transposé correctement la Directive. Celle-ci prévoit en effet à l'article 12 paragraphe 3 que « les Etats membres peuvent, dans les conditions fixées par le droit national³⁰, exempter les

³⁰ C'est nous qui soulignons

sociétés qui appliquent ... » . Or, le texte du projet de loi ne fixe aucune condition à cet égard.

Il convient de modifier le paragraphe (3) pour envisager la situation des sociétés, qui n'ont pas leur siège à Luxembourg. En outre, il convient de rajouter une conjonction cumulative entre le renvoi à l'article 10 paragraphes (2) et (3) d'une part et l'article 12 d'autre part pour se conformer à la Directive. Le paragraphe 3 devrait être modifié comme suit:

« Les sociétés qui appliquent l'article 10, paragraphes (2) et (3), et/ou l'article 12 sont exemptées d'appliquer l'article 10, paragraphes (2) et (3), et/ou l'article 12 si elles deviennent l'objet d'une offre lancée par une société qui, quant à elle, n'applique pas ces mêmes articles ou par une société contrôlée directement ou indirectement, au sens de la législation sur les sociétés commerciales dont elle relève, par une telle société. »

Bien que le paragraphe (5) reprenne le libellé de l'article 12.5 de la Directive, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers l'estiment peu clair : il parle en effet de « mesure appliquée en vertu du paragraphe (3) », alors que ledit paragraphe ne prévoit pas lui-même la prise de mesures. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers entendent ce paragraphe (5) comme suit : toute mesure susceptible de faire échouer une offre et prise en application du paragraphe (3) devra être soumise à l'assemblée des actionnaires. L'assemblée devra voter au moins tous les 18 mois sur de telles mesures. Telle devra être la lecture économiquement logique de cette disposition, en tenant compte de la version anglaise de la Directive³¹ qui est le texte originaire des discussions au sein des organes communautaires. Pourtant la version française de la Directive et le texte du présent projet de loi pourrait aboutir à une autre conclusion.

Concernant l'article 10 : Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée

L'article 10 a pour objet de transposer les dispositions des point 2. et 3. de l'article 9 de la Directive, qui impose de demander à l'assemblée générale l'autorisation préalable pour toute action menée en vue de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres et de demander la confirmation ou l'approbation des décisions, qui, ayant le même objet, auraient été prises avant le lancement de l'OPA.

En ce qui concerne le paragraphe (2), la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que l'assemblée générale des actionnaires à laquelle il y est fait référence statue selon les règles des assemblées générales ordinaires. S'il devait s'agir d'une assemblée générale extraordinaire, il aurait en effet fallu spécifier « conformément aux règles applicables à la modification des statuts », comme c'est par exemple le cas à l'article 9 (2) du présent projet de loi.

³¹ Article 12.5 « Any measure applied in accordance with paragraph 3 shall be to the autorisation of the general meeting of shareholders of the offeree company, which must be granted **no earlier than 18 months before the bid was made public** (...) »

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que tant les sociétés ayant opté pour l'application de l'article 10 (2) et (3), que celles n'ayant pas exercé cette option devraient pouvoir procéder au rachat de leurs actions, conformément à la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales telle que modifiée. Ceci peut notamment permettre à la société visée de remplir ses obligations dans le cadre d'un programme de rachat normal, de tels programmes étant souvent destinés à mettre les sociétés en mesure à faire face à leurs obligations à l'égard du personnel. Il s'avère cependant opportun de confier à la CSSF le pouvoir de suspendre un tel rachat si elle a des raisons de l'estimer contraire aux principes généraux de l'article 3. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent l'ajout d'un nouveau paragraphe (7) à l'article 10 :

« (7) La société visée peut racheter ses actions en cours d'offre. Le principe et les modalités du rachat sont portés à la connaissance de la Commission qui peut suspendre ce rachat si elle l'estime contraire aux principes généraux formulés à l'article 3 ci-dessus. »

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers relèvent que le paragraphe (5) de l'article 10 ne prévoit pas de délai en deans lequel l'organe d'administration ou de direction de la société visée est obligé de préparer son avis motivé sur l'offre. Elles invitent le législateur à suppléer à cette carence.

Concernant l'article 11 : Information sur les sociétés

Cet article vise certaines informations que doivent rendre publiques les sociétés dont les actions sont traitées sur un marché réglementé. Le paragraphe 3 prévoit que sur ces points l'assemblée générale annuelle doit recevoir un rapport de l'organe d'administration ou de direction. Il s'agit essentiellement de faire connaître les accords ou mécanismes en place susceptibles de rendre les OPA hostiles plus difficiles. Ces informations permettront entre autres aux actionnaires d'apprécier la valeur de leur participation ainsi que les risques liés à celle-ci.

Le paragraphe 2 énonce également que ces informations sont à rendre publiques dans les rapports de gestion. Or, ceci crée un double emploi puisqu'au Luxembourg les rapports de gestion doivent être présentés à l'assemblée générale des actionnaires et la non respect de cette obligation est sanctionnée pénalement par l'article 163 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales.

Afin d'éviter que le même rapport ne soit présenté deux fois, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent d'ajouter au paragraphe 3 de l'article 11 le texte suivant:

« Le rapport explicatif peut faire partie intégrante du rapport de gestion de la société. »

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de modifier *expressis verbis* l'article 68 de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises, ainsi que l'article 339 de la loi modifiée du 10 août 1915 sur les

sociétés commerciales, afin d'y énoncer *expressis verbis* les mentions énoncées au paragraphe (1) de l'article 11.

Concernant l'article 12 : Neutralisation des restrictions

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers renvoient vers leurs développements menées sous la rubrique « Considérations générales » en ce qui concerne la philosophie qui sous tend le présent article 12.

Le paragraphe (3) prévoit que les restrictions de vote qui résultent des statuts ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée des actionnaires qui arrête les mesures de défense. Or, ces mesures de défense ne sont pas nécessairement arrêtées par l'assemblée générale, qui peut autoriser le conseil à les arrêter. C'est la raison pour laquelle il est proposé de s'inspirer de la version allemande et anglaise de la Directive dans la rédaction de l'article 12 (3) du présent projet de loi : « (...) *ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui prend des décisions au sujet des mesures de défense, conformément à l'article 10.* »

En vue de la convocation de l'assemblée générale « à *bref délai* » prévue au paragraphe (4), les deux chambres professionnelles estiment qu'il convient pour des raisons de cohérence juridique d'ajouter un paragraphe similaire à l'article 10 paragraphe (4) du présent projet de loi sous avis, afin de permettre à un règlement grand-ducal de prévoir les règles permettant la convocation d'une assemblée à bref délai.

Le paragraphe (5) prévoit une indemnité équitable pour tous les détenteurs de titres dont les droits sont supprimés et laisse à la CSSF le soin d'en déterminer les conditions de détermination. Comme il s'agit cependant d'une atteinte au droit de la propriété, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il revient au législateur de fixer ces conditions.

Concernant l'article 13 : Autres règles régissant les offres

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que les règles énoncées dans le présent article restent trop vagues et n'établissent pas un cadre légal suffisamment précis. Pourtant, l'article 13 de la Directive permet aux Etats membres d'édicter des règles bien plus précises : « *les Etats membres prévoient également des règles régissant les offres au moins quant aux points suivants (..)* ». La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers font ci-après des propositions de texte précis, qui tendent à clarifier un certain nombre de situations non encore couvertes par le présent projet de loi.

En ce qui concerne le point a) relatif à la caducité de l'offre, la rédaction du projet de loi peut faire conclure que les deux cas seraient cumulatifs. Il est dès lors proposé de modifier le point a) comme suit:

« *(1) Une offre devient caduque lorsque la Commission constate que les principes généraux mentionnées à l'article 3 de la présente loi ne sont manifestement pas remplis dans le cadre de cette offre, ou au cas où une des conditions suspensives de l'offre n'est pas réalisée. »*

Il convient de renuméroter les paragraphes suivants en conséquence.

En outre, l'article 13 ne contient aucune disposition sur les conditions auxquelles une offre peut être soumise. L'article 13 e) de la Directive dispose néanmoins que les Etats membres prévoient des règles qui régissent notamment « *l'irrévocabilité des offres et les conditions autorisées* ».

Il faudrait dès lors ajouter une nouvelle disposition, à insérer à la suite de l'actuel article 13 b), qui régit les conditions auxquelles l'offre peut être soumise et ce texte devrait (a) poser la règle selon laquelle l'offrant a le droit de subordonner son offre à certaines conditions qui requièrent l'approbation préalable de la CSSF; (b) limiter les conditions auxquelles l'offre peut être valablement soumise aux éléments suivants: (i) seuil en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive, (ii) en cas d'offre sur des sociétés distinctes par l'offrant, si la condition de seuil minimum est également satisfaite dans le cadre de l'autre ou des autres offres³², (iii) obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations; et (c) donner la possibilité à la CSSF d'autoriser à titre exceptionnel d'autres conditions dans des circonstances exceptionnelles le justifiant. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers soulignent l'importance du point b) i) ci-dessus : les actionnaires doivent connaître d'avance le nombre de titres minimal que l'offrant s'engage à acquérir en tout état de cause. C'est en effet un des éléments clé en vertu duquel les actionnaires choisissent d'accepter ou non l'offre. Il résulte des développements qui précèdent qu'il convient d'ajouter à l'actuel article 13 b) du projet de loi un alinéa qui traite des conditions de l'offre, comme tel est d'ailleurs le cas dans la législation allemande :

« L'offrant doit stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote de la société visée, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive.

L'offrant peut stipuler dans son offre une ou plusieurs autres conditions visées ci-après sous réserve d'avoir obtenu l'accord de la Commission préalablement à l'annonce de son offre.

Lorsque l'offrant a annoncé des offres sur des sociétés distinctes, il peut prévoir de ne donner une suite positive à l'une des offres, si le seuil stipulé est atteint, qu'à condition que le seuil soit également atteint dans l'autre ou les autres offres.

Si l'offre doit faire l'objet d'une notification à une autorité quelconque au titre d'une législation ou d'une réglementation applicable en matière de contrôle des concentrations, l'offrant peut stipuler dans son offre une condition suspensive d'obtention de l'autorisation de l'autorité concernée.

Par décision la Commission peut autoriser l'offrant à stipuler toute autre condition dans son offre si des circonstances exceptionnelles le justifient. »

³² Source d'inspiration : Article 231-11 Règlement AMF

Afin d'éviter que par la modification du seuil minimum proposé par l'offrant, l'offre ne soit complètement modifiée sous l'aspect industriel et financier et afin d'éviter que l'offrant puisse transformer son offre initiale en une nouvelle offre, il faudrait ajouter à l'article 13(b) un second alinéa prévoyant qu'après l'annonce de son offre, l'offrant ne pourra pas renoncer à une condition de seuil de détention minimale en deçà de laquelle l'offre ne connaîtrait pas de suite positive, qui pourrait avoir la teneur suivante:

« Après l'annonce de son offre, l'offrant ne pourra pas renoncer à une condition d'obtention d'un certain nombre de titres de la société visée, exprimée en pourcentage de capital et/ou de droits de vote, en deçà de laquelle l'offre ne connaîtrait pas de suite positive. »

A l'instar de la législation française et afin de permettre aux actionnaires de la société visée de prendre leur décision en connaissance de cause, il faudrait également prévoir une possibilité de retrait d'un accord une fois donné par un actionnaire de la société visée. Les offres d'acquisition sont normalement commentées dans la presse et la plupart des investisseurs sont informés par cette voie tandis qu'ils ne consultent pas la documentation mise à leur disposition. Le jugement de l'investisseur sur l'opération est influencé au fur et à mesure par des publications contradictoires et il lui est souvent difficile d'apprécier l'ensemble de l'information avant la fin de l'offre. Pour cette raison, les ordres de présentation de titres à l'offre doivent être révocables jusqu'à l'expiration de la période d'acceptation de l'offre. Un investisseur qui a accepté au début doit pouvoir changer d'avis à la suite des informations complémentaires qui deviennent accessibles pendant cette période. Cette solution se justifie aussi par rapport à la Directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, transposée par la loi du 14 août 2000 sur le commerce électronique telle que modifiée, qui prévoit en son article 55 un droit de rétractation au bénéfice du consommateur. Il est suggéré d'insérer un nouvel alinéa au point c) de l'article 13, qui aura la teneur suivante:

« Les ordres des personnes qui désirent présenter leurs titres en réponse à l'offre peuvent être révoqués jusque et y compris le dernier jour de la période d'acceptation de l'offre. »

A l'instar également de la pratique anglaise, il convient d'introduire un alinéa qui met en œuvre le principe visé sous le point d) de l'article 3, en ajoutant qu'en cas d'offre publique d'échange ou d'offre publique mixte, les parties concernées par l'offre (l'offrant, la société visée, leurs dirigeants, employés et conseils respectifs ainsi que toute personne ou entité juridique agissant de concert avec l'offrant ou la société visée) doivent s'abstenir, pendant le déroulement de l'offre, d'exécuter sur le marché réglementé des opérations d'achat ou de vente sur les titres des sociétés concernées. Toutefois, il faut atténuer la rigueur du principe pour permettre à la société visée de pouvoir effectuer sur le marché des opérations d'achat et vente sur ses propres titres, dans la mesure où ces opérations ne dépassent pas le cadre d'une activité normale et ne sont pas susceptibles d'influencer significativement le cours de ses titres. C'est la raison pour laquelle les deux chambres professionnelles proposent l'insertion d'un nouveau paragraphe (7) à l'article 10 (cf. ci-dessous). Il est donc proposé d'ajouter:

«Sauf dans la mesure visée à l'article 10(7) de la présente loi, les parties à l'offre ne peuvent à compter de l'annonce de l'offre et jusqu'à la date de clôture de celle-ci, ni intervenir sur le marché réglementé des titres de la société visée, ni, le cas échéant, sur le marché réglementé des titres émis par la société dont les titres sont proposés à l'échange.. »

Afin d'éviter des pressions sur les actionnaires de la société visée, qui doivent être en mesure de juger en toute sérénité des mérites de l'offre et pour éviter que ces actionnaires ne puissent être guidés par l'impression qu'ils pourraient se retrouver minoritaires dans la société visée en cas de succès de l'offre, si cette dernière n'était pas acceptée par eux, il convient, à l'instar des législations applicables en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, d'ajouter à l'article 13 un nouveau point, prévoyant la réouverture automatique de l'offre aux mêmes conditions (s'agissant notamment de la contrepartie offerte) en cas de détention, à l'issue de l'offre initiale, de plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la société visée ou du contrôle de celle-ci par l'offrant, ses affiliés et les personnes agissant de concert avec ce ou ces derniers. Ceci évitera de pénaliser les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre initiale en anticipant un échec de celle-ci. Il va de soi qu'à l'issue de cette nouvelle offre, l'offrant n'est pas obligé de la rouvrir une nouvelle fois. Cet alinéa pourrait avoir la teneur suivante:

« Si l'offre connaît une suite positive et confère à l'offrant la moitié du capital ou des droits de vote de la société visée ou le contrôle de fait de celle-ci, l'offre est automatiquement réouverte à des termes et conditions identiques à ceux et celles de l'offre initiale. La Commission informe le public de la réouverture de l'offre et publie le calendrier de celle-ci. »

Enfin, les deux chambres professionnelles s'interrogent sur l'énumération dans cet article 13 qui emploie l'alphabet, alors que dans les autres articles, les paragraphes sont énumérés par des chiffres. Si l'article 13 de la Directive a recours à l'alphabet, c'est probablement parce que l'énumération est particulièrement courte.

Concernant l'article 14 : Information et consultation des représentants du personnel

Les rédacteurs du projet de loi procèdent par renvoi aux textes régissant l'information et la consultation des représentants du personnel. La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers relèvent que les directives 2001/86/CE et 2002/14/CE n'ont à l'heure actuelle pas encore été transposées en droit luxembourgeois.

Concernant les articles 15 et 16 : Retrait obligatoire et rachat obligatoire

Pour les raisons évoquées sous la rubrique « Considérations générales », la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers accueillent favorablement l'introduction du retrait et du rachat obligatoires en droit luxembourgeois et la fixation d'un seuil de participation à 95%. Si la définition élargie de la notion de « titres » est retenue, la seconde phrase du paragraphe (2) de l'article 15 devient superflue.

En ce qui concerne la contrepartie au retrait ou rachat obligatoire relatifs à des titres conférant le droit de vote, les développements relatifs à l'article 5(5) ci-dessus s'appliquent mutatis mutandis.

Si la proposition que les offres d'acquisition doivent être faites pour la totalité des titres est acceptée, le paragraphe 1 des articles 15 et 16 doivent être supprimés et les paragraphes suivants doivent être renumérotés. Dans ces conditions, les références dans l'article 16 à l'article 15, paragraphe 2 et à l'article 15, paragraphes 3 à 5 doivent également être adaptés.

Concernant l'article 17 : Pouvoirs de la CSSF

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers renvoient à leurs développements sous la rubrique « Considérations générales » en ce qui concerne le rôle que devrait à leurs yeux assumer la CSSF et la mise en place de sanctions efficaces.

L'article 17 du projet de loi définit les pouvoirs de la CSSF, mais ne donne un pouvoir de suspension à celle-ci que dans le cas de violation des dispositions de la loi luxembourgeoise. Si l'offre concerne les titres d'une société qui n'a pas son siège au Luxembourg, la CSSF devrait avoir le pouvoir de suspendre l'offre lorsqu'elle constate qu'il y a violation de la loi du siège de l'offrant ou de toute loi qui régit les marchés, sur lesquels les titres de la société visée sont admis à la négociation. En outre, il convient aussi de donner à la CSSF le pouvoir de suspendre une offre chaque fois qu'un recours contre ses décisions est introduit. La poursuite de l'offre malgré l'existence d'un tel recours risquerait en effet d'être fortement perturbée par la nouvelle d'un tel recours. Le texte du point (d) devrait donc être modifié comme suit :

« (d) à suspendre une offre en cas de recours contre ses décisions ou lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation de la loi luxembourgeoise ou toute autre loi applicable aux parties à l'offre, y compris la loi du siège de l'offrant ou les lois régissant les marchés sur lesquels les titres de la société visée sont admis à la négociation. »

Concernant l'article 18 : Sanctions

En ce qui concerne les faits punissables, il est inimaginable que le Luxembourg ne puisse sanctionner une personne qui, nonobstant les décisions intervenues, fait une offre, le cas échéant sur d'autres marchés et réussirait, en trompant le public, à acquérir le contrôle d'une société cotée à Luxembourg. C'est la raison pour laquelle la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment que devraient être pareillement punis d'une peine correctionnelle la continuation d'une offre suspendue, interdite ou déclarée caduque, que cette offre se passe au Luxembourg ou à l'étranger.

Les sanctions peuvent être des amendes d'ordre pouvant aller jusqu'à 12.500 euros à prononcer par la CSSF, soit d'une peine d'emprisonnement pouvant aller jusqu'à 5 ans et/ou d'une amende pouvant aller jusqu'à 125.000 euros. On peut

cependant douter de l'efficacité réelle de ces sanctions : en ce qui concerne les amendes pécuniaires, elles semblent bien dérisoires par rapport à l'intérêt financier en jeu dans le cadre d'une OPA. En ce qui concerne les peines d'emprisonnement, les auteurs des infractions seront souvent les membres de l'organe d'administration de la société offrante étrangère et se trouveront en pratique bien souvent à l'étranger. Il sera alors en pratique difficile de les faire extraditer au Luxembourg en vue d'une condamnation.

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il est inconcevable qu'un offrant, qui fait une offre en violation des dispositions de la loi et qui a pu acquérir des titres en infraction avec ces dispositions, puisse néanmoins, grâce aux titres qu'il a pu acquérir dans le cadre d'une offre non conforme, prendre le contrôle de la société visée. Si le Luxembourg ne peut pas régler le droit de vote des sociétés non luxembourgeoises, il peut pour le moins prévoir cette sanction si la société visée a son siège au Luxembourg. Il convient de noter que le droit luxembourgeois connaît cette sanction déjà dans d'autres domaines : l'article 162 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales, l'article 59 (2) de la loi du 5 avril 1993 sur le secteur financier telle que modifiée et enfin la loi du 4 décembre 1992 sur l'information à publier en cas d'acquisition ou de cession d'une participation importante.

La sanction de la suspension des droits de vote sera automatique. En pratique, la société-cible se référera lors de son refus de donner accès aux assemblées générales des actionnaires sur la décision préalable de la CSSF qui a déjà constaté la violation de la loi. Ainsi ni l'offrant, ni les personnes qui ont agi de concert avec lui ne sauraient exercer les droits de vote. Par contre, les droits de vote attribués à ces titres pourront de nouveau être exercés du moment que ces titres seront cédés à des tiers. Dans ce contexte, il y a lieu de rappeler la disposition de l'article 162 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. L'exercice du droit de vote par une personne à laquelle ont été transférés de manière apparente ces titres, sans être véritablement propriétaire des titres, pour qu'elle prenne part au vote en lieu et place de l'offrant et des personnes ayant agi de concert avec lui, constitue un délit pénal.

Il est donc proposé d'insérer un nouveau paragraphe à l'article 18 :

« Si la société visée a son siège au Luxembourg, les droits de vote afférents aux titres de la société visée détenus par un offrant, qui dans le cadre d'une offre n'a pas respecté les dispositions de la présente loi, ainsi que ceux détenus par toute personne qui a agi de concert avec lui sont suspendus. »

Concernant l'article 19 : Voies de recours

Les décisions de la CSSF peuvent faire l'objet d'un recours devant le tribunal administratif. Le commentaire des articles relève que « *la procédure de droit commun en matière de recours administratif (procédure, effet suspensif³³, etc.) est applicable.* ». La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers tiennent toutefois à signaler que le recours en matière administrative n'a en principe pas d'effet

³³ C'est nous qui soulignons

suspensif³⁴ ; faute d'autres précisions, les rédacteurs du projet de loi sous avis envisagent exclusivement un recours en annulation. Or, à l'instar de la loi relative aux prospectus de valeurs mobilières, il faudrait dans cette matière, qui est pour le moins aussi importante que celle de la publication d'un prospectus, préciser que le recours devant les juridictions administratives est un recours en pleine juridiction.

Il est dès lors proposé de remplacer l'article 19 par le texte suivant qui prend le même libellé que l'article 27 de la loi relative aux prospectus de valeurs mobilières:

« Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi. Le délai de recours est de trois mois à compter de la notification de la décision.

Le jugement du Tribunal administratif est susceptible d'être entrepris par un appel à interjeter devant la Cour administrative endéans un délai de quarante jours prenant cours à compter de la notification du jugement par le greffe de la juridiction de première instance.

Les délais susmentionnés sont prévus sous peine de forclusion mais sans préjudice des dispositions de la loi du 22 décembre 1986 relative au relevé de déchéance. Lesdits délais ne sont pas susceptibles d'augmentation en raison du domicile de la personne physique ou morale concernée.

Les recours devant les juridictions administratives n'ont pas d'effet suspensif.

Une demande de surséance à exécution peut être présentée par requête distincte devant le Président du Tribunal administratif ou le magistrat qui le remplace.

Le sursis à exécution ne peut être ordonné qu'à la double condition que, d'une part, l'exécution de la décision attaquée risque de causer au requérant un préjudice grave et définitif et que, d'autre part, les moyens invoqués à l'appui du recours dirigé contre la décision paraissent sérieux. Le sursis est rejeté si l'affaire est en état d'être plaidée et décidée à brève échéance.

La procédure devant le Président du Tribunal administratif est orale. L'affaire est plaidée à l'audience à laquelle les parties ont été convoquées. Sur demande justifiée, le Président peut accorder des remises.

L'ordonnance est exécutoire dès sa notification. Elle n'est susceptible d'aucune voie de recours. Elle cesse ses effets lorsque le Tribunal a tranché le principal ou une partie du principal. Le juge qui a connu de la demande d'effet suspensif du recours ne peut plus siéger au fond.

³⁴ Article 11 de la loi du 21 juin 1999 portant règlement de la procédure devant les juridictions administratives

Le Président du Tribunal administratif ou le juge qui le remplace peut au provisoire ordonner toutes mesures afin de sauvegarder les intérêts des parties ou des personnes qui ont intérêt à la solution de l'affaire, à l'exclusion des mesures ayant pour objet des droits civils. Une telle demande est instruite et jugée selon la procédure prévue pour la demande de surséance. »

Concernant les articles 20 et 21 : Dispositions transitoires et entrée en vigueur

Comme le projet de loi comble un vide juridique actuel, il paraît logique qu'il s'applique aux offres qui sont le cas échéant en cours. Une application immédiate se justifie aussi par la nécessité d'assurer le plus haut niveau de protection aux actionnaires et de garantir le fonctionnement transparent du marché. Enfin, la date butoir rapprochée pour la transposition de la Directive, à savoir le 20 mai 2006, commande aussi une telle solution.

Il ne s'agit en l'espèce nullement d'une application rétroactive de la loi³⁵: est en effet seulement rétroactive la loi par laquelle le législateur règle une situation juridique donnée en lui donnant un effet pour le passé³⁶; en d'autres mots: si la nouvelle loi lèse un droit acquis sous l'ancien régime³⁷. En l'espèce, une offre éventuellement déjà en cours lors de l'entrée en vigueur de la présente loi n'aurait pas encore créé un droit acquis dans le chef de l'offrant ou des détenteurs de titres que la présente loi remettrait en cause.

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent une disposition transitoire qui ménage les intérêts de toutes les parties prenantes. Dans l'hypothèse où une offre serait en cours à la date d'entrée en vigueur de la présente loi, il faudrait (a) introduire la possibilité pour l'offrant de bénéficier d'un délai raisonnable afin de rendre son offre conforme aux exigences de la loi, (b) préciser que dans ce cas, l'offre est suspendue et le délai de 6 mois visé à l'article 3(f) est également suspendu, et (c) donner le droit à l'offrant de demander le retrait de son offre si l'application de la présente loi (y compris les dispositions de l'Article 5(5) modifié) à cette offre aurait pour effet de modifier de façon substantielle les termes et conditions de l'offre. Cette disposition pourrait avoir la teneur suivante :

« La présente loi s'applique dans toutes ses dispositions aux offres en cours lors de son entrée en vigueur. S'il en fait la demande auprès de la Commission, l'offrant pourra bénéficier d'un délai raisonnable pour rendre son offre conforme aux exigences de la présente loi. Dans ce cas, le déroulement de l'offre sera suspendu et le délai de six mois prévu à l'article 3(f) cessera de courir pendant le délai ainsi arrêté par la Commission. Si l'initiateur d'une offre en cours à la date d'entrée en

³⁵ A supposer même qu'elle le soit, il convient de se rappeler que le législateur est autorisé à déroger au principe de la non rétroactivité des lois prévu à l'article 2 du code civil (C.S.J. 7 juillet 1955 Pas 16, p.350)

³⁶ Jean-Luc Aubert Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil, Ed Armand Colin 3ième édition, p.102; Pierre Pescatore: Introduction à la science du droit, 1960, page 315

³⁷ Diekirch 29 juillet 1908 Pas 8, p.422

vigueur de la présente loi considère que l'application immédiate de celle-ci modifie de façon substantielle les termes et conditions de son offre, il peut demander l'autorisation à la Commission de retirer son offre. »

Finalement pour permettre aux sociétés luxembourgeoises de prendre les dispositions nécessaires pour pouvoir se conformer à l'article 11 du présent projet de loi, alors que les procédures en vue des assemblées générales sont pratiquement en cours, il est utile de préciser que certaines dispositions de cet article ne s'appliquent qu'à partir de l'exercice social, qui suit l'entrée en vigueur de la loi. Il y a donc lieu d'ajouter un deuxième paragraphe de l'article 20, qui pourrait avoir la teneur suivante :

« Pour les sociétés dont le siège social est au Luxembourg, les obligations visées aux articles 11(1), 11(2) et 11(3) prendront effet à compter du premier jour de l'exercice suivant celui au cours duquel la présente loi est entrée en vigueur »

En ce qui concerne l'actionnaire qui détiendrait au moment de l'entrée en vigueur au moins 33 1/3% des droits de vote dans une société luxembourgeoise, il convient de souligner qu'il ne sera pas obligé de lancer une offre publique d'achat obligatoire telle que prévue à l'article 5(1) du présent projet de loi, étant donné que ledit article vise seulement le cas où l'actionnaire viendrait à atteindre, à la suite d'une acquisition, ledit seuil. Cette analyse est confortée par le considérant (10) de la Directive : *« l'obligation de faire une offre à tous les détenteurs de titres ne devrait pas s'appliquer aux participations de contrôle existant déjà à la date d'entrée en vigueur de la décision nationale de la transposition de la présente directive. »*

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers proposent d'ajouter un nouvel article 22 au présent projet de loi qui devrait prendre la teneur suivante :

« Article 22 : Toute référence à la présente loi peut être faite sous l'intitulé abrégé « loi concernant les offres publiques d'acquisition. »

Concernant le tableau de transposition de la Directive :

Il convient d'ajouter l'article 11 de la Directive, transposé par l'article 12 du présent projet de loi sous avis au tableau de transposition.

Concernant la loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse :

Afin de donner effet à la disposition de l'article 5 paragraphe 3, il faut, en attendant la transposition de la directive transparence, modifier la loi du 4 décembre 1992 sur l'information à publier en cas d'acquisition ou de cession d'une participation importante qui ne prévoit un seuil de déclaration qu'à partir de 10%. Il convient donc d'ajouter dans ladite loi un nouveau seuil de franchissement déclenchant une obligation légale de déclaration.

En plus, afin de couvrir la situation où les droits de vote acquis par diverses personnes ou entités juridiques indépendantes peuvent être exercés selon des instructions d'un gestionnaire qui dispose d'un mandat de gestion discrétionnaire pour gérer leur portefeuille lui permettant de fait d'exercer les droits de vote, il faut inclure dans l'article 7 de la loi du 4 décembre 1992 (ainsi que dans le projet de loi transposant la directive transparence) une disposition qui correspond à la pratique de la SEC aux Etats-Unis. Ainsi il convient d'assimiler aux droits de vote détenus par une personne physique ou entité juridique.

Dans un souci de cohérence juridique, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers invitent les rédacteurs du projet de loi sous avis d'insérer dans ladite loi du 4 décembre 1992 la même définition de la notion de « *personnes agissant de concert* » que celle retenue dans le présent projet de loi.

Dès lors, il convient d'insérer un article II au projet de loi sous avis qui prendrait la teneur suivante :

« Article II : La loi 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse est modifiée comme suit :

a) Le paragraphe (3) de l'article 1er de la loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse est modifié en ajoutant « 5 %, » avant « 10 % ». »

b) Il est ajouté à l'article 7 de la loi loi du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse un nouveau tiret qui prend le libellé suivant : « - les droits de vote détenus par des personnes physiques ou entités juridiques ayant confié à cette personne ou entité un mandat de gestion discrétionnaire qui de fait lui permet d'exercer les droits de vote attachés aux titres du ou des portefeuilles sous gestion ».

-

Après consultation de leurs ressortissants, la Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers ne peuvent approuver le projet de loi sous rubrique que sous réserve expresse de la prise en compte des observations ci-dessus, en particulier des propositions de textes y énoncées.

WJE/DAN

