



---

CHAMBRE DES DÉPUTÉS  
GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

# Dossier consolidé

Projet de loi 5540

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

Date de dépôt : 07-02-2006

Date de l'avis du Conseil d'État : 04-04-2006

Auteur(s) : Monsieur Luc Frieden, Ministre du Trésor et du Budget

## Liste des documents

<b>Date</b>	<b>Description</b>	<b>Nom du document</b>	<b>Page</b>
11-05-2006	Résumé du dossier	Résumé	<u>3</u>
07-02-2006	Déposé	5540/00	<u>6</u>
28-02-2006	1) Avis commun de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers (28.2.2006) 2) Avis de la Chambre des Employés Privés (1.3.2006) 3) Avis de la Chambre de Travail (1.3.2006)	5540/02	<u>23</u>
07-03-2006	Avis du Conseil d'Etat (7.3.2006)	5540/01	<u>70</u>
23-03-2006	Amendements adoptés par la/les commission(s) : Commission des Finances et du Budget	5540/03	<u>83</u>
28-03-2006	Dépêche du Président de la Chambre des Députés au Président du Conseil d'Etat (28.3.2006)	5540/03A	<u>104</u>
04-04-2006	Avis complémentaire du Conseil d'Etat (4.4.2006)	5540/04	<u>107</u>
27-04-2006	Rapport de commission(s) : Commission des Finances et du Budget Rapporteur(s) : Monsieur Laurent Mosar	5540/05	<u>116</u>
16-05-2006	Dispense du second vote constitutionnel par le Conseil d'Etat (16-05-2006) Evacué par dispense du second vote (16-05-2006)	5540/06	<u>141</u>
04-05-2006	Mise en oeuvre d'une étude sur les instruments juridiques efficaces pour éviter des OPA répétées sur les entreprises et la conception de dispositifs de protection des actionnaires minoritaires	Document écrit de dépôt	<u>144</u>
31-12-2006	Publié au Mémorial A n°86 en page 1510	5540	<u>146</u>

# Résumé

## **N° 5540 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**

Le présent projet de loi a pour objet de transposer en droit luxembourgeois la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition (OPA). Cette transposition doit être accomplie au plus tard le 20 mai 2006. En l'absence d'une législation nationale spécifique préexistante qui devrait être modifiée ou abrogée, le texte du projet de loi suit le texte de la directive.

Les propositions d'amendement formulées par la commission à la suite de la réception de l'ensemble des avis institutionnels et positions concernaient pour l'essentiel six points substantiels sur lesquels elle a jugé utiles des modifications du projet, dans le sens d'une précision accrue. Ces points sont les suivants :

- la stipulation d'une période de carence de douze mois pendant laquelle une nouvelle offre ne peut être lancée par le même offrant dans la suite de l'échec d'une OPA ;
- l'appréciation de la liquidité des titres de l'offrant dans le contexte de la composition de l'offre – probablement la principale question soulevée par les milieux professionnels actuellement concernés par le phénomène d'une OPA ;
- l'implication des représentants du personnel de la société visée par une OPA dans le processus de positionnement de la société visée par rapport à l'offre ;
- les seuils à partir desquels le retrait ainsi que le rachat obligatoires se conçoivent respectivement s'imposent;
- l'introduction d'une période de transition suivant l'entrée en vigueur de la loi pendant laquelle le retrait et le rachat obligatoires sont ouverts à des actionnaires se trouvant dans les conditions de ce retrait ou de ce rachat à la suite d'une OPA ou d'une autre opération révolue, ceci dans un souci de traitement égal d'actionnaires se trouvant dans des situations identiques, peu importe le fait générateur de ces situations ;
- la rétroactivité des sanctions pénales prévues par le projet de loi.

Parmi les amendements proposés par la commission, certains ont pourtant fait l'objet d'oppositions formelles motivées du Conseil d'Etat.

Ainsi, le Conseil d'Etat s'est opposé à l'institution d'une période de carence de douze mois pendant laquelle un offrant ne pourrait pas lancer une nouvelle offre à la suite de l'échec d'une OPA précédente.

La commission reste cependant convaincue que l'amendement tel que proposé était justifié alors qu'il est essentiel pour le bon fonctionnement d'une entreprise de prévoir un délai de carence pendant lequel une nouvelle OPA ne pourra être lancée par le même offrant. Comme il sera indiqué dans les conclusions de ce rapport, la Commission entendra revenir sur le sujet.

Un deuxième amendement auquel le Conseil d'Etat s'est opposé formellement concerne l'ouverture du droit au rachat obligatoire (le « reverse squeeze-out ») à des

actionnaires se retrouvant dans des conditions identiques à celles visées par la directive 2004/25/CE, mais autrement qu'à la suite d'une OPA.

Finalement, le Conseil d'Etat a frappé d'une opposition formelle l'amendement par lequel la commission souhaitait permettre à des actionnaires minoritaires à la suite d'une OPA révolue au moment de l'entrée en vigueur de la loi sur les OPA de recourir au mécanisme du rachat obligatoire pendant une période transitoire de six mois suivant cette entrée en vigueur – tout comme la possibilité du retrait obligatoire devrait être ouverte à des actionnaires détenant 95 pour cent au moins des titres d'une société à la suite d'une OPA déjà achevée.

Les amendements de la commission concernant le renforcement de l'implication des représentants du personnel dans la réaction d'une société visée à une offre, la différenciation des seuils pour le déclenchement des mécanismes du retrait et du rachat obligatoires ainsi que la non-applicabilité des sanctions pénales prévues par la loi à des démarches effectuées par un offrant avant l'entrée en vigueur de la loi ont, par contre, recueilli l'assentiment du Conseil d'Etat – tout comme celui, extrêmement médiatisé, portant sur la définition de la liquidité des titres de l'offrant.

Concernant ce dernier point, le Conseil d'Etat ne s'est pas opposé à inclure dans la loi une disposition tirée de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, et transposée au Luxembourg par le règlement d'ordre intérieur de la bourse.

Pour la forme, il convient de noter que la commission a suivi le Conseil d'Etat pour l'ensemble des propositions dont furent assorties les oppositions formelles contenues dans l'avis complémentaire.

La commission estime que la loi n'a qu'un but à servir, à savoir celui de constituer un cadre approprié pour les offres publiques d'acquisition. Cet objectif est atteint par le texte que la commission soumet au vote de la Chambre. C'est un texte neutre, clair et concis, en phase avec la directive qu'il transpose.

Les deux seuls aspects qui n'ont pu être réglés de manière satisfaisante aux yeux de la commission sont celui du sort et de la protection des actionnaires minoritaires résultant de situations préexistantes à la nouvelle loi OPA et celui de l'introduction d'une période de carence pendant laquelle une nouvelle offre ne peut être lancée suite à l'échec d'une OPA, au sujet desquels le Conseil d'Etat a rejeté les amendements parlementaires proposés avec la motivation exposée plus haut. La commission entend néanmoins prendre une initiative dans ces deux domaines.

5540/00

## N° 5540

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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**

\* \* \*

*(Dépôt: le 7.2.2006)***SOMMAIRE:**

	<i>page</i>
1) Arrêté Grand-Ducal de dépôt (7.2.2006).....	1
2) Texte du projet de loi.....	2
3) Exposé des motifs .....	12
4) Commentaires des articles.....	12
5) Tableau de transposition de la directive 2004/25/CE du Parle- ment européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.....	16

\*

**ARRETE GRAND-DUCAL DE DEPOT**

Nous HENRI, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau,

Sur le rapport de Notre Ministre du Trésor et du Budget et après délibération du Gouvernement en Conseil;

Arrêtons:

*Article unique.*– Notre Ministre du Trésor et du Budget es autorisé à déposer en Notre nom à la Chambre des Députés le 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.

Palais de Luxembourg, le 7 février 2006

*Le Ministre du Trésor et du Budget,*

Luc FRIEDEN

HENRI

\*

## TEXTE DU PROJET DE LOI

### **Art. 1er.– Champ d'application**

(1) La présente loi s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un Etat membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, ci-après dénommé „Etat Membre“, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé au sens de la directive 2004/39/CE dans un ou plusieurs Etats membres, ci-après dénommé „marché réglementé“.

(2) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par des sociétés dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public, dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques et dont les parts sont, à la demande des détenteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements le fait pour ces sociétés d'agir afin de garantir que la valeur en bourse de leurs parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette.

(3) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par les banques centrales des Etats membres.

### **Art. 2.– Définitions**

(1) Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 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 des 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;
- b) „société visée“: la société dont les titres font l'objet d'une offre;
- c) „offrant“: toute personne physique ou morale, de droit public ou privé, qui fait une offre;
- d) „personnes agissant de concert“: les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre;
- e) „titres“: les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société;
- f) „parties à l'offre“: l'offrant, les membres de l'organe d'administration ou de direction de l'offrant lorsque celui-ci est une société, la société visée, les détenteurs de titres de la société visée et les membres de l'organe d'administration ou de direction de la société visée, ainsi que les personnes agissant de concert avec ces parties;
- g) „titres à droit de vote multiple“: les titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix.

(2) Aux fins du paragraphe (1), point d), les personnes contrôlées par une autre personne au sens de la directive 2004/109/CE sont réputées être des personnes agissant de concert avec cette autre personne et entre elles.

### **Art. 3.– Principes généraux**

Les principes suivants doivent être respectés en cas d'offre publique d'acquisition:

- a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent; en outre, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés;
- b) les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit présenter son avis relatif aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'activité de la société;
- c) l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre;



- d) il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé;
- e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie;
- f) la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres; ce délai ne peut en tout cas pas dépasser six mois à partir du moment de l'annonce par l'offrant de son intention de faire une offre.

**Art. 4.– Autorité de contrôle et droit applicable**

(1) La Commission de surveillance du secteur financier, ci-après dénommée „la Commission“, est l'autorité compétente pour le contrôle d'une offre en ce qui concerne les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi. Elle exerce ses fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à une offre.

(2) a) La Commission est compétente pour le contrôle d'une offre lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg et lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg.

b) 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, 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 sont admis à la négociation.

Si les titres de la 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.

c) Si les titres de la société visée ont été 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 et leurs autorités de contrôle le premier jour de la négociation.

Si les titres de la société visée ont déjà été admis à la négociation sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres au 20 mai 2006 et y ont été admis simultanément, les autorités de contrôle de ces Etats membres conviennent de l'autorité qui, parmi elles, sera compétente pour le contrôle de l'offre dans un délai de quatre semaines après le 20 mai 2006. A défaut, la société visée détermine celle de ces autorités qui sera l'autorité compétente le premier jour de négociation suivant ce délai de quatre semaines.

d) La Commission veille à ce que les décisions visées au point c) soient rendues publiques.

e) Dans les cas visés aux points b) et c), les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre, sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente. Pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables et l'autorité compétente sont celles de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

(3) Pour l'application de la présente loi, toutes les personnes travaillant ou ayant travaillé auprès de la Commission sont tenues au secret professionnel. Les informations couvertes par le secret professionnel ne peuvent être divulguées, à quelque personne ou autorité que ce soit, qu'en vertu de dispositions législatives dans les conditions définies à l'article 16 de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

(4) La Commission ainsi que les autres autorités de contrôle des Etats membres au sens de la présente loi et les autres autorités chargées de contrôler les marchés des capitaux, en application notamment de la directive 2004/39/CE, de la directive 2001/34/CE, de la directive 2004/109/CE, de la directive 2003/6/CE et de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, coopèrent et se communiquent des informations dans toute la mesure nécessaire à l'application des règles établies conformément à la présente loi, et en particulier dans les cas prévus au paragraphe (2), points b), c) et e). Les informations ainsi échangées sont couvertes par l'obligation de secret professionnel qui incombe aux personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle qui les reçoivent. La coopération comprend la capacité de notifier les actes juridiques nécessaires à l'application des mesures prises par les autorités compétentes en liaison avec des offres, ainsi que toute autre aide pouvant être raisonnablement demandée par les autorités de contrôle concernées aux fins d'enquêter sur les violations effectives ou prétendues des règles adoptées ou introduites en application de la directive 2004/25/CE.

(5) La Commission dispose de tous les pouvoirs nécessaires à l'exercice de ses fonctions en application de la présente loi, dont le devoir de veiller à ce que les parties à l'offre respectent les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe (1), la Commission est autorisée, dans son domaine de compétence en application de la présente loi, à déroger aux dispositions de la présente loi pour tenir compte de circonstances particulières, une décision motivée étant exigée dans ce dernier cas.

**Art. 5.– Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable**

(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, des titres d'une société au sens de l'article 1er, 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).

(2) L'obligation de lancer une offre prévue au paragraphe (1) n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la présente loi à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations.

(3) Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1) et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

Pour les sociétés dont le siège social est établi au Luxembourg le pourcentage de droits de vote est fixé à 33 1/3%. Pour le calcul du pourcentage il est tenu compte de tous les titres de la société à l'exclusion des titres assortis d'un droit de vote uniquement dans des situations particulières.

(4) Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période de douze mois précédant l'offre visée au paragraphe (1). Si, après publication de l'offre et avant expiration de la période d'acceptation de celle-ci, l'offrant ou toute personne agissant de concert avec lui acquiert des titres à un prix supérieur au prix de l'offre, l'offrant porte son offre à un prix au moins égal au prix le plus élevé payé pour les titres ainsi acquis.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe (1), la Commission est autorisée à modifier le prix prévu au premier alinéa dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés. A cette fin, la Commission doit dresser une liste de circonstances dans lesquelles le prix le plus élevé peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, par exemple si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur et un vendeur, si les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, si les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des événements exceptionnels, ou pour permettre le sauvetage d'une entreprise en détresse. La Commission doit

également définir les critères à utiliser dans ces cas, par exemple la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière.

Toute décision de la Commission qui modifie le prix équitable doit être motivée et rendue publique.

(5) 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 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.

(6) Outre la protection prévue au paragraphe (1), la Commission peut admettre d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres, dans la mesure où ces instruments ne gênent pas le déroulement normal de l'offre.

#### **Art. 6.– Information sur l'offre**

(1) La décision de faire une offre doit être rendue publique par l'offrant immédiatement à la suite de la prise de décision par l'offrant et la Commission doit être informée de cette offre avant que cette décision soit rendue publique. Dès que l'offre a été rendue publique, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant informent respectivement les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même.

(2) L'offrant a l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause. Avant que ce document soit rendu public, l'offrant le soumet à l'approbation de la Commission endéans un délai de dix jours ouvrables.

La Commission notifie à l'offrant sa décision concernant l'approbation du document d'offre dans les 30 jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de document d'offre.

Si la Commission estime que les documents qui lui sont soumis sont incomplets ou qu'un complément d'information est nécessaire, le délai prévu au 2<sup>e</sup> alinéa du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant.

Le document d'offre est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du document d'offre en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptée dans tous les cas.

En approuvant le document d'offre la Commission ne s'engage pas en ce qui concerne l'opportunité économique ou financière de l'opération ou la qualité ou la solvabilité de l'offrant ou de la société visée.

Lorsque le document d'offre est rendu public, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant le communiquent respectivement aux représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même.

Dans le cas d'une offre pour laquelle la Commission n'est pas compétente en vertu de l'article 4, le document d'offre est reconnu au Luxembourg, sous réserve de son approbation par l'autorité compétente et d'une traduction en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise, dans le cas où les titres de la société visée sont admis à la négociation au Luxembourg, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation de la Commission. La Commission ne peut exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre que si ces informations sont propres au marché luxembourgeois et sont relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.

(3) Le document d'offre prévu au paragraphe (2) comporte au moins les indications suivantes:

- a) la teneur de l'offre;
- b) l'identité de l'offrant et, lorsque l'offrant est une société, la forme, la dénomination et le siège social de cette société;

- c) les titres ou, le cas échéant, la ou les catégories de titres qui font l'objet de l'offre;
- d) la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres et, dans le cas d'une offre obligatoire, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie;
- e) l'indemnisation proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés en application de la règle relative à la neutralisation des restrictions énoncée à l'article 12, paragraphe (4), ainsi que les modalités de paiement de cette indemnisation et la méthode employée pour la déterminer;
- f) le pourcentage ou le nombre maximal et minimal de titres que l'offrant s'engage à acquérir;
- g) le détail des participations que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée;
- h) toutes les conditions auxquelles l'offre est subordonnée;
- i) les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offerante ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi, et en particulier les plans stratégiques de l'offrant pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés;
- j) la période d'acceptation de l'offre;
- k) lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, de quelque nature qu'ils soient, des informations sur ces titres;
- l) des informations sur le financement de l'offre;
- m) l'identité des personnes agissant de concert avec l'offrant ou la société visée et, lorsqu'il s'agit de sociétés, leur forme, leur dénomination, leur siège social ainsi que leur lien avec l'offrant et, lorsque cela est possible, avec la société visée;
- n) la législation nationale qui régira les contrats conclus entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes.

(4) Les parties à une offre sont tenues de communiquer à tout moment aux autorités de contrôle de leur Etat membre, sur demande, toutes les informations en leur possession sur l'offre qui sont nécessaires à l'exercice des fonctions des autorités de contrôle.

#### **Art. 7.– Période d'acceptation**

(1) La période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines ni supérieure à dix semaines à compter de la date de publication du document d'offre. Sous réserve du respect du principe général prévu à l'article 3, paragraphe (1), point f), la période de dix semaines pourra être prolongée, à condition que l'offrant notifie au moins deux semaines à l'avance son intention de clôturer l'offre.

(2) Un règlement grand-ducal peut prévoir des règles modifiant, dans des cas spécifiques, la période visée au paragraphe (1). La Commission peut accorder une dérogation à la durée prévue au paragraphe (1) afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale d'actionnaires pour examiner l'offre.

#### **Art. 8.– Publicité de l'offre**

(1) Une offre doit être rendue publique de façon à assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de l'offrant ou de toute autre société concernée par l'offre, afin d'éviter notamment la publication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

(2) La Commission détermine les modalités de la publication de toutes les informations et de tous les documents requis par l'article 6 d'une manière garantissant que les détenteurs de titres, au moins dans les Etats membres sur le marché réglementé desquels les titres de la société visée ont été admis à la négociation, ainsi que les représentants du personnel de la société visée et de l'offrant ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même peut en disposer facilement et rapidement.

#### **Art. 9.– Arrangements facultatifs**

(1) Les sociétés dont le siège se trouve sur le territoire du Luxembourg ont le choix réversible de se soumettre aux dispositions de l'article 10 paragraphes (2) et (3) et de l'article 12, sans préjudice de l'article 12, paragraphe (7).

(2) La décision de la société est prise par l'assemblée générale des actionnaires, conformément aux règles applicables à la modification des statuts. La décision est notifiée à la Commission ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des Etats membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.

(3) Les sociétés qui appliquent l'article 10, paragraphes (2) et (3), ou l'article 12 sont exemptées d'appliquer l'article 10, paragraphes (2) et (3), 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 par une telle société, conformément à l'article 1er de la directive 83/349/CEE.

(4) La Commission veille à ce que les dispositions applicables aux différentes sociétés soient divulguées sans délai.

(5) Toute mesure appliquée en vertu du paragraphe (3) est soumise à l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de la société visée, ladite autorisation devant avoir été reçue au plus tôt dix-huit mois avant que l'offre ait été rendue publique conformément à l'article 6, paragraphe (1).

**Art. 10.– Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée**

(1) Les règles prévues aux paragraphes (2) et (3) doivent être respectées lorsqu'une société a décidé de s'y soumettre conformément aux dispositions de l'article 9.

(2) Pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée.

Une telle autorisation est requise à partir du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit les informations sur l'offre mentionnées à l'article 6, paragraphe (1), première phrase, et aussi longtemps que le résultat de l'offre n'a pas été rendu public ou qu'elle n'est pas devenue caduque.

(3) En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée au paragraphe (2), deuxième alinéa, et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en oeuvre, l'assemblée générale des actionnaires doit approuver ou confirmer toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

(4) Aux fins de l'obtention de l'autorisation préalable, de l'approbation ou de la confirmation des détenteurs de titres, visées aux paragraphes (2) et (3), un règlement grand-ducal peut prévoir des règles permettant la convocation d'une assemblée générale des actionnaires à bref délai, à condition que cette assemblée ne se tienne pas durant les deux semaines qui suivent sa notification.

(5) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3), point i). L'organe d'administration ou de direction de la société visée communique dans le même temps cet avis aux représentants du personnel de la société ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.

(6) Aux fins du paragraphe (2), il y a lieu d'entendre par organe d'administration ou de direction, à la fois le conseil d'administration de la société et son conseil de surveillance, lorsque la structure de la société est de type dualiste.

**Art. 11.– Information sur les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1)**

(1) Les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1), doivent publier des informations détaillées sur les points suivants:

- a) la structure de leur capital, y compris les titres qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre, avec le cas échéant une indication des différentes catégories d'actions et, pour chaque catégorie d'actions, les droits et obligations qui lui sont attachés et le pourcentage du capital social total qu'elle représente;
- b) toute restriction au transfert de titres, telle que des limitations à la possession de titres ou la nécessité d'obtenir une autorisation de la société ou d'autres détenteurs de titres, sans préjudice de l'article 46 de la directive 2001/34/CE;
- c) les participations significatives au capital, directes ou indirectes (par exemple, des participations indirectes au travers de structures pyramidales ou d'actionnariat croisé), au sens de la directive 2004/109/CE;
- d) les détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
- e) le mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés directement par ce dernier;
- f) toute restriction au droit de vote, telle que des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres;
- g) les accords entre actionnaires, qui sont connus de la société et peuvent entraîner des restrictions au transfert de titres ou aux droits de vote, au sens de la directive 2004/109/CE;
- h) les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ou de direction ainsi qu'à la modification des statuts de la société;
- i) les pouvoirs des membres de l'organe d'administration ou de direction, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des titres;
- j) tous les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société à la suite d'une offre publique d'acquisition, et leurs effets, sauf lorsque leur nature est telle que leur divulgation porterait gravement atteinte à la société; cette exception n'est pas applicable lorsque la société est spécifiquement tenue de divulguer ces informations en vertu d'autres exigences légales;
- k) tous les accords entre la société et les membres de son organe d'administration ou de direction ou son personnel, qui prévoient des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans raison valable ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition.

(2) Pour les sociétés dont le siège social est au Luxembourg, les informations visées au paragraphe (1) sont publiées dans le rapport de gestion de la société, prévu à 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, et dans le rapport consolidé de gestion, prévu à l'article 339 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

(3) L'organe d'administration ou de direction de ces sociétés présente un rapport explicatif à l'assemblée générale annuelle des actionnaires sur les points visés au paragraphe (1).

**Art. 12.– Neutralisation des restrictions**

(1) Sans préjudice des autres droits et obligations prévus par les lois et règlements en vigueur pour les sociétés visées à l'article 1er, paragraphe (1), les dispositions prévues aux paragraphes (2) à (7) s'appliquent lorsqu'une offre a été rendue publique et lorsqu'une société a décidé de s'y soumettre conformément aux dispositions de l'article 9.

(2) Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).



Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).

(3) Les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les restrictions au droit de vote prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix à l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

(4) Lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient au moins 75% du capital assorti de droits de vote, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote visées aux paragraphes (2) et (3), ainsi que les droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres de l'organe d'administration ou de direction prévus dans les statuts de la société visée, ne s'appliquent pas; les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction.

A cet effet, l'offrant a le droit de convoquer une assemblée générale des actionnaires à bref délai, à condition que cette assemblée ne se tienne pas durant les deux semaines qui suivent sa notification.

(5) Lorsque des droits sont supprimés sur la base des paragraphes (2), (3) ou (4) du présent article ou de l'article 9, une indemnisation équitable est prévue pour toute perte enregistrée par les détenteurs de ces droits. Les conditions qui régissent la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont établies par la Commission.

(6) Les paragraphes (3) et (4) ne s'appliquent pas aux titres lorsque les restrictions au droit de vote sont compensées par des avantages pécuniaires spécifiques.

(7) Le présent article ne s'applique pas lorsqu'un Etat membre détient des titres de la société visée qui lui confèrent des droits spéciaux compatibles avec le traité de l'Union européenne, ni aux droits spéciaux prévus en droit national et compatibles avec le traité, ni aux sociétés coopératives.

#### **Art. 13.– *Autres règles régissant les offres***

Les règles suivantes, relatives respectivement à la caducité des offres, à la révision des offres, à la concurrence d'offres, à la publication des résultats des offres et à l'irrévocabilité des offres, s'appliquent aux offres et la Commission veille à leur application.

- a) Une offre devient caduque lorsque la Commission constate que les principes généraux mentionnés à l'article 3 de la présente loi ne sont manifestement pas remplis dans le cadre de cette offre et au cas où une des conditions suspensives de l'offre n'est pas réalisée.
- b) A partir de l'information préalable par l'offrant de la Commission en vertu de l'article 6 (1) de la présente loi, les conditions de l'offre ne peuvent plus être modifiées, sauf dans un sens plus favorable pour les titulaires de titres de la société visée. Toute augmentation du prix de l'offre doit obligatoirement bénéficier aux titulaires de titres qui ont accepté l'offre avant ladite augmentation et les acceptations de l'offre introduites avant la publication du document d'offre ne lient pas les titulaires de titres. Au cas où une telle modification des conditions a eu lieu, la clôture de l'offre ne pourra se faire qu'après un délai raisonnable suite à la publication des modifications.
- c) Au cas où une offre concurrente est faite, la période d'offre de l'offre initiale est automatiquement allongée et ne s'éteint qu'avec la période d'offre de l'offre concurrente. Les titulaires de titres ayant accepté une offre sont automatiquement déliés de leur acceptation en cas d'offre concurrente.

- d) L'offrant est obligé de communiquer à la Commission et de publier le nombre de titres, en précisant le nombre des droits de vote qui en découlent, pour lesquels son offre a été acceptée ou qui appartiennent d'une façon ou d'une autre à lui, respectivement aux personnes agissant de concert avec lui:
- i) tous les sept jours à compter de la publication du document d'offre;
  - ii) tous les matins des derniers sept jours de la période d'offre; et
  - iii) au soir de la dernière journée de la période d'offre.
- e) L'offrant s'engage, pour ce qui dépend de lui, à mener l'offre à son terme et en accord avec les conditions autorisées par la Commission. A compter de la publication du document d'offre, l'offre ne peut être retirée que dans les cas suivants:
- i) en cas d'offre concurrente;
  - ii) en cas de défaut d'autorisation administrative requise pour l'acquisition des titres qui font l'objet de l'offre et notamment dans l'hypothèse où l'opération ne pourrait se réaliser à la suite d'une décision des autorités chargées de veiller à la libre concurrence;
  - iii) au cas où, indépendamment de la volonté de l'offrant, une condition de l'offre n'est pas remplie;
  - iv) moyennant l'autorisation motivée de la Commission, en cas de circonstances exceptionnelles ne permettant pas la réalisation de l'offre pour des raisons indépendantes de la volonté de l'offrant.

Les détenteurs de titres qui ont accepté l'offre peuvent valablement se retirer au cas où une des dispositions de la présente loi n'a pas été respectée par l'offrant ou une personne agissant de concert avec ce dernier.

Le retrait de l'offre est notifié à la Commission. Au plus tard le jour suivant la réception de cette notification, la Commission rend public ce retrait, aux frais de l'offrant et selon les modalités qu'elle établit.

Un règlement grand-ducal peut prévoir des règles plus spécifiques.

**Art. 14.– Information et consultation des représentants du personnel**

La présente loi ne porte pas préjudice aux règles relatives à l'information et à la consultation des représentants du personnel de l'offrant et de la société visée ainsi que, le cas échéant, à la cogestion avec ce personnel, régies par les dispositions nationales pertinentes, et notamment celles arrêtées en application des directives 94/45/CE, 98/59/CE, 2001/86/CE et 2002/14/CE.

**Art. 15.– Retrait obligatoire**

(1) Lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, les paragraphes (2) à (5) s'appliquent.

(2) Un offrant peut exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix, lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote de la société visée. Un offrant peut en outre exiger de tous les détenteurs d'actions sans droit de vote et de parts bénéficiaires démunies du droit de vote restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix, s'il détient par ailleurs 95% du capital de la société.

(3) La Commission veille à ce que soient en vigueur des règles permettant de calculer quand le seuil est atteint.

Lorsque la société visée a émis plusieurs catégories de titres, le droit de recourir au retrait obligatoire peut n'être exercé que pour la catégorie dans laquelle le seuil prévu au paragraphe (2) a été atteint.

(4) Si l'offrant souhaite exercer le droit de recourir au retrait obligatoire, il l'exerce dans un délai de trois mois après la fin de la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7.

(5) La Commission veille à ce qu'un juste prix soit garanti. Ce prix doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister en une valeur en espèces. Des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option.



A la suite d'une offre volontaire, dans le cas prévu au paragraphe (2) la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres si l'offrant a acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre.

A la suite d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres.

**Art. 16.– Rachat obligatoire**

(1) Lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, les paragraphes (2) et (3) s'appliquent.

(2) Un détenteur de titres, d'actions sans droit de vote ou de parts bénéficiaires démunies du droit de vote restants peut exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour un juste prix, dans les mêmes conditions que celles prévues à l'article 15, paragraphe (2).

(3) L'article 15, paragraphes (3) à (5), s'applique mutatis mutandis.

**Art. 17.– Pouvoirs de la Commission**

La Commission dispose de toutes les prérogatives nécessaires pour remplir les fonctions prévues par la présente loi. La Commission est notamment habilitée:

- (a) à exiger de l'offrant d'inclure dans le document d'offre des informations complémentaires, si la protection des investisseurs l'exige;
- (b) à exiger de l'offrant et des personnes qui le contrôlent ou sont contrôlées par lui, qu'ils fournissent des informations et des documents;
- (c) à exiger des personnes chargées du contrôle légal des comptes et des dirigeants de l'offrant, qu'ils fournissent des informations et des documents;
- (d) à suspendre une offre chaque fois qu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation des dispositions de la loi;
- (e) à interdire ou à suspendre les communications à caractère promotionnel en relation avec l'offre, chaque fois qu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation des dispositions de la loi;
- (f) à interdire une offre, si elle constate, ou a des motifs raisonnables de soupçonner, qu'il y a eu violation des dispositions de la loi;
- (g) à rendre public le fait que l'offrant ne se conforme pas aux obligations qui lui incombent;
- (h) d'enjoindre à l'offrant de cesser toute pratique contraire à la présente loi.

**Art. 18.– Sanctions**

(1) Les infractions à la présente loi peuvent être frappées par la Commission d'une amende d'ordre de 125 à 12.500 euros.

(2) Sont punis d'un emprisonnement de 8 jours à cinq ans et d'une amende de 250 à 125.000 euros ou d'une de ces peines seulement:

- 1° ceux qui omettent d'aviser au préalable la Commission d'une offre en exécution de l'article 6 (1) de la présente loi,
- 2° ceux qui refusent de donner à la Commission les renseignements qu'ils sont tenus de lui fournir en vertu de l'article 6 (2), 3e alinéa de la présente loi ou qui donnent sciemment des renseignements inexacts ou incomplets,
- 3° ceux qui omettent de transmettre le document d'offre aux représentants du personnel, ou lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même en application de l'article 6 (2), 5e alinéa de la présente loi.

**Art. 19.– Voies de recours**

Un recours en annulation est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.

**Art. 20.– Dispositions transitoires**

La présente loi s'applique à toutes les offres pour lesquelles le document d'offre a été publié avant la date d'entrée en vigueur de la présente loi sans que les étapes déjà valablement accomplies ne doivent être répétées. En particulier, le document d'offre déjà publié ne doit pas être refait pour autant qu'il respecte les prescriptions de la présente loi quant à son contenu minimum.

**Art. 21.– Entrée en vigueur**

La présente loi entre en vigueur le jour de sa publication au Mémorial.

\*

**EXPOSE DES MOTIFS**

Le présent projet de loi a pour objet de transposer en droit luxembourgeois la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (OPA). Cette transposition doit être accomplie au plus tard le 20 mai 2006.

En l'absence d'une législation nationale spécifique préexistante qui devrait être modifiée ou abrogée, le texte du projet de loi suit le texte de la directive. Le commentaire des articles ne revient dès lors pas sur les dispositions du projet qui sont identiques au texte de la directive.

Le texte du projet contient des références à des directives communautaires, reprises de la directive à transposer. A certains endroits toutefois, ces références ont dû être remplacées par des références à des directives plus récentes qui sont entre-temps venues remplacer les directives visées, sans que cela ne modifie la substance du texte.

\*

**COMMENTAIRES DES ARTICLES***Article 1*

Cet article reprend exactement le libellé de l'article 1 de la directive. Même si le libellé du texte peut paraître large et dépasser le cadre absolument nécessaire pour une loi nationale qui, à l'évidence, ne peut régir des situations hors de sa compétence territoriale, ce libellé a toute son utilité pour assurer que seront couvertes toutes les situations dans lesquelles un élément au moins d'une OPA touche le Luxembourg.

Les situations essentielles dans lesquelles la loi trouvera pleinement à s'appliquer sont celles d'une OPA soit sur une société de droit luxembourgeois dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre, soit sur une société du droit d'un autre Etat membre dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg.

Il convient de souligner que le projet de loi, comme la directive, ne couvre que des sociétés visées relevant du droit d'un Etat membre, soit de l'Union européenne, soit de l'Espace économique européen. Il ne couvre pas les sociétés visées relevant du droit d'un Etat tiers, même si leurs titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre.

*Article 2*

Cet article de définitions reprend exactement le libellé de l'article 2 de la directive.

*Article 3*

Cet article de principes généraux reprend exactement le libellé du paragraphe 1 de l'article 3 de la directive. Le paragraphe 2 de l'article 3 de la directive n'est pas susceptible d'être transposé tel quel: sa lettre a) est transposée par le fait même de l'adoption du projet de loi et par l'attribution des compétences requises à l'autorité de contrôle; quant à sa lettre b), le Gouvernement a choisi de ne pas aller au-delà des exigences de la directive.

*Article 4*

Cet article correspond à l'article 4 de la directive.

Au paragraphe (1), comme l'exige la directive, le projet de loi désigne la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) comme autorité nationale compétente pour le contrôle d'une OPA. Cette désignation est d'autant plus naturelle que la CSSF est par ailleurs compétente pour la surveillance des marchés d'actifs financiers et des prospectus de titres.

Le paragraphe (2), qui reprend exactement le même paragraphe de la directive, régit la détermination de l'autorité nationale compétente. Il importe de souligner que l'hypothèse visée à la lettre a) prime les autres, de sorte que c'est toujours l'autorité nationale du siège social de la société visée qui est compétente lorsque les titres de la société sont admis à la négociation sur un marché réglementé de ce même Etat. Les hypothèses visées aux lettres b) et c) dans lesquelles les titres de la société visée ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Etat du siège social, ne viennent à s'appliquer que de façon subsidiaire.

Etant donné que la loi organique de la CSSF régit le secret professionnel de cette dernière, la sécurité juridique recommande de transposer le paragraphe 3 par une référence à cette loi.

Le Gouvernement a choisi de ne pas faire usage de la faculté offerte au paragraphe 5, sous le point i), permettant d'introduire des dérogations afin de tenir compte de circonstances déterminées au niveau national. Il estime préférable de retenir la faculté offerte au point ii) du paragraphe 5, autorisant la CSSF à déroger aux règles de la loi de façon motivée dans des circonstances particulières.

Le paragraphe 6 de la directive n'est pas susceptible d'être transposé tel quel. Il est toutefois utile de préciser, comme le fait la législation sur le contrôle des prospectus de titres, les pouvoirs d'intervention et de sanction de l'autorité de contrôle. Ces précisions sont données à l'article 17 ci-dessous.

#### *Article 5*

Cet article correspond à l'article 5 de la directive.

Au paragraphe (3), comme l'exige la directive, le projet de loi fixe le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1). Le Gouvernement a choisi de retenir comme limite un tiers de l'ensemble des titres conférant un droit de vote. Cette limite correspond à l'un des paliers retenus dans la réglementation régissant la transparence des opérations sur titres; elle se situe par ailleurs au niveau le plus communément retenu par la plupart des autres Etats membres. Pour le calcul du pourcentage, il est tenu compte uniquement des titres assortis d'un droit de vote. Sont donc comprises les parts bénéficiaires assorties d'un droit de vote mais sont exclues les actions dites sans droit de vote qui retrouvent le droit de vote dans les circonstances prévues par la loi (article 44 (2) et article 46 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales).

Au paragraphe (4), comme l'exige la directive, le projet de loi détermine la longueur de la période précédant l'OPA qui est à prendre en considération pour le calcul du prix équitable. Comme l'article vise la protection des actionnaires minoritaires, le Gouvernement a choisi de retenir la période la plus longue possible, qui est de douze mois. Le même paragraphe autorise la CSSF à modifier le prix équitable. Il appartiendra à la CSSF de déterminer les circonstances et les critères applicables à cet effet, dans le respect des dispositions de ce paragraphe.

Au paragraphe (5), le projet de loi prévoit les cas dans lesquels une contrepartie en espèces doit obligatoirement être offerte, à titre d'option.

Le paragraphe (6) retient la faculté offerte par la directive de prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres. Il appartiendra à la CSSF de déterminer ces instruments.

#### *Article 6*

Cet article correspond à l'article 6 de la directive.

Le projet de loi fait usage de la faculté offerte par la directive d'exiger d'abord que l'autorité de contrôle soit informée de la décision de faire une OPA avant que cette décision soit rendue publique, ensuite que le document d'offre soit soumis à l'approbation préalable de l'autorité de contrôle. Il précise les modalités de cette approbation en reprenant les dispositions afférentes de la législation en matière de contrôle des prospectus de titres.

#### *Article 7*

Cet article correspond à l'article 7 de la directive.

Il reprend au paragraphe (1) la faculté offerte par la directive de prolonger la période d'acceptation d'une offre.

De même, il reprend au paragraphe (2) la possibilité de prévoir des règles modifiant cette période et le droit de l'autorité de contrôle d'y déroger. Il appartiendra à un règlement grand-ducal de déterminer les modalités d'application de ce paragraphe. La Commission pourra en tout état de cause accorder une dérogation afin de permettre la convocation d'une assemblée générale d'actionnaires pour examiner l'offre. Ceci peut s'avérer particulièrement utile dans le cas des sociétés qui se sont soumises volontairement au régime de l'article 10 en application de l'option offerte à l'article 9.

#### *Article 8*

Cet article correspond à l'article 8 de la directive.

Il appartiendra à la CSSF de déterminer les modalités de publication visées au paragraphe (2).

#### *Article 9*

Cet article correspond à l'article 12 de la directive qui permet aux Etats membres de ne pas imposer aux sociétés visées les dispositions de l'article 9 (2) et (3) et de l'article 11 de la directive.

Le 2e alinéa permet néanmoins aux sociétés qui le veulent de se soumettre volontairement au régime de ces articles qui ont été repris aux articles 10 et 12 dans le projet de loi.

Un tel choix peut se justifier dans le cas de sociétés qui envisagent d'exercer une OPA à l'encontre d'une autre société soumise à ces dispositions. Dans ce cas, le fait d'exercer cette option évitera que pour la société cible ces dispositions soient neutralisées si elles relèvent de la législation d'Etats membres qui ont fait usage de l'option offerte au paragraphe 3 de l'article 12 de la directive.

#### *Article 10*

Cet article correspond à l'article 9 de la directive. Les paragraphes (2) et (3) ne s'appliquent que dans les cas où une entreprise a fait le choix de s'y soumettre en application de l'article 9 du projet de loi.

Au second alinéa du paragraphe (2), il a été retenu que l'autorisation de l'assemblée sera requise pour toute action susceptible de faire usage des facultés offertes dans l'intérêt des organes de la société visée. Il appartiendra à la CSSF de mettre ces facultés en oeuvre.

#### *Article 11*

Cet article reprend le libellé de l'article 10 de la directive en insérant les renvois aux dispositions de droit national correspondant aux directives citées.

#### *Article 12*

Cet article reprend exactement le libellé de l'article 11 de la directive. Il ne s'applique également que dans le cas où une entreprise a fait le choix de s'y soumettre en application de l'article 9 du projet de loi.

Le paragraphe (5) confère compétence à la CSSF pour déterminer les conditions et modalités de l'indemnisation qui y est visée.

#### *Article 13*

La directive est extrêmement sommaire sur les „autres“ règles régissant les offres; elle se contente d'énumérer cinq points qui toutefois doivent être couverts par la législation nationale. Dès lors, le projet de loi a été complété par des dispositions plus explicites qui reprennent des principes généralement reconnus dans la plupart des législations européennes. Le texte du projet de loi s'inspire notamment des législations belge et allemande en la matière.

#### *Article 14*

Cet article reprend exactement le libellé de l'article 14 de la directive.

#### *Article 15*

Cet article correspond à l'article 15 de la directive.

Au paragraphe (2) qui présente deux degrés d'option, le Gouvernement a choisi de prévoir le retrait obligatoire – et partant le rachat obligatoire prévu à l'article 16 – dans l'hypothèse (visée à la lettre a)) où l'offrant détient effectivement des titres représentant au moins un certain pourcentage du capital assorti de droits de vote et des droits de vote de la société visée. Quant à ce pourcentage, le Gouvernement a choisi de le fixer à la limite supérieure de 95%. Cette approche paraît la plus respectueuse du droit de propriété et de la liberté contractuelle ainsi que d'une culture boursière qui veut qu'un maximum de titres puisse être librement négociable.

Par ailleurs, il a été jugé utile et conforme à l'esprit de la directive de prévoir également un droit de retrait (et un droit de rachat obligatoire) qui vise les actions sans droit de vote et les parts bénéficiaires démunies du droit de vote si l'offrant vient à détenir en outre 95% du capital de la société.

De même, au paragraphe (3), le projet de loi retient l'approche qui consiste en ce que le retrait obligatoire – et partant le rachat obligatoire prévu à l'article 16 – se fait par catégorie de titres.

Au paragraphe (5), tout comme au paragraphe (5) de l'article 5, le projet de loi retient la faculté offerte par la directive qui consiste à exiger dans tous les cas qu'une contrepartie en espèces soit offerte, au moins à titre d'option.

#### *Article 16*

Cet article correspond à l'article 16 de la directive. Il est le pendant obligé de l'article 15.

#### *Articles 17 et 18*

Comme déjà indiqué à propos du paragraphe 6 de l'article 4 de la directive, il est utile de préciser, comme le fait la législation sur le contrôle des prospectus de titres, les pouvoirs d'intervention et de sanction de l'autorité de contrôle. Ces précisions sont données à l'article 17.

Conformément à l'article 17 de la directive, les Etats membres déterminent les sanctions applicables aux violations des dispositions nationales prises en application de la directive et prennent toute mesure nécessaire pour assurer la mise en oeuvre de celles-ci. Les sanctions ainsi prévues doivent être effectives, proportionnées et dissuasives. Les sanctions tant administratives que pénales prévues dans les articles sous revue correspondent à ce qui est d'usage dans les textes régissant le secteur financier.

#### *Article 19*

L'article 19 prévoit expressément qu'un recours en annulation est ouvert devant le tribunal administratif à l'encontre des décisions prises dans le contexte de la loi.

Pour le surplus, la procédure de droit commun en matière de recours administratif (procédure, effet suspensif, etc. ...) est applicable.

#### *Article 20*

Il ne peut être exclu qu'une ou plusieurs OPA soient en cours au moment de l'entrée en vigueur de la présente loi. Il est dès lors indispensable de préciser que la nouvelle loi s'appliquera à une telle OPA à partir de ce moment, sans que les étapes déjà valablement accomplies ne doivent être répétées. Ainsi, en particulier, le document d'offre déjà publié ne devrait plus être refait, pour autant qu'il respecte les prescriptions de la nouvelle loi quant à son contenu minimum.

\*

**TABLEAU DE TRANSPOSITION**  
**de la directive 2004/25/CE du Parlement européen**  
**et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres**  
**publiques d'acquisition**

<i>Directive</i>	<i>Avant-projet de loi</i>
Article premier	Art. 1er
Article 2	Art. 2
Article 3	Art. 3
Article 4 (1) à (5)	Art. 4
Article 4 (6)	Art. 19
Article 5	Art. 5
Article 6 (1) à (3) et (5)	Art. 6
Article 6 (4)	Transposition non requise
Article 7	Art. 7
Article 8	Art. 8
Article 9	Art. 10
Article 10	Art. 11
Article 12	Art. 9
Article 13	Art. 13
Article 14	Art. 14
Article 15	Art. 15
Article 16	Art. 16
Article 17	Art. 18
Articles 19-23	Transposition non requise

5540/02

N° 5540<sup>2</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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**

\* \* \*

**SOMMAIRE:**

	<i>page</i>
1) Avis commun de la Chambre de Commerce et de la Chambre des Métiers (28.2.2006).....	1
2) Avis de la Chambre des Employés Privés (1.3.2006).....	31
3) Avis de la Chambre de Travail (1.3.2006).....	42

\*

**AVIS COMMUN DE LA CHAMBRE DE COMMERCE  
ET DE LA CHAMBRE DES METIERS**

(28.2.2006)

**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 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 manoeuvre 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 „opéables“ 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 manoeuvre 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 contrepoids 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 mis en oeuvre, 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*

	<i>Favorable</i>	<i>Neutre</i>	<i>Négatif</i>
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'après discussions et suite à un rapport d'experts qui a fortement marqué la version finale de la Directive<sup>1</sup>, 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 offres<sup>2</sup>.

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 manoeuvre 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 amé-

<sup>1</sup> Report of the High Level Group of Company Law experts on Issues related to Takeover bids, Brussels, 10 January 2002, ci-après „Rapport Winter“

<sup>2</sup> Article 3.2. b) de la Directive

liorations 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.<sup>3</sup> 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 réponse à l'OPA.<sup>4</sup> 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.

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

La mise en oeuvre 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 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-OPA<sup>5</sup>. 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 oeuvre 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.

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 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.

<sup>5</sup> En ce sens Pierre Servan Schreiber, Armand Grumberg; JCP E 2004 No 44 p.1724 et s.



## 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 délais<sup>6</sup>), 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 en l'absence de franchissement du seuil.

## 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 Directive<sup>7</sup>. 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 marché<sup>8</sup> (1), le traitement équivalent des détenteurs de titres<sup>9</sup> (2) et la désignation d'une autorité de contrôle nationale<sup>10</sup> (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 Directive<sup>11</sup>. Or, la grande majorité des Etats membres européens, en particulier nos pays voisins, disposent de mesures de protection des détenteurs de 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.

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)

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

8 Notamment: considérants (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

### 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 oeuvre 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 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-il 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 coeur 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 française<sup>12</sup>, constituera un garde-fou particulièrement efficace pour le respect de toute la réglementation par tous les acteurs, étant

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

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. 1.2. 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 des 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 les 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 oeuvre. 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'Homme<sup>13</sup> par les plus hautes juridictions de nos pays voisins. En outre, l'existence d'un actionnariat 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.

<sup>13</sup> 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

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 visée<sup>14</sup>.

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 clés 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.

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 1er: Champ d'application*

La Chambre de Commerce et la Chambre des Métiers estiment qu'il convient de rédiger l'article 1er 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 1er 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.“

„(Ibis). 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 attachées des droits de vote ou si elle ne devrait pas plutôt

<sup>14</sup> 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.

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 allemande<sup>15</sup> et belge<sup>16</sup>. 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 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

<sup>15</sup> § 32 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

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

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 de 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 celui 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 allemande<sup>17</sup> que la législation belge<sup>18</sup> exigent ce genre de garantie. Il est ainsi proposé d'ajouter au point e) de l'article 3 le texte suivant:

*„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 allemande<sup>19</sup>, anglaise et espagnole notamment connaissent une telle règle. C'est en ce sens qu'il est suggéré de compléter le point f) par l'ajout suivant:

*„f) (inchangé) ... Sans préjudice de l'article (13...) <sup>20</sup> 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 voisins<sup>21</sup> 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.“*

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

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



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 avec les pouvoirs de l'Autorité des Marchés Financiers en France<sup>22</sup> 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 2ème alinéa du point b), on pourrait se référer aux „titres d'une telle société visée“. Dans le 1er 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 2ème 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) (1er 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.*

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 prévoient 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 dis-

<sup>22</sup> Article 231-3 du Règlement AMF

position 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 (dbis) 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.

„dbis) 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 contrôle<sup>23</sup> 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 allemande<sup>24</sup>, 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 1er, 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:*

- 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

<sup>23</sup> C'est nous qui soulignons

<sup>24</sup> § 37 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz



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'offre<sup>25</sup>.

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 obligatoire<sup>26</sup>.

*\* 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 3ème 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

<sup>25</sup> Verordnung 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

<sup>26</sup> 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 indeed 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“

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 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 allemande<sup>27</sup>, 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 public<sup>28</sup>.

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.

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

27 § 31 (2) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

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

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 inférieure 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 manoeuvre 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 française<sup>29</sup>:

*„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 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.

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

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 1er et l'alinéa 2:

*„La CSSF peut, si elle le juge nécessaire, désigner un expert indépendant aux fins de l'éclaircir 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 serait retenue, 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 national<sup>30</sup>, exempter les 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 Directive<sup>31</sup> qui est le texte original 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.

<sup>30</sup> C'est nous qui soulignons

<sup>31</sup> 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 (...)

*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 points 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.

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 de 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 endéans 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 le non-respect de cette obligation est sanctionné 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 menés 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 précises, 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 mentionnés 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 offres<sup>32</sup>, (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 clés 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.*

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

*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.*

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 oeuvre 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 adaptées.

#### *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 extradier 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 réglementer 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 suspensif<sup>33</sup>, 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 suspensif<sup>34</sup>; 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.“*

<sup>33</sup> C'est nous qui soulignons

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

*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.*

*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 loi<sup>35</sup>: est en effet seulement rétroactive la loi par laquelle le législateur règle une situation juridique donnée en lui donnant un effet pour le passé<sup>36</sup>; en d'autres mots: si la nouvelle loi lèse un droit acquis sous l'ancien régime<sup>37</sup>. 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:

*„Art. 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 convient-il 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:

*„Art. II.– 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 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 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.

\*

## **AVIS DE LA CHAMBRE DES EMPLOYÉS PRIVÉS**

(1.3.2006)

En date du 7 février 2006, Monsieur Luc Frieden, ministre du Trésor et du Budget, a déposé à la Chambre des députés le projet de loi No 5540 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

1. Ce projet de loi a pour objet de transposer la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (OPA) et de créer ainsi un cadre légal au Luxembourg pour réglementer le déroulement des offres publiques d'acquisition.

La transposition de la directive sous rubrique doit être accomplie au plus tard le 20 mai 2006.

**2. La Chambre des employés privés regrette fortement qu'elle n'ait pas été saisie pour avis du projet de loi sous rubrique.**

**En raison de l'impact qu'une offre publique d'acquisition sur des titres d'une société ayant des activités au Luxembourg peut avoir sur ses ressortissants, la CEP•L a, par conséquent, décidé de s'autosaisir du projet de loi sous rubrique.**

\*

### **1. NECESSITE DE SE DONNER LES MOYENS DE LUTTER CONTRE DES OPA HOSTILES**

3. Le présent projet s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un Etat membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres.

**4. Le projet de loi sous rubrique, tout comme la directive transposée, ne différencie évidemment pas entre une OPA amicale et une OPA hostile.**

**Si une OPA amicale ne pose a priori pas de problèmes aux yeux de la Chambre des employés privés, elle se demande toutefois si la directive, voire le projet de loi permet de traiter de manière appropriée, et dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, les OPA hostiles.**

#### **Les entreprises européennes: une proie facile?**

**5. La Chambre des employés privés s'interroge notamment sur le risque de voir des entreprises non européennes absorber des entreprises européennes. La directive transposée n'a pas pour objectif de protéger les entreprises européennes contre des OPA hostiles.**

*Selon Henry Sterdyniak, économiste à l'OFCE et professeur à l'Université Paris-Dauphine, l'UE est actuellement d'inspiration très libérale et elle se refuse à intervenir en matière d'OPA, d'OPE, sauf si l'entreprise ainsi créée jouit d'un monopole exorbitant. Donc l'Europe n'a pas de politique industrielle et l'Europe n'intervient pas, elle se contente d'empêcher les Etats d'intervenir. L'idéologie de l'Europe est qu'il faut laisser faire les marchés<sup>1</sup>.*

<sup>1</sup> [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr)

Or, la législation de plusieurs des Etats américains, pourtant aussi adeptes du libéralisme économique, permet au conseil d'administration d'une société visée par une OPA de prendre toute une série de mesures défensives.

Toujours selon Sterdyniak, „dans tous les pays, les gouvernements se réservent le droit d'intervenir lorsqu'une OPA leur semble mettre en péril des secteurs stratégiques. [...] aux Etats-Unis, le gouvernement peut empêcher une prise de contrôle dans un secteur stratégique. Donc dans la plupart des pays, la notion de secteur stratégique existe. C'est pourquoi la France a souhaité, à la fin 2005, établir une liste de ses secteurs stratégiques et sous l'influence de la Commission de Bruxelles, cette liste est très courte. Plus courte qu'aux Etats-Unis dans la mesure où elle est limitative, alors que le département du commerce aux Etats-Unis peut se saisir d'un dossier et interdire toute OPA au nom des intérêts nationaux américains“.

Etant donné que la directive ne vise a priori pas à protéger les entreprises européennes des OPA hostiles, il est légitime de se demander si elle ne comporte pas un grand risque de fragilisation des entreprises européennes vis-à-vis des pays tiers, notamment des Etats-Unis. Ceci est très préoccupant, d'autant plus si l'on connaît la puissance financière des fonds d'investissement américains.

Il est irresponsable de désarmer les entreprises européennes face aux OPA lancées par des „raiders“ dont l'unique souci consiste dans la réalisation d'une plus-value à court terme.

Pour qu'une OPA soit acceptable, aux yeux de la CEP•L, il faut qu'elle se situe dans le cadre d'une politique industrielle visant la compétitivité de l'économie européenne à long terme et non pas le bénéfice à court terme par tous les moyens.

#### Les mesures de défense ne nuisent pas à la performance d'une entreprise

6. Selon la Chambre de commerce et de l'industrie de Paris<sup>2</sup>, „il est d'ailleurs intéressant de noter que les débats économiques portant sur la raison d'être des mécanismes de défense anti-OPA ne permettent pas de condamner ceux-ci a priori: les études empiriques montrent en effet que les entreprises dotées d'armes anti-OPA ne réalisent pas des résultats économiques et financiers différents de celles qui en sont dépourvues“.

7. Par ailleurs, de nombreuses études économétriques se seraient efforcées de confirmer empiriquement la pertinence de la doctrine du rôle disciplinaire des OPA<sup>3</sup>. Si cette doctrine est exacte, en effet, une mauvaise gestion par les dirigeants des entreprises devrait se traduire par une appropriation privée de certains bénéfices, le rendement du capital et la performance des actions devrait alors se réduire, et les entreprises deviendraient alors les cibles d'OPA, et spécialement d'OPA hostiles.

Les études réalisées auraient pour la plupart consisté à estimer le rendement du capital des entreprises ayant fait l'objet d'un rachat.

Toujours selon la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, „A. Agrawal et J. Jaffe ont réalisé une revue extensive de ces travaux économétriques, qui analysent presque toutes des données tirées de l'expérience américaine. Sur les 12 études passées en revue, seules 2 observent, de manière

2 Chambre de commerce et de l'industrie de Paris, *Les OPA communautaires*, 2002.

3 La doctrine selon laquelle les OPA constituent un marché permettant de „discipliner“ les dirigeants des entreprises est née aux Etats-Unis à la fin des années soixante. Dans son célèbre manuel d'économie, Samuelson écrivait ainsi que „les OPA, comme la faillite, constituent l'une des méthodes tirées de la Nature permettant d'éliminer le bois mort dans la lutte pour la survie. Une entreprise plus dynamique et plus efficace peut en résulter“.

En amont de cette doctrine se trouvent les réflexions exposées dès les années trente par Berle et Means, qui insistaient sur la séparation de la propriété et du pouvoir dans les grandes entreprises: les actionnaires confient la gestion des affaires de l'entreprise à des dirigeants professionnels, lesquels n'ont pas nécessairement des objectifs convergents en tout point avec ceux de leurs mandants. Les dirigeants peuvent par exemple profiter de leur position pour rémunérer des personnes qui leur sont proches au-delà de ce qu'aurait impliqué leurs compétences, ou s'engager dans des investissements leur permettant d'accroître leur position sociale et ne visant pas à maximiser la richesse des actionnaires.

Pour ces entreprises contrôlées pas des dirigeants et dont l'actionnariat est dispersé, le „marché du contrôle des entreprises“ constituerait alors un moyen de discipliner les managers en laissant planer sur leur pouvoir la menace d'une sanction du marché. Le marché des OPA remplirait ainsi une fonction de protection des actionnaires vis-à-vis du pouvoir des instances dirigeantes.

Source: Chambre de commerce et d'industrie de Paris

*statistiquement significative, que les entreprises cibles présentent des sous-performances. Les résultats des autres études ne sont pas statistiquement significatifs, et certaines obtiennent d'ailleurs des résultats contraires à celle de la théorie, montrant que les entreprises ayant fait l'objet d'un rachat avaient des résultats supérieurs à ceux des autres entreprises. Ces résultats ne sont pas surprenants lorsqu'ils considèrent l'ensemble des entreprises cibles, puisqu'un rachat d'entreprise peut naturellement avoir d'autres motifs que de contrer une direction peu efficace. Mais les résultats des études spécifiquement centrées sur les OPA et sur les OPA hostiles ne donnent pas de résultats plus significatifs. Les auteurs en concluent que „les témoignages empiriques supportant l'hypothèse d'instances dirigeantes inefficaces [en cas d'OPA] sont assez faibles“.*

**L'actionnaire est-il le mieux placé pour apprécier le bien-fondé d'une OPA ?**

**8. La Chambre des employés privés est consciente du fait qu'il est indéniable que les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise. On peut toutefois légitimement se demander s'ils sont toujours les mieux placés pour apprécier le bien-fondé d'une OPA (cf. également infra, points 12 et 13).**

Il n'est pas évident que les arbitrages des actionnaires sont nécessairement plus judicieux que les choix des dirigeants opérationnels responsables de la gestion courante des entreprises.

S'il appartient certes à l'actionnaire d'apporter ou non ses titres à l'OPA, il faut se poser la question de savoir si, dans l'intérêt global de l'entreprise et de toutes les parties prenantes, l'actionnaire est le mieux placé pour décider à chaud du lancement de mécanismes de défense.

Selon la Chambre de commerce et d'industrie de Paris, *„il ne faut pas oublier que la notion d'actionnariat est plurielle: elle englobe aussi bien des actionnaires stables (actionnariat familial, investisseurs à long terme ...) que des investisseurs occasionnels, dont certains achètent et vendent des titres sur le marché boursier plusieurs fois par jour (fonds d'arbitrage ...) et sont dépourvus de tout affectio societatis<sup>4</sup> à l'égard de l'entreprise dans laquelle ils ont placé leur argent. Il est loin d'être certain que ces actionnaires, dont la vision est parfois à courte vue, soient les meilleurs juges du destin d'une entreprise“.*

\*

**9. Pour les raisons développées ci-dessus, la Chambre des employés privés estime qu'il aurait été préférable que la directive transposée soit plus restrictive.**

Elle invite donc le Gouvernement luxembourgeois à prendre toutes les mesures possibles conformément à la directive, afin de permettre aux entreprises luxembourgeoises de se défendre contre des OPA hostiles.

\*

## **2. PRINCIPES GENERAUX DU PROJET**

9. Le projet de loi prévoit six principes généraux qui doivent guider le déroulement d'une offre publique d'acquisition.

### **Protéger les entreprises contre des OPA successives**

**10. Selon ces principes généraux, la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres; ce délai ne peut en tout cas pas dépasser six mois à partir du moment de l'annonce par l'offrant de son intention de faire une offre.**

La Chambre des employés privés approuve la volonté du Gouvernement de limiter la période pendant laquelle la société visée est dérangée dans ses activités. Elle estime toutefois qu'il serait nécessaire d'interdire à l'offrant et aux personnes agissant de concert avec lui de poser une nou-

<sup>4</sup> La volonté de s'associer („affectio societatis“) se définit comme l'intention qui doit animer les associés de collaborer sur un pied d'égalité. Il s'agit d'une condition de fonds du contrat de société.

velle OPA durant un délai minimal à préciser (une année par exemple) si la première OPA a échoué.

### Considérer la société dans son ensemble

11. Parmi les principes généraux guidant le déroulement d'une OPA, l'on retrouve également le principe suivant: la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre.

Cette formulation laisse entendre que par „intérêt de la société dans son ensemble“, l'on comprend essentiellement l'intérêt des détenteurs de titres.

S'il est clair que les actionnaires sont les propriétaires de la société, la financiarisation de plus en plus poussée de nos économies a engendré des effets pervers. La myopie des actionnaires qui recherchent surtout les profits rapides peut avoir à long terme des effets dévastateurs pour une entreprise, voire une économie entière.

La directive transposée vise à renforcer encore le pouvoir des actionnaires. S'il est en effet souhaitable de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, le fait de donner aux actionnaires tout pouvoir de décision pour réagir à des OPA hostiles apparaît aux yeux de la CEP•L quelque peu dangereux.

Il est indispensable, aux yeux de la CEP•L, de ne pas uniquement considérer la volonté des actionnaires („shareholders“), mais de prendre une optique plus large qui est celle de toutes les parties prenantes („stakeholders“), notamment des salariés.

Les salariés, qui risquent d'être les premières victimes d'une OPA suivie, le cas échéant, de mesures de restructuration, doivent obligatoirement être impliqués dans la procédure d'une OPA, ceci au moment le plus tôt possible (cf. infra).

Selon Henry Sterdyniak, „*en ce qui concerne les grands groupes comme Arcelor, comme Pechiney jadis, ce sont des groupes qui emploient beaucoup de travailleurs en France, qui produisent des produits de base et s'ils passent sous le contrôle étranger, il y a un risque de perte de l'emploi, il y a un risque de perdre de notre capacité à suivre l'évolution technologique, et donc, finalement, il peut y avoir des conséquences néfastes pour l'économie nationale. Le principe des OPA, c'est que finalement ce sont les actionnaires qui tranchent, en considérant seulement leurs intérêts de court terme, qui peuvent être tout à fait différents de l'intérêt de la France*“<sup>5</sup>.

### Le pouvoir financier appartient aux investisseurs institutionnels

12. Par ailleurs, il ne faut pas être dupe. Ce n'est pas le petit actionnaire qui a son mot à dire dans ces grandes manoeuvres financières.

Selon Jean Peyrelevade, „*l'agréable confusion des concepts de la démocratie politique, de ses mécanismes de délégation et de contrôle populaire avec ceux de la banale propriété de valeurs mobilières, cette confusion vise à convaincre les petits actionnaires qu'ils détiennent, par leurs votes majoritairement rassemblés, le pouvoir de décision dans les entreprises. L'image fonde en légitimité des moeurs souvent moins nobles: comment traiter de vulgaire l'application de processus inspirés par la philosophie politique la plus pure? Le mode de représentation adopté, telle une peinture avantageuse, flatte le sujet: la société anonyme, moyen d'expression de la souveraineté du peuple ...*

*Comparaison n'est pas raison: rapprocher le fonctionnement des sociétés par actions du modèle de la démocratie représentative relève du détournement intellectuel. Tous les praticiens le savent, le petit actionnaire isolé n'a jamais eu aucun pouvoir. Il détient en effet un papier qui n'est pas source de pouvoir mais d'argent. Le droit de vote ne l'intéresse pas comme instrument de souveraineté mais parce qu'il est monnayable. L'actionnaire mécontent renonce à faire entendre une voix sans portée mais vend et change de support en même temps que d'espérance. Il vote, dit-on, avec ses pieds. Dividendes et plus-values sont, de la pseudo-démocratie à laquelle on le convie, les seules valeurs accessibles. Passager clandestin d'un navire dont la conduite lui échappe, le reste le dépasse ou l'indiffère.*

<sup>5</sup> www.monde.fr

*Ceci est particulièrement vrai dans les formes intermédiées du capitalisme financier. Le pouvoir, on l'a vu, est alors aux mains non des épargnants de base mais dans celles de l'establishment bancaire et industriel. [...] Le management, les grands actionnaires s'intéressent alors à la répartition du capital dont dépend la stabilité de leur existence ou leur présence au conseil. Tous les moyens sont bons pour vider de son peu de sens le modèle démocratique, contrôler le pouvoir, l'enfermer dans un cercle restreint afin de se prémunir contre des événements imprévus. Avec l'appui des grands actionnaires et l'apport des pouvoirs en blanc, tout président de société digne de ce nom sait de quelle majorité il dispose avant même d'entrer dans la salle où se tient l'assemblée générale.*

*L'actionnaire de base, n'en déplaie aux principes, n'est donc pas là pour gouverner, fût-ce par délégation. Seuls les actionnaires puissants, disposant de capitaux importants affectés et gérés par leurs soins, ont la faculté de se faire entendre des directions de sociétés, voire de leur tenir tête. Les petits forment une piétaille que l'on met volontiers en avant mais qui masque la force décisive d'investisseurs aux plus larges épaules: le capitalisme populaire est la plupart du temps une illusion<sup>6</sup>.*

13. Pour Patrick Artus et Marie-Paule Virard<sup>7</sup> aussi, „la légende du petit actionnaire, héros de la démocratie économique, inventée par l'honorable G. Keith Funston, président de la Bourse de New York dans les années 1950, ne sera bientôt plus en effet qu'un lointain souvenir. L'intermédiation croissante de la gestion de l'épargne a profondément marqué l'évolution des vingt dernières années sur les marchés financiers: on est passé progressivement d'une détention individuelle des actifs financiers (actions, obligations) à une détention „intermédiée“ par des gérants professionnels (fonds d'investissement, fonds de pension, sociétés d'assurance ...). La force des gestions collectives est venue progressivement se substituer à l'émission antérieure des porteurs individuels de valeurs mobilières. Comme toujours en matière de marchés financiers, les Etats-Unis sont à la pointe de cette (r)évolution: de l'autre côté de l'Atlantique, on ne saura bientôt plus ce que l'expression „petit porteur“ veut dire; 40% de l'actif financier des ménages américains sont déjà investis en fonds de pension, fonds mutuels, assurance-vie, soit deux fois plus qu'en 1980.

*Or, le comportement d'un gérant professionnel n'a rien à voir avec celui d'un individu qui gère lui-même son patrimoine. La personne individuelle dispose d'une somme donnée à investir. Elle va la répartir entre différents types d'actifs (actions, obligations, immobilier, liquidités ...) en fonction des caractéristiques de rendement anticipé, de son appréciation des risques des différents actifs par rapport à sa plus ou moins grande aversion au risque. Les individus étant de ce point de vue divers, ils investissent dans des portefeuilles différents les uns des autres. Cette hétérogénéité des choix d'investissement est fondamentalement stabilisante: à certaines époques, certains épargnants sont acheteurs d'une classe d'actifs particulière quand d'autres en sont vendeurs, ce qui limite les variations des prix d'équilibre de ces actifs.*

*Le gérant professionnel, au contraire, n'a pas pour objectif la gestion optimale d'un patrimoine donné, mais la maximisation de sa part de marché dans la gestion globale de l'épargne (ou d'un segment d'épargne: assurance-vie, fonds d'investissement en actions, épargne retraite ...). Ce qui n'a rien à voir. Et le conduit à des comportements d'investissement tout à fait différents, fondés en particulier sur la comparaison permanente des performances: pour reprendre le jargon des professionnels, on se „benchmark“ (le benchmark est un indice de référence que l'on utilise pour juger de la performance d'un titre ou d'un portefeuille) en temps réel. C'est la priorité absolue. Celle qui transcende tous les autres objectifs.*

*Cette bagarre pour la part de marché a un impact décisif sur le fonctionnement du système: elle pousse les gérants à pénaliser fortement tout rendement inférieur à la moyenne de ceux obtenus par les autres gérants.*

[...]

*Il s'agit bien d'une sorte de processus d'autodestruction du capitalisme: le comportement des gérants institutionnels (que nous avons appelé mimétisme rationnel) provoque une très forte variabilité des marchés financiers qui peut décourager la détention d'actifs, déstabiliser les économies des pays (s'il s'agit des marchés des changes, par exemple), ruiner périodiquement les épargnants*

6 Jean Peyrelevalde, *Le capitalisme total*, Ed. Seuil, 2005.

7 Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, Ed. La Découverte, 2005.



*après les avoir enrichis en apparence. La préférence forte pour le présent, due à une multiplicité de causes (attitude des régulateurs, règles comptables, pratiques de l'analyse financière ...) conduit à exiger des rentabilités à court terme très élevées des fonds propres, même si le prix à payer est l'apparition de risques considérables à long terme, l'abandon de projets d'investissement ou de recherche à horizon long, des biais économiques multiples (déformation du partage du revenu, recherche de rentes). Tout cela ne peut que déboucher inexorablement sur une économie de croissance faible (insuffisance de la demande et de l'offre si les investissements à horizon long ne sont pas réalisés, si les salaires sont inutilement comprimés), sur des faillites (si les risques „catastrophiques“ cachés se réalisent) et, in fine, sur un rejet du capitalisme par les opinions (si la déformation du partage des revenus ne conduit qu'à la distribution de cash aux actionnaires)“.*

### **Prendre en compte l'intérêt social d'une entreprise**

14. Selon la directive transposée, les Etats membres peuvent prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont prévues par elle pour régler les offres. Le commentaire des articles du projet indique que le Gouvernement luxembourgeois a choisi de ne pas aller au-delà des exigences de la directive.

*La CEP•L regrette que le Gouvernement ait choisi de ne pas aller au-delà des exigences de la directive.*

*La Chambre de commerce et d'industrie de Paris cite par exemple la notion d'intérêt social d'une entreprise qui est totalement ignorée du texte proposé. Cette notion considère l'effet éventuellement déstabilisateur d'une OPA sur l'entreprise visée et la nécessité d'une capacité des dirigeants de contrer une OPA portant atteinte à l'intérêt social de l'entreprise.*

*La Chambre des employés privés estime qu'il serait indispensable d'insérer la notion de l'intérêt social d'une entreprise ou une notion similaire dans les principes généraux à respecter dans le cadre d'une OPA. Il faut assurer qu'en principe, les engagements que la société visée a pris envers ses salariés doivent être respectés après une OPA réussie.*

*Les salariés ne doivent pas constituer des simples pions dans ce jeu financier et il importe donc de garantir qu'ils soient consultés dès le lancement d'une OPA (cf. infra points 24-32).*

\*

### **3. OFFRE OBLIGATOIRE POUR PROTEGER LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES**

15. Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition, des titres d'une société qui lui confèrent directement ou indirectement un tiers des droits de vote dans 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.

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 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 également, 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 douze mois avant l'offre 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.

Selon la directive, les Etats membres peuvent prévoir qu'une contrepartie en espèces doit être offerte dans tous les cas, au moins à titre d'option.

16. La CSSF peut admettre d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres, dans la mesure où ces instruments ne gênent pas le déroulement normal de l'offre.

Selon la directive, les Etats membres peuvent prévoir de tels instruments.

**La CEP•L constate que le Gouvernement n'entend pas aller au-delà des instruments prévus par la directive, à moins que la CSSF n'en décide autrement.**



17. La Chambre des employés privés est d'avis qu'afin de protéger les entreprises luxembourgeoises contre des OPA hostiles et de protéger également leurs actionnaires, il importe d'éviter que les actionnaires ne reçoivent une contrepartie dont la liquidité<sup>8</sup> est insuffisante et donc la valeur incertaine.

De manière générale, l'on peut dire que, plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions. En effet, une vente ou un achat forcé sur un marché peu liquide a de grandes chances de se réaliser à un prix défavorable.

On pourrait dès lors obliger l'offrant à offrir aux actionnaires la possibilité d'obtenir un paiement en espèce dès lors que ses propres titres n'atteignent pas un degré de liquidité suffisant (diffusion d'au moins 25% des titres dans le public), sauf dérogations.

Il faudrait également interdire à l'offrant de se servir de payer avec ses propres titres lorsque les titres de l'offrant, disponibles sur le marché, au cours d'une période de référence, valent moins que la moitié de la capitalisation totale de la cible.

18. Par ailleurs, la contrepartie en espèces obligatoire ne devrait pas uniquement jouer en cas d'offre obligatoire, mais également en cas d'offre volontaire.

La condition d'offrir un prix équitable devrait également valoir pour toutes les OPA.

Finalement, dans l'optique de la protection des actionnaires, il importe également d'obliger l'offrant à fournir une garantie qu'il disposera des fonds et des titres nécessaires pour honorer son offre.

19. Afin de protéger la majorité des actionnaires contre un changement de contrôle non souhaité, la Chambre des employés privés demande les modifications suivantes:

- obliger l'offrant à déposer une offre pour 100% des titres;
- poser le principe que l'offre échoue si elle ne permet pas à l'offrant d'acquérir le contrôle majoritaire;
- obliger l'offrant à rouvrir son offre aux mêmes conditions, s'il a obtenu le contrôle;
- conclure à l'échec de l'offre si la majorité des actionnaires l'a rejetée.

\*

#### 4. MESURES ANTI-OPA

20. Selon la directive transposée, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée.

Le projet de loi prévoit que les sociétés dont le siège se trouve sur le territoire du Luxembourg ne sont pas soumises à cette obligation mais ont le choix réversible de s'y soumettre, ce qui est conforme à la directive transposée.

8 La liquidité d'un marché peut être définie comme la propriété d'un marché qui tient compte à la fois de la vitesse à laquelle les prix du marché reflètent les informations disponibles sur celui-ci et de sa capacité à absorber les ordres de grande taille sans causer de décalage de prix significatif.

La liquidité d'un actif permet de l'acquérir ou de s'en séparer à tout moment. Celui qui investit dans un titre coté veut pouvoir s'en séparer facilement le cas échéant, par exemple pour se reporter sur un autre type d'investissement ou pour utiliser son épargne à des fins de consommation ou d'investissement personnel. La Bourse assure la liquidité des titres de sociétés cotées et des obligations.

La liquidité relative est le nombre d'actions échangées dans l'année sur le nombre d'actions composant le capital de la société. Ce ratio exprime la liquidité relative des échanges sur le marché. Si le capital de la société compte 1 million d'actions et les échanges de titres atteignent 400.000 actions dans l'année, le ratio est de 40%. Comparé à celui d'une autre action, il indiquera la liquidité relative du titre.

Didier Vitrac et Emmanuelle Prot, *L'abécédaire de la Bourse*, Ed. City & York.

21. La directive prévoit également des dispositions concernant la neutralisation des restrictions. Au Luxembourg, elles s'appliquent uniquement lorsqu'une société a décidé expressément de s'y soumettre.

Il s'agit des dispositions suivantes:

- toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre.

Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre;

- les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense.

Les restrictions au droit de vote prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense.

Les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix à l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense;

- lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient au moins 75% du capital assorti de droits de vote, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote visées ci-avant, ainsi que les droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres de l'organe d'administration ou de direction prévus dans les statuts de la société visée, ne s'appliquent pas; les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction.

**22. La Chambre des employés privés salue le fait que le Gouvernement n'impose pas aux entreprises luxembourgeoises les dispositions de la directive qui rendent une société facilement opérable.**

Les mesures de défense contre des OPA hostiles sont bénéfiques aux yeux de la CEP•L puisqu'elles permettent aux dirigeants d'entreprises de se concentrer sur l'exploitation de la société et de la gérer dans une perspective de long terme en ne pas sacrifiant, le cas échéant, des investissements à long terme afin de maximiser le bénéfice à court terme.

De plus, les mesures de défense augmentent le pouvoir de négociation de la société visée face à une OPA hostile, ce dont bénéficient en fin de compte également les actionnaires.

*23. Selon Jean Peyrelevalde, „la logique financière [...] pousse à l'excès. Une société à très grosse capitalisation boursière peut acheter à peu près tout ce qu'elle désire sans pour autant le justifier réellement en termes d'économies d'échelle. [...] Des mastodontes peuvent ainsi se révéler moins performants que les entreprises acquises et le monde plus concentré que l'on nous fabrique pour demain ne sera pas nécessairement, de ce seul fait, plus productif.*

*Quel est le moteur de ce mouvement perpétuel? Une fois de plus, le désir d'enrichissement de l'actionnaire. Une entreprise bien vue par la Bourse jouit d'un prix de son action élevé par rapport à sa valeur comptable, ce qui veut dire que les capitaux qu'elle emploie rapportent plus qu'ils ne coûtent. Dès lors, elle absorbera aisément tel concurrent moins bien valorisé par le marché: il lui suffira de convaincre que, ce faisant, elle va „créer de la valeur“ en obtenant grâce à la fusion une nouvelle progression de son cours de Bourse. Comment? Tout simplement en affirmant pouvoir étendre à la société cible les techniques de gestion qui vont conduire, sur un périmètre désormais élargi, au même taux de rentabilité. J'avale les médiocres pour les porter à mon niveau d'excellence. Procédant ainsi, j'alimente mon propre enrichissement menacé d'interruption.*

*Cela serait indiscutable si le prix des actions reflétait à tout instant les valeurs intrinsèques des entreprises. On a vu que tel n'était pas le cas, que les cours pouvaient s'écarter beaucoup et longtemps des données industrielles qui devraient les justifier<sup>9</sup>.*

9 Jean Peyrelevalde, *Le capitalisme total*, Ed. Seuil, 2005.

## 5. LA REPRESENTATION DES SALARIES DANS LE CAS D'UNE OPA

24. Se conformant au texte européen de base, le projet de loi fixe les règles relatives à l'information des travailleurs lors des différentes phases de l'OPA:

- dès qu'une offre publique d'acquisition a été rendue publique, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant informent les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même;
- dès la publication du document d'offre, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant doivent le communiquer aux représentants de leur personnel.

A défaut de représentants du personnel, le document en question est communiqué directement au personnel lui-même.

Le document d'offre contiendra notamment les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée, de la société offrante (le cas échéant) ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi et en particulier les stratégies de l'offrant pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés;

- une fois l'offre publiée, l'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment en ce qui concerne les répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'emploi et les sites d'activité de la société.

Cet avis est immédiatement communiqué aux représentants du personnel de la société, voire au personnel lui-même s'il n'y a pas de représentants du personnel.

Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, alors cet avis est joint et publié avec l'avis de l'organe d'administration ou de direction.

25. Le projet de loi précise que les dispositions qu'elle contient ne portent pas préjudice aux règles relatives à l'information et à la consultation des représentants du personnel de l'offrant et de la société visée ainsi que, le cas échéant, à la cogestion avec ce personnel, régies par les dispositions nationales pertinentes, et notamment celles arrêtées en application des directives 94/45/CE (comité d'entreprise européen), 98/59/CE (licenciements collectifs), 2001/86/CE (société européenne) et 2002/14/CE (information et consultation).

Nos lois nationales en matière de représentation des travailleurs, à savoir

- la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel,
- la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes,
- la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs,

jouent donc pleinement.

26. Afin de procurer une vue d'ensemble de l'implication des représentants des travailleurs lors d'une OPA, la CEP•L se propose de vérifier dans quelle mesure ces trois textes s'appliquent le cas échéant dans une telle situation, et de voir s'ils apportent une plus-value en terme d'implication des travailleurs dans l'optique OPA.

- *en ce qui concerne les délégations du personnel:*

L'article 13 de la loi de 1979 exige que dans les entreprises munies d'un comité mixte, le chef d'entreprise communique les informations relatives à la marche et la vie de l'entreprise mensuellement à la délégation.

Dans les entreprises dépourvues d'un comité mixte, l'information se fait à l'occasion des réunions avec la direction, qui sont au moins au nombre de trois par année.

Les délégations du personnel ayant une mission globale de défense des intérêts des salariés de l'entreprise en ce qui concerne particulièrement les conditions de travail, voire le bien-être au travail,

elles sont moins impliquées dans la vie économique de l'entreprise, contrairement au comité mixte d'entreprise.

**Le présent projet de loi complète ainsi utilement la loi de 1979 en prévoyant la communication du document d'offre OPA, ainsi que de l'avis motivé de l'organe d'administration ou de direction de la société aux représentants du personnel.**

**Reste à savoir si dans les entreprises pourvues aussi bien d'une délégation que d'un comité mixte d'entreprise, ces deux organes doivent recevoir communication de ces documents.**

• *en ce qui concerne le comité mixte d'entreprise:*

La loi de 1974 prévoit en son article 9 que celui-ci est obligatoirement informé et consulté pour toute décision d'ordre économique ou financier pouvant avoir une incidence déterminante sur la structure de l'entreprise ou sur le niveau de l'emploi.

L'information et la consultation porteront obligatoirement sur les répercussions des mesures envisagées sur le volume et la structure des effectifs ainsi que sur les conditions d'emploi et de travail du personnel de l'entreprise; elles porteront en outre sur les mesures sociales notamment de formation et de rééducation professionnelles prises ou envisagées par le chef d'entreprise.

L'information et la consultation prévues au présent article doivent être préalables à la décision envisagée.

**Ainsi lors d'une OPA, le comité mixte d'entreprise devrait en vertu des dispositions de la loi de 1974 être informé et consulté, l'OPA impliquant le cas échéant une décision d'ordre économique ou financier pouvant avoir une incidence déterminante sur l'emploi.**

**Le projet de loi apporte la plus-value de la précision quant aux documents concrets à communiquer au comité mixte, ainsi que la prise en compte de l'avis émis le cas échéant par le comité mixte dans le cadre de sa consultation.**

• *quant au comité d'entreprise européen:*

Dans les sociétés ou groupes de sociétés constituant une entreprise ou un groupe d'entreprise de dimension communautaire au sens de la loi de 2000, dotés à ce titre d'un comité d'entreprise européen, ce dernier est compétent pour l'information et la consultation transfrontière sur les questions économiques et sociales de nature stratégique et transnationale concernant l'entreprise ou le groupe ou au moins deux établissements ou entreprises du groupe situés dans au moins deux Etats membres différents.

L'information et la consultation concernent en tout état de cause toutes les questions transnationales qui affectent considérablement les intérêts des travailleurs.

L'information et la consultation portent notamment sur les changements substantiels dans l'actionariat de l'entreprise ou du groupe, la situation économique, financière et sociale, la situation et l'évolution probable de l'emploi, les transferts de production et les délocalisations.

Les membres du comité d'entreprise européen sont ensuite tenus d'informer les représentants des travailleurs au niveau national, notamment donc les délégations du personnel et les comités mixtes (article 42 de la loi de 2000).

Signalons encore que le comité d'entreprise européen peut associer à ses travaux avec voix consultative, les représentants des travailleurs occupés par l'entreprise ou le groupe dans des Etats non situés sur le territoire européen.

Le comité d'entreprise européen est en principe informé et consulté une fois par an sur base d'un rapport établi par la direction centrale de l'entreprise ou du groupe et lui communiqué dans un délai utile.

Néanmoins lorsque interviennent des circonstances exceptionnelles qui affectent considérablement les intérêts des travailleurs, notamment en cas de délocalisation, fermeture d'entreprise ou d'établissements ou de licenciements collectifs, le comité d'entreprise européen a le droit d'en être informé.

Sur demande du comité une réunion est organisée avec la direction centrale à laquelle peuvent participer le comité restreint du comité d'entreprise européen ainsi que les représentants des travailleurs des entités directement concernés par les changements.

A l'issue de la réunion le comité peut émettre un avis. La direction centrale sera alors tenue de prendre position en temps utile par une réponse motivée.

**27. Prenons maintenant l'exemple d'un groupe d'entreprise de dimension communautaire: une société anonyme X détient des participations et contrôle deux sociétés A et B. Les trois sociétés X, A et B sont établies dans trois Etats membres différents.**

Admettons que les conditions sont données pour qu'un comité d'entreprise européen existe au niveau du groupe et que la société X, établie au Luxembourg et ayant 500 salariés, dispose d'un comité mixte d'entreprise ainsi que d'une délégation du personnel.

Une OPA est lancée sur la société anonyme (SA) X.

La SA X étant la société dominante, les intérêts du groupe seront en jeu. La question de l'OPA sera une question transfrontière pour ce groupe.

Quelle instance de représentants de travailleurs sera informée et consultée, et recevra communication du document d'offre relatif à l'OPA ainsi que le document contenant l'avis de l'organe d'administration ou de direction?

Est-ce uniquement le comité d'entreprise européen, qui lui à son tour continuera les informations au comité mixte, voire à la délégation du personnel des trois entreprises du groupe, y compris X?

Ou bien le comité mixte d'entreprise de la SA X doit-il être informé et consulté et recevoir les documents en question, la SA X étant celle visée par l'OPA?

**28. La CEP•L est d'avis que les dispositions fixées par les lois de 1974, 1979 et 2000 ainsi que par le présent projet de loi doivent jouer de manière cumulative: les modalités d'information, de consultation et de communication prévues par ces quatre textes doivent conduire dans l'exemple décrit ci-dessus à:**

- l'information, la consultation et la communication des documents au comité d'entreprise européen du groupe,
- l'information, la consultation et la communication des documents au comité mixte d'entreprise de la SA X,
- l'information et la communication des documents à la délégation d'entreprise de la SA X.

Aussi bien le comité d'entreprise européen que le comité mixte d'entreprise de X pourront, en vertu des dispositions légales issues de lois de 1979 et 2000, émettre un avis qui sera à publier, le cas échéant, ensemble avec l'avis de l'organe d'administration ou de direction de la SA X en ce qui concerne l'offre publique d'acquisition.

**29. Il doit clairement établir que tous les niveaux de représentants de salariés existants dans l'entreprise ou dans le groupe d'entreprise, soient informés dès publication de l'offre et reçoivent communication du document d'offre.**

Eu égard au fait que les différents textes de lois ne permettent pas de mettre ce système d'implication des représentants des travailleurs clairement en évidence, la CEP•L demande au législateur de prendre les mesures nécessaires et de modifier les dispositions nationales existantes, c'est-à-dire les lois de 1974, 1979 et 2000, de façon à mettre clairement en évidence l'absence de hiérarchie entre les différentes instances de représentants des travailleurs.

**30. En outre, le document d'offre doit aussi être communiqué aux syndicats représentatifs sur le plan national ou sectoriel au sens de la loi de 2004 sur les relations collectives de travail, et représentés dans les structures de représentation de salariés de l'entreprise ou du groupe.**

Ni les lois de 1974, 1979 et 2000, ni le présent projet de loi ne font tomber les syndicats à représentativité nationale ou sectorielle tels que définis par la loi du 30 juin 2004 concernant les relations collectives de travail, sous la définition de la notion de „représentants des travailleurs“.

Il est néanmoins primordial et dans l'intérêt de tous les travailleurs du pays, que les syndicats susmentionnés puissent intervenir encore plus activement sur le terrain et soient plus amplement informés.

Cela permettra de mieux cerner et encadrer, voire même de prévenir des phénomènes comme des licenciements collectifs, qui sur une échelle nationale peuvent avoir des impacts catastrophiques.

La CEP•L demande ainsi au législateur de plus responsabiliser socialement les sociétés qui emploient du personnel, surtout dans les structures qui tombent sous le champ d'application du présent texte, où en fin de compte le „patron“ est souvent plus ou moins anonyme et se résume plus à un pouvoir purement financier qu'à un véritable employeur.

Dans ces structures, les salariés représentent de ce fait un élément d'autant plus essentiel. C'est sur leur capacité de travail et de production que repose la vie ou survie de l'entreprise.

31. Finalement, dans toutes les entreprises où les salariés ne sont pas représentés dans l'organe d'administration ou de direction, la délégation du personnel, le comité mixte d'entreprise, voire le comité d'entreprise européen, doivent être consultés et impliqués par cet organe au cours de l'élaboration de son avis relatif au document d'offre. Cela permettra à l'organe d'administration de tenir compte de l'avis des représentants des travailleurs dans son propre avis.

32. Pour toutes ces raisons, la CEP•L réclame l'amendement du projet de loi et notamment des articles suivants:

- Article 2 (1): un point h.) „représentants des travailleurs“ est à ajouter à la liste des termes définis par le texte:

„h.) „représentants du personnel“:

toutes les instances de représentants de travailleurs issues:

- de la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel,
- de la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes,
- de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs,

existant au niveau de l'entreprise visée et/ou offrante, ou au niveau des entreprises du groupe,

ainsi que les syndicats représentatifs sur le plan national ou sectoriel au sens de la loi de 2004 sur les relations collectives de travail et représentés dans les structures de représentation de salariés de l'entreprise ou du groupe.“

- A l'article 6 (2) deux alinéas sept et huit nouveaux sont à intercaler:

„Les représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont ensuite impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre tel que prévu à l'article 10 (5) du présent texte.

L'organe d'administration ou de direction informe et requiert l'avis des représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes, notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi.“

- Article 10 (5), deuxième phrase, du projet de loi est ensuite également à modifier et deux phrases sont à intercaler:

L'article 10 (5) se lira ainsi de la manière suivante:

„L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3) point i).

L'organe d'administration ou de direction de la société visée communique dans le même temps cet avis aux représentants du personnel de la société ou du groupe de société, et lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même.



*Si l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel ou du personnel lui-même quant au document d'offre et notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.*

\*

## 6. CONCLUSION

33. Les développements d'éminents économistes montrent, aux yeux de la Chambre des employés privés, la nécessité de prévoir des mécanismes de défense contre des OPA hostiles.

La CEP•L approuve donc vivement que le Gouvernement a choisi l'option de ne pas appliquer ni l'article 9, paragraphes 2 et 3, ni l'article 11 de la directive transposée.

Il est toutefois regrettable qu'il n'aille pas au-delà de ce qui est prévu par la directive transposée pour permettre aux entreprises luxembourgeoises d'être mieux protégées contre des OPA hostiles.

Finalement, la Chambre des employés privés tient à réitérer son souci de garantir une implication de tous les salariés concernés, respectivement de leurs représentants, au cours de toute la procédure d'une OPA et de clarifier le projet sous rubrique dans ce sens.

Luxembourg, le 1er mars 2006

*Pour la Chambre des Employés Privés,*

*Le Directeur,*  
Norbert TREMUTH

*Le Président,*  
Jean-Claude REDING

\*

## AVIS DE LA CHAMBRE DE TRAVAIL

(1.3.2006)

En l'absence de saisine pour avis par le Gouvernement et en raison de l'impact qu'une offre publique d'acquisition (OPA) sur des titres d'une société ayant des activités au Luxembourg peut avoir sur ses ressortissants, la Chambre de travail a décidé de s'autosaisir du projet de loi sous rubrique.

Notre chambre se permet de faire les observations suivantes:

\*

### 1. LA NECESSITE D'UNE REGULATION DU CAPITALISME

Depuis un certain nombre d'années, nous assistons à une mutation du capitalisme et à une transformation inquiétante de l'économie de marché. L'accélération de la globalisation, l'expansion au rythme sans précédent due aux nouvelles technologies et le développement de nouveaux produits financiers provoquent des excès qui sont justement liés au dynamisme débridé du capitalisme. Il est vrai que ces excès ne sont pas un phénomène vraiment nouveau. Le capitalisme, au moment de ses dérives, a souvent fait l'objet de règles précises et contraignantes qui n'ont rien à voir avec le „laissez faire“ ultralibéral.

Pour que le système puisse fonctionner dans nos démocraties, il faut une régulation clairement définie et une éthique stricte. On a besoin de freins, de garde-fous pour protéger les salariés, qui sont souvent les perdants de la mauvaise gestion de sociétés, qui, pour garantir aux actionnaires des retours sur investissement irréalisables, prennent des risques inconsidérés.

C'est pourquoi la Chambre de travail se prononce vigoureusement en faveur d'une nouvelle impulsion à donner à l'économie sociale de marché.

Elle voit dans la transposition en droit national de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition un élément de la régulation du capitalisme nécessaire, mais largement pas suffisant. Notre chambre se doit en effet de rappeler que les excès du capitalisme, qui résultent d'une déconnexion entre l'économie réelle et l'économie financière, peuvent également se retrouver dans le jeu des fusions „amicales“ de sociétés. Du point de vue des salariés et du bien commun, ce ne sont pas uniquement les OPA jugées hostiles qui représentent un danger.

\*

## **2. L'INTERET SOCIAL DE L'ENTREPRISE DOIT ETRE UNE CONDITION SINE QUA NON DES PRINCIPES D'UNE OPA**

Parmi les principes généraux guidant le déroulement d'une OPA, l'on retrouve le principe suivant: la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre.

Cette formulation laisse entendre que par „intérêt de la société dans son ensemble“, l'on comprend essentiellement l'intérêt des détenteurs de titres.

S'il est clair que les actionnaires sont les propriétaires de la société, la financiarisation de plus en plus poussée de nos économies a engendré des effets pervers. La myopie des actionnaires qui recherchent surtout les profits rapides peut avoir à long terme des effets dévastateurs pour une entreprise, voire une économie entière.

La directive transposée vise à renforcer encore le pouvoir des actionnaires. S'il est judicieux de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, le fait de donner aux actionnaires tout pouvoir de décision pour réagir à des OPA apparaît aux yeux de notre chambre quelque peu inquiétant.

Notre chambre estime qu'il est indispensable de ne pas seulement prendre en considération la volonté des actionnaires, détenteurs du capital, mais de prendre également en considération les intérêts des salariés.

Notre chambre opine que les salariés, qui risquent d'être les premières victimes d'une OPA suivie, le cas échéant, de mesures de restructuration, doivent obligatoirement être impliqués dans la procédure d'une OPA, ceci le plus tôt possible.

Voilà pourquoi le juge nécessaire d'insérer dans le projet de loi la notion de l'intérêt social d'une entreprise dans les principes à respecter dans le cadre d'une OPA. Cette notion considère l'effet éventuellement déstabilisateur d'une OPA sur l'entreprise visée et la nécessité d'une capacité des dirigeants de contrer une OPA portant atteinte à l'intérêt social de l'entreprise.

Il faut assurer que les engagements que la société a pris envers ses salariés soient respectés après une OPA réussie.

\*

## **3. L'IMPLICATION DES SALARIES DANS LA PROCEDURE D'OPA**

Notre chambre est d'avis que les dispositions fixées par les lois de 1974 sur les comités mixtes d'entreprise, de 1979 sur les délégations du personnel et de 2000 sur les comités d'entreprise européens ainsi que par le présent projet de loi doivent jouer de manière absolument cumulative afin de protéger au mieux les intérêts des salariés au niveau de l'information, de la consultation et de la participation.

Par ailleurs, notre chambre rend attentif au fait que, ni au sens des lois de 1974, de 1979 et 2000, ni au sens du présent projet de loi, les membres des organisations syndicales à représentativité nationale ou sectorielle telles que définies par la loi du 30 juin 2004 concernant les relations collectives de travail, ne tombent sous la définition de la notion de „représentants des travailleurs“.

Voilà pourquoi elle réclame une modification du présent projet de loi ainsi que des lois précitées.

Il est en effet primordial et dans l'intérêt de tous les travailleurs du pays, que les syndicats susmentionnés puissent intervenir encore plus activement sur le terrain et soient mieux informés.

Cela permettra de mieux cerner et encadrer, voire même de prévenir des phénomènes comme des licenciements collectifs, qui, sur une échelle nationale, peuvent causer des dégâts importants.

Notre chambre demande ainsi au législateur de responsabiliser davantage les sociétés qui emploient du personnel, surtout les structures qui tombent sous le champ d'application du présent texte, où en fin de compte le patron est souvent plus ou moins anonyme et se résume davantage à un potentat financier qu'à un véritable employeur.

Dans ces structures, les salariés représentent une ressource incommensurable constituée par leur capacité de travail et de production, dont est tributaire la vie ou la survie de l'entreprise.

C'est pourquoi la Chambre de travail demande d'amender le projet de loi de manière suivante:

- A **l'article 2, paragraphe (1)**, un point h) „représentants du personnel“ est à ajouter à la liste des termes définis par le texte:

„h) „représentants du personnel“:

*toutes les instances de représentants de travailleurs issues:*

- *de la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel,*
- *de la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes,*
- *de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs, existant au niveau de l'entreprise visée et/ou offrante, ou au niveau des entreprises du groupe, ainsi que les syndicats représentatifs sur le plan national ou sectoriel au sens de la loi de 2004 sur les relations collectives de travail et représentés dans les structures de représentation de salariés de l'entreprise ou du groupe.“*

- A **l'article 6, paragraphe (2)**, après le 6e alinéa, le texte suivant serait à intercaler:

*„Les représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont ensuite impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre, tel que prévu à l'article 10 (5) du présent texte. L'organe d'administration ou de direction informe et requiert l'avis des représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes, notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi.“*

- **L'article 10, paragraphe (5)** est à modifier comme souligné:

*„L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3) point i). L'organe d'administration ou de direction de la société visée communique dans le même temps cet avis aux représentants du personnel de la société ou du groupe de sociétés, et lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel ou du personnel lui-même quant au document d'offre et notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.“*

Sous réserve des observations formulées ci-dessus, notre chambre a l'honneur de communiquer qu'elle marque son accord au projet de loi cité sous rubrique.

Luxembourg, le 1er mars 2006

*Pour la Chambre de Travail,*

*Le Directeur adjoint,*  
Léon DRUCKER

*Le Président,*  
Henri BOSSI

Service Central des Imprimés de l'Etat

5540/01

**N° 5540<sup>1</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

---

---

**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**

\* \* \*

**AVIS DU CONSEIL D'ETAT**

(7.3.2006)

Par dépêche en date du 7 février 2006, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat le projet de loi sous rubrique.

Au texte du projet de loi, élaboré par le ministre du Trésor et du Budget, étaient joints un exposé des motifs, un commentaire des articles ainsi qu'un tableau de transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

Le Gouvernement a demandé au Conseil d'Etat d'accorder un rang de priorité au projet de loi sous rubrique et de le traiter dans les plus brefs délais possibles. La lettre de saisine rappelle que le délai de transposition de la directive expire le 20 mai 2006.

\*

L'objet du projet de loi sous avis est de transposer en droit national la directive 2004/25/CE susmentionnée concernant les offres publiques d'acquisition. Les Etats membres sont tenus de mettre en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à ladite directive au plus tard le 20 mai 2006.

Le droit luxembourgeois des sociétés, s'il régleme certains modes de concentration des entreprises (les fusions, les scissions, il est renvoyé à ce sujet aux sections XIV et XV de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales), ne contient à ce jour pas de dispositions réglementant un autre mécanisme de concentration qui est l'offre publique d'achat consistant de la part d'une personne agissant seule ou de concert avec d'autres à faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société cotée qu'elle se porte acquéreur de leurs titres à un prix déterminé (*Y. Guyon, Droit des affaires*, tome I, Economica 2003, page 643).

Il existe certes dans le domaine financier la loi modifiée 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. Cette loi de 1992, qui a transposé en droit national la directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition ou de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse, a pour but d'améliorer la protection des investisseurs et de favoriser le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières. La directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition par contre se propose de définir les orientations minimales pour la conduite des offres publiques d'acquisition et de garantir un niveau de protection adéquat aux détenteurs de titres, c'est-à-dire aux actionnaires.

Les auteurs du projet sous avis ont opté pour une transposition de la directive dans un texte de loi spécifique. Dans la mesure où l'opération relève non seulement du droit des sociétés mais aussi du droit financier, car se déroulant sur les marchés (*La directive concernant les offres publiques d'acquisition*, par *Thierry Granier*, Actualité du droit communautaire, No 11 – Novembre 2004, éditions Jurisclasseur, fascicule Europe), le Conseil d'Etat peut se rallier à cette approche.



La transposition suit par ailleurs de près le texte communautaire, le commentaire de l'article 3 du projet de loi énonçant à ce sujet que le Gouvernement a choisi de ne pas aller au-delà des exigences de la directive.

\*

## EXAMEN DES ARTICLES

### *Article 1er*

Cet article définit le champ d'application de la loi en projet.

Les auteurs ont calqué le texte sur celui de la directive, en notant qu'en particulier le texte du paragraphe 1er „peut paraître large et dépasser le cadre absolument nécessaire pour une loi nationale qui, à l'évidence, ne peut régir des situations hors de sa compétence territoriale“. Le choix des auteurs s'explique par le souci de faire en sorte que toutes les situations dans lesquelles un élément au moins d'une OPA touche le Luxembourg soient couvertes. De toute façon, l'article 4 de la loi en projet revêt au regard de l'applicabilité de la future loi luxembourgeoise une importance plus décisive que l'article sous examen.

La référence à la directive 93/22/CEE, pour la définition du marché réglementé, a été remplacée par celle à la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, qui abroge la directive 93/22/CEE. La loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières (article 2, paragraphe 1er, lettre k) a déjà repris la définition du marché réglementé, telle que figurant à l'article 4, paragraphe 1er, No 14 de la directive 2004/39/CE. Aussi le Conseil d'Etat estime-t-il qu'il n'est pas indispensable de préciser encore une fois dans le texte de la loi en projet qu'il s'agit des marchés réglementés „au sens de la directive 2004/39/CE“. L'omission de la référence expresse à la directive 2004/39/CE évitera par ailleurs de devoir procéder à des adaptations du texte national, au cas où la directive communautaire serait remplacée.

### *Article 2*

L'article sous avis reprend textuellement les définitions figurant à l'article 2 de la directive communautaire. A la référence à la directive 2001/34/CE est substituée celle à la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004, pour ce qui est de la définition de l'„entreprise contrôlée“.

S'agissant de la définition des titres, le Conseil d'Etat admet que le terme „valeurs mobilières“ recouvre toutes les catégories de titres négociables, à l'instar de la définition donnée par la loi du 10 juillet 2005 précitée (art. 2, lettre w)).

### *Article 3*

L'article sous examen définit les principes généraux qui doivent être respectés en cas d'offre publique d'acquisition. Les dispositions en question s'articulent essentiellement autour de la protection des actionnaires et de la transparence de l'opération. Les auteurs du projet de loi reprennent textuellement les dispositions de l'article 3 de la directive.

Concernant la lettre f), les auteurs entendent fixer le délai raisonnable à 6 mois à partir du moment de l'annonce faite par l'offrant de son intention de faire une offre. Le Conseil d'Etat suppose qu'il a été dans l'intention des auteurs du texte de faire courir ce délai à partir du jour où l'offrant a rendu publique sa décision de faire une offre. Il y aurait lieu de le préciser sans ambiguïté dans le texte, et d'écrire en conséquence:

„...; ce délai ne peut en tout cas pas dépasser six mois à partir du jour où la décision de faire une offre a été rendue publique par l'offrant.“

Du fait de ce délai butoir, le calendrier de la procédure d'offre publique d'acquisition sera très serré. La question se pose, si, dans le cadre d'une harmonisation européenne de la procédure d'offre publique d'acquisition, il est possible à tout Etat membre de fixer, de sa propre initiative, un tel délai. La disposition en question pourrait se réclamer de l'article 3, paragraphe 2, lettre b) de la directive communautaire, qui autorise les Etats membres à prévoir des dispositions plus strictes que celles qui sont prévues par la directive pour réglementer les offres. Il reste que l'application de ce délai butoir ne peut concerner que les sociétés visées ayant leur siège social au Luxembourg et dont les titres sont cotés sur le marché réglementé luxembourgeois.

#### Article 4

Cet article règle la compétence de l'autorité de contrôle et le droit applicable.

L'autorité de contrôle luxembourgeoise sera la Commission de surveillance du secteur financier.

La compétence primaire de la Commission sera en pratique uniquement donnée lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg et lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg. Les hypothèses d'une société visée qui n'a pas son siège social au Luxembourg, mais dont les titres ne sont négociables que sur un marché réglementé luxembourgeois, ou ont fait l'objet d'une première admission sur un marché réglementé luxembourgeois, paraissent marginales.

Les auteurs du projet de loi sous avis reprennent également la distinction figurant au deuxième alinéa de la lettre c) du paragraphe 2 de l'article 4 de la directive communautaire.

La portée de la disposition en question semble au Conseil d'Etat quelque peu ambiguë. Si la première admission simultanée sur plusieurs marchés réglementés a lieu après transposition de la directive par les différents Etats membres concernés, il ne devrait pas y avoir de problème à appliquer les règles normales énoncées à l'alinéa 1 de la lettre c) du paragraphe 2 de l'article 4 susmentionné, peu importe que cette première admission simultanée ait eu lieu avant le 20 mai 2006.

Telle ne semble cependant pas la lecture faite de la disposition communautaire en question, notamment par le législateur français: la directive communautaire distinguerait entre les sociétés qui s'introduiront après le 20 mai 2006 (pour lesquelles la demande d'admission sur un marché inclura le choix de l'autorité compétente) et celles dont les titres ont fait l'objet d'introductions simultanées avant le 20 mai 2006 (et pour lesquelles ce seront les autorités de contrôle elles-mêmes qui choisiront l'autorité de contrôle compétente).

Si la Chambre des députés devait rejoindre cette interprétation, le texte afférent du paragraphe 2 serait à maintenir.

Au paragraphe 3 de l'article sous examen, il y aurait lieu d'écrire:

„(3) Pour l'application de la présente loi, toutes les personnes au service de la Commission sont tenues au secret professionnel. Cette obligation persiste au-delà de la cessation de leurs fonctions. ... (suit le reste du texte proposé).“

Au paragraphe 4 il y aurait lieu de lire *in limine*:

„La commission ainsi que les autorités de contrôle des autres Etats membres ...“

Le paragraphe 5 de l'article sous rubrique entend transposer le paragraphe 5 de l'article 4 de la directive communautaire, qui dispose que „sous réserve des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe 1, les Etats membres peuvent prévoir dans les règles qu'ils adoptent ou introduisent en application de la présente directive des dérogations auxdites règles: i) en introduisant de telles dérogations dans leurs règles nationales, afin de tenir compte de circonstances déterminées au niveau national, et/ou ii) en autorisant leurs autorités de contrôle, dans leur domaine de compétence, à déroger à ces règles nationales, pour tenir compte des circonstances visées au point i) ou dans d'autres circonstances particulières, une décision motivée étant exigée dans ce dernier cas“.

D'après le considérant (6) de la directive 2004/25/CE, „il convient que, pour être efficaces, les règles relatives aux offres publiques d'acquisition soient souples et permettent de faire face aux nouvelles réalités lorsque celles-ci se présentent, et que, par conséquent, elles prévoient la possibilité d'exceptions et de dérogations“.

Les auteurs du texte n'ont pas autrement motivé pourquoi ils entendent faire fruit de la faculté laissée aux Etats membres. Il est simplement dit au commentaire que „le Gouvernement a choisi de ne pas faire usage de la faculté offerte au paragraphe 5, sous le point i) ... Il estime préférable de retenir la faculté offerte au point ii) du paragraphe 5, autorisant la CSSF à déroger aux règles de la loi de façon motivée dans des circonstances particulières“.

La disposition du projet sous avis, traduisant ce choix du Gouvernement, rencontre l'opposition formelle du Conseil d'Etat. La justification d'une telle disposition, autorisant la Commission, sur base d'une appréciation factuelle, à ne pas appliquer une loi, voire à y déroger, n'est pas évidente. Il semble difficilement concevable que le législateur, en adoptant le présent dispositif, n'entende édicter que des règles pour le bon ordre, à respecter comme „règles du jeu“. Ne devrait-il cependant au contraire s'agir de règles protectrices, et à ce titre ne pas pouvoir être écartées au gré des circonstances? Enfin, une disposition à la fois aussi exorbitante et aussi floue, confiant à la Commission un pouvoir discrétion-

naire, sous la seule réserve de devoir observer les principes généraux de l'article 3 et de motiver sa décision, ne contribue d'aucune manière à la sécurité juridique et ne satisfait d'aucune manière au principe de prévisibilité qui devrait être garanti au regard de la jurisprudence constante de la Cour européenne des droits de l'homme.

En l'absence d'éléments lui permettant d'apprécier l'opportunité réelle d'introduire une telle disposition dans le droit positif luxembourgeois, le Conseil d'Etat préconise à titre principal sa suppression.

Faute d'indications concernant les circonstances particulières qui pourraient être visées ou encore concernant les règles auxquelles il pourrait être dérogé dans ces circonstances, le Conseil d'Etat n'est guère à même de proposer un texte alternatif à portée plus circonscrite. Tout au plus, le Conseil d'Etat peut-il suggérer une voie alternative s'énonçant comme suit:

„Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée, dans le domaine de compétence défini par la présente loi, à ne pas faire application, dans des circonstances particulières, des dispositions des articles (5, paragraphes (1) et (3), 6, paragraphe (3), 7, paragraphe (1) ...). Une décision spécialement motivée est exigée dans ce cas.“

Il appartiendrait au législateur de tracer les limites du pouvoir de la Commission en précisant les règles dont l'application peut le cas échéant être écartée (les indications ci-dessus quant aux règles concernées n'étant que spéculatives).

#### *Article 5*

L'article 5 vise l'offre publique obligatoire. Une personne physique ou morale est obligée de faire une offre publique lorsqu'elle franchit un certain seuil en termes de droits de vote.

Au paragraphe 3, les auteurs proposent comme seuil à retenir 33 1/3 en pourcentage des droits de vote. Les titres assortis d'un droit de vote uniquement dans des situations particulières ne sont pas pris en considération pour le calcul du pourcentage. Pour transposer la directive, cette seule disposition est suffisante, et il n'y a pas lieu de rappeler à l'alinéa 1 le texte de la directive autorisant une fixation du pourcentage en droits de vote. L'alinéa 1 est donc à supprimer.

Pour ce qui est du prix de l'offre publique obligatoire, le paragraphe 4 retient que ce prix sera déterminé sur une période de référence de 12 mois, ce qui est la durée maximale permise par la directive. Il est toutefois prévu d'autoriser la Commission à modifier le prix ainsi établi. Le Conseil d'Etat considère que l'aménagement, par le projet de loi, de la faculté laissée à ce sujet par la directive aux Etats membres s'écarte des lignes tracées par le législateur communautaire. La directive dispose que „... les Etats membres peuvent autoriser leurs autorités de contrôle à modifier le prix prévu au premier alinéa dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés. A cette fin, ils peuvent dresser une liste de circonstances ... Ils peuvent également définir les critères à utiliser dans ces cas“. En l'occurrence, les auteurs du projet entendent abandonner à la Commission le soin d'établir cette liste et de définir ces critères, la loi en projet se limitant à reprendre, de manière non exhaustive, les circonstances et les critères cités à titre d'exemples par la directive. Le Conseil d'Etat doit s'opposer formellement au texte tel que proposé.

La Commission ne saurait définir elle-même les circonstances et les critères qui délimitent son pouvoir de modifier le prix établi. Elle ne saurait avoir la compétence de sa compétence. Il appartient en conséquence à la loi en projet de définir ces circonstances et de délimiter ces critères. Tout au plus pourrait-il être envisagé de permettre au pouvoir exécutif de compléter cette liste de circonstances.

Le deuxième alinéa du paragraphe 4 se lira donc comme suit:

„Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée à modifier le prix prévu au premier alinéa. Le prix le plus élevé ne peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, que si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur et un vendeur, ou si les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, ou si les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des événements exceptionnels, ou pour permettre le sauvetage d'une entreprise en détresse. La Commission utilise dans ces cas des critères clairement définis qui peuvent être la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière.“

Un règlement grand-ducal peut prévoir d'autres circonstances dans lesquelles des dysfonctionnements du marché auraient une incidence sur l'établissement du prix selon l'alinéa 1 du présent paragraphe“.

Le paragraphe 5, qui prévoit les cas dans lesquels une contrepartie en espèces doit obligatoirement être offerte, à titre d'option, ne concerne que l'offre publique obligatoire.

Le paragraphe 6 retient la faculté offerte par la directive de prévoir d'autres instruments destinés à protéger les intérêts des détenteurs de titres. Le Conseil d'Etat doit s'opposer formellement à la disposition telle que proposée. Il appartient au projet de loi sous avis de prévoir ces instruments. Il n'appartient par contre pas à la Commission de compléter la loi en projet au-delà de la protection instituée par le paragraphe 1er de l'article sous examen. En l'absence de plus amples précisions concernant les instruments en question, le Conseil d'Etat propose de supprimer ledit paragraphe.

#### *Article 6*

Cet article règle la publicité de l'offre publique d'acquisition.

Les auteurs du projet de loi ont opté pour une information préalable de la Commission, avant que l'offre ne soit rendue publique, ce que la directive autorise. Ceci explique, le cas échéant, le choix du terme „immédiatement“ au lieu des termes „sans délai“ utilisés par la directive. Il n'y a en tout cas pas lieu de se lancer à ce sujet dans une discussion d'ordre sémantique, l'obligation faite à l'offrant de rendre publique sa décision de faire une offre, dès que cette décision a été prise, restant substantiellement la même.

Au paragraphe 2, le Conseil d'Etat est à s'interroger sur le point de départ du délai de 10 jours ouvrables y prévu. Est-ce que ce délai court à partir du jour où la décision a été rendue publique? Si tel est le cas, il y a lieu de le préciser, et d'écrire „...“, l'offrant le soumet, dans un délai de dix jours ouvrables à compter du jour où l'offre a été rendue publique, à l'approbation de la Commission“.

L'alinéa 3 dudit paragraphe 2 est inspiré de l'article 7, point 4 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Cette loi n'est en principe pas applicable aux offres publiques d'acquisition par voie d'offre publique d'échange. Si les auteurs de la loi en projet entendent néanmoins exiger de l'offrant des informations au moins équivalentes à celles qui doivent figurer dans le prospectus de valeurs mobilières (voir l'article 5, point 3, sous b) de la loi précitée du 10 juillet 2005), le Conseil d'Etat estime qu'il y a lieu de s'inspirer également des autres dispositions de l'article 7 de la loi du 10 juillet 2005, précisant les pouvoirs de la Commission. Il y aurait lieu alors de libeller l'alinéa 3 comme suit:

„Si la Commission estime, pour des motifs raisonnables, que le document qui lui est soumis est incomplet ou qu'un complément d'information est nécessaire, elle en informe l'offrant dans les dix jours ouvrables qui suivent l'introduction, pour approbation, du document d'offre. Dans ce cas, le délai prévu à l'alinéa 2 du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant.“

#### *Article 7*

L'article 7 concerne la période d'acceptation de l'offre.

La période d'acceptation est en principe à durée déterminée, dans les limites de la directive (au moins deux semaines, au plus dix semaines). Une prolongation est possible (dans les limites du délai fixé à l'article 3, sous f)), à condition que l'offrant notifie deux semaines à l'avance son intention de clôturer l'offre.

Au paragraphe 2, la première phrase pourrait être supprimée, si par ailleurs la Chambre des députés prévoit, dans le cadre de l'article 4, paragraphe 5, deuxième alinéa, la possibilité pour la Commission de ne pas appliquer les dispositions de l'article 7, paragraphe 1er, c'est-à-dire la période d'acceptation normalement applicable, dans des circonstances particulières.

#### *Article 8*

Cet article a trait à la publicité de l'offre. Le paragraphe 1er serait à reformuler, alors qu'il est redondant de faire encore une fois état de ce qu'„une offre doit être rendue publique“. Le Conseil d'Etat propose d'écrire:

„La publicité de l'offre doit assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres ... (suit le reste du texte proposé).“

*Articles 9, 10 et 12*

Les articles 9, 10 et 12 méritent d'être examinés ensemble.

L'objectif final de la directive 2004/25/CE devait être „la suppression de tous obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne ... et l'élimination progressive de tous les moyens de défense“ (avis du 14 mai 2003 du Comité économique et social européen sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition).

A ce titre, les défenses réactives de la part de la société visée devaient être strictement limitées: l'organe d'administration et de direction doit à cet effet, dès l'offre publique connue, obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre (article 9, paragraphe 2 de la directive). Lorsqu'il s'agit de décisions prises avant l'offre, mais qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en œuvre, l'assemblée générale des actionnaires doit approuver ou confirmer toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en œuvre est susceptible de faire échouer l'offre (article 9, paragraphe 3 de la directive). Les défenses préventives font l'objet de l'article 11 de la directive qui entend en particulier neutraliser les restrictions statutaires et contractuelles au transfert de titres et au droit de vote: les restrictions au transfert de titres sont inopposables à l'offrant durant la période d'acceptation; les restrictions au droit de vote ne produisent pas d'effet dans le cadre des assemblées générales d'actionnaires appelées à autoriser, à approuver ou à confirmer des défenses réactives d'OPA. Une „break-through rule“ est par ailleurs instituée par l'article 11, paragraphe 4 de la directive.

Ce dispositif est à l'origine du retard qu'a pris l'adoption de cette directive. La situation n'a pu être débloquée que par le compromis politique trouvé finalement au sujet de l'article 12 de la directive.

Ledit article dispose en son paragraphe 1er que les Etats membres peuvent se réserver le droit de ne pas imposer aux sociétés, dont le siège social se trouve sur leur territoire, d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou 11. La directive de continuer: „Lorsque des Etats membres font usage de la faculté prévue au paragraphe 1, ils donnent néanmoins aux sociétés dont le siège se trouve sur leur territoire, le choix réversible d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11, sans préjudice de l'article 11, paragraphe 7. La décision de la société est prise par l'assemblée générale des actionnaires, conformément au droit de l'Etat membre sur le territoire duquel se trouve le siège social de la société et aux règles applicables à la modification des statuts. La décision est notifiée à l'autorité de contrôle de l'Etat membre sur le territoire duquel se trouve le siège social de la société ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des Etats membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.“

L'article 12, paragraphe 3 de la directive prévoit encore que „les Etats membres peuvent, dans les conditions fixées par le droit national, exempter les sociétés qui appliquent l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11 d'appliquer l'article 9, paragraphes 2 et 3, et/ou l'article 11, 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 par une telle société, conformément à l'article 1er de la directive 83/349/CEE“. L'absence de cette „clause de réciprocité“ avait précisément fait échouer l'adoption, en juillet 2001, de la proposition de directive.

D'après le commentaire de l'article 9 du projet de loi sous avis, „cet article correspond à l'article 12 de la directive qui permet aux Etats membres de ne pas imposer aux sociétés visées les dispositions de l'article 9 (2) et (3) et de l'article 11 de la directive. Le 2e alinéa permet néanmoins aux sociétés qui le veulent de se soumettre volontairement au régime de ces articles qui ont été repris aux articles 10 et 12 dans le projet de loi“. On pourrait donc être tenté de croire, au vu du seul commentaire, que le projet de loi n'opte que pour les options prévues aux paragraphes 2 et 3 de l'article 12 de la directive. En fait, l'article 9, paragraphe 3 du projet de loi intègre également la clause de réciprocité.

L'agencement des différentes options de l'article 12 de la directive semble quelque peu controversé: les rares commentateurs à s'être penchés sur le mécanisme de la clause de réciprocité lui confèrent, souvent implicitement d'ailleurs, une autre portée, en estimant ouvert le recours à ladite clause alors même que les Etats membres auraient décidé d'imposer l'application des articles 9 et/ou 11. Le bien-fondé juridique de cette lecture est, pour le moins, sujet à caution et semble, à vrai dire, contredit par les documents communautaires, dont la directive elle-même. Au regard de l'enchaînement des paragraphes de l'article 12, le paragraphe 3 s'inscrit nettement et directement dans le prolongement du



paragraphe 2. Cela se lit comme une suite logique d'hypothèses optionnelles, interprétation confortée par la lettre du texte, qui réserve l'exemption aux sociétés „qui appliquent“ les articles 9 et/ou 11. D'éventuels doutes qui subsisteraient quant au sens du texte devraient être dissipés par le considérant (21) de la directive. La directive semble donc bien limiter le jeu de la clause de réciprocité au cas spécifique où les entreprises ont décidé d'appliquer l'article 9 sur la base du volontariat, ce qui exclut le cas où l'Etat a imposé la mesure sur son territoire. (Lexbase Hebdo No 189 du jeudi 10 novembre 2005 – Edition Lettre Juridique, *Transposition de la directive OPA: des incertitudes entourant le recours à la „clause de réciprocité“*, par Alain Pietrancosta et Anne Maréchal).

C'est en conséquence à bon droit que les auteurs du projet de loi entendent intégrer la clause de réciprocité dans l'article consacré aux arrangements facultatifs, regroupant l'ensemble des options offertes par la directive (la première option, consistant à permettre aux sociétés ayant leur siège social au Luxembourg, de ne pas appliquer les articles 9, paragraphes 2 et 3 et 11 de la directive, résultant en l'occurrence implicitement du choix (réversible) accordé à ces sociétés de se soumettre aux dispositions en question).

A l'article 9 du projet de loi, le Conseil d'Etat propose d'écrire au paragraphe 1er, „...dont le siège social se trouve ...“.

A l'article 10, paragraphe 1er, le Conseil d'Etat donne à considérer s'il n'y a pas lieu de réserver expressément le jeu de la „clause de réciprocité“ en ajoutant *in fine* dudit paragraphe „, sans préjudice des dispositions relatives à une éventuelle exemption en application de l'article 9“. Il y aurait également lieu de faire une remarque d'ordre stylistique: au lieu de dire „lorsqu'une société a décidé de s'y soumettre...“, il serait plus approprié de dire „lorsqu'une société a décidé de se soumettre à ces règles ...“.

Au paragraphe 4, il y aurait lieu de faire abstraction du renvoi à un règlement grand-ducal. Il y aurait lieu de préciser dans la disposition légale en projet que:

„Aux fins de l'obtention de l'autorisation préalable, de l'approbation ou de la confirmation des détenteurs de titres, visées aux paragraphes (2) et (3), une assemblée générale des actionnaires peut être convoquée, moyennant une unique annonce insérée au moins deux semaines avant l'assemblée dans le Mémorial et dans un journal luxembourgeois (et/ou dans un journal étranger). Il en est de même en cas de prorogation de l'assemblée générale.“

Au paragraphe 5, le Conseil d'Etat estime qu'il y a lieu d'insister davantage sur la consultation des représentants du personnel ou, à défaut, du personnel lui-même. Au regard de la loi modifiée du 6 mai 1974 instituant les comités mixtes dans les entreprises du secteur privé, il est d'ailleurs permis de s'interroger si la consultation du comité mixte n'est pas obligatoire. Le Conseil d'Etat propose d'écrire:

„(5) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3), point i). Avant d'établir son avis, l'organe d'administration ou de direction consulte les représentants du personnel de la société ou, s'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.“

Une telle modification tiendrait davantage compte de ce que la loi en projet renvoie, en son article 14, aux règles relatives à l'information et à la consultation des représentants du personnel ainsi que, le cas échéant, à la cogestion avec ce personnel.

A l'article 12, il y aurait le cas échéant lieu de reprendre *in fine* du paragraphe 1er l'ajout suggéré par le Conseil d'Etat à l'endroit du paragraphe 1er de l'article 10. Le Conseil d'Etat réitère par ailleurs sa remarque d'ordre stylistique faite à l'endroit du même article 10.

Au paragraphe 4, le Conseil d'Etat donne à considérer s'il n'y a pas lieu de libeller le deuxième alinéa comme suit:

„A cet effet, l'offrant a le droit de convoquer une assemblée générale des actionnaires dans les mêmes conditions que celles prévues au paragraphe (4) de l'article 10.“



Au paragraphe 5, le Conseil d'Etat doit s'opposer formellement à la disposition abandonnant à la Commission le soin de déterminer les conditions qui régissent la détermination de l'indemnisation à laquelle certains détenteurs de titres peuvent prétendre ainsi que les modalités de son paiement. Au regard de l'article 84 de la Constitution, la matière ne se prête pas à être réglée par une autorité administrative, dont les décisions relèvent des juridictions administratives (article 19 du projet de loi). Dans la mesure où l'article 6, paragraphe 3, sous e), prévoit que le document d'offre doit indiquer l'indemnisation proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés, ainsi que la méthode employée pour la déterminer, de même que les modalités de paiement, il y a uniquement lieu de retenir au titre du présent paragraphe que „les conditions de la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont approuvées par la Commission“. Une telle approbation ayant lieu sans préjudice des droits des détenteurs des titres visés, les contestations de leur part quant aux montants proposés par l'offrant, ou à la méthode employée par l'offrant pour la déterminer ou encore aux modalités de paiement par lui indiquées seront de la compétence des juridictions judiciaires.

Aussi le paragraphe 5 serait-il à libeller comme suit:

„(5) Lorsque des droits sont supprimés sur la base des paragraphes 2, 3 ou 4 du présent article ou de l'article 9, les détenteurs de ces droits peuvent prétendre à une indemnisation équitable. Les conditions qui régissent la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont approuvées par la Commission.“

#### *Article 11*

L'article 11, ayant trait à l'information que les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe 1er doivent publier, reproduit le texte de l'article 10 de la directive.

Le Conseil d'Etat constate que les auteurs, à l'instar de la directive, renvoient à de multiples reprises à d'autres directives communautaires. Cette méthode, propre au législateur communautaire, devrait rester tout à fait exceptionnelle, s'agissant du législateur national. D'ailleurs, dans le cadre du paragraphe 2 de l'article sous examen, les références aux directives communautaires sont remplacées, et à juste titre, par les dispositions nationales de transposition. Le dispositif légal n'est qu'en apparence d'une lisibilité plus aisée; en réalité, les nombreux renvois à des textes communautaires, itérativement modifiés, ne sont pas faits pour faciliter la compréhension des textes.

#### *Article 13*

L'article 13 contient un certain nombre de règles relatives à la caducité et à la révision des offres, à la concurrence d'offres, à la publication des résultats des offres et à l'irrévocabilité des offres. D'après le commentaire, les dispositions sous examen reprennent des principes généralement reconnus dans la plupart des législations européennes. Les règles proposées sont sommaires, et des précisions par voie de règlement grand-ducal seront probablement de mise.

Il faudrait veiller à une concordance de la terminologie: il y aurait lieu de parler de „détenteurs de titres“ au lieu de „titulaires de titres“, de „période d'acceptation“ au lieu de „période d'offre“.

A la lettre d), il y aurait lieu de lire: „respectivement à lui et aux personnes ...“.

A la lettre e), deuxième alinéa (à moins qu'il s'agisse du deuxième alinéa de l'article sous rubrique, l'agencement du texte n'étant pas particulièrement intelligible), il y a lieu d'écrire: „Les détenteurs de titres qui ont accepté l'offre peuvent valablement se retirer ...“.

Le dernier alinéa de l'article sous examen serait à modifier à l'effet d'écrire: „Ces règles peuvent être précisées par règlement grand-ducal.“

#### *Article 14*

L'article sous examen vise l'information et la consultation des représentants du personnel. Il ne fait que reproduire le texte de l'article 14 de la directive, y compris les références aux directives communautaires. Il est vrai que le droit national organise la représentation du personnel (délégués du personnel, comité mixte, comité d'entreprise européen) et que les textes afférents prévoient l'information et la consultation des représentants du personnel (article 9 de la loi modifiée du 6 mai 1974 instituant les comités mixtes dans les entreprises du secteur privé; article 34 de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen). Il n'est pas expressément besoin de le rappeler dans le contexte du projet de loi sous avis.

#### Article 15

L'article 15 vise l'hypothèse de ce qu'on appelle en anglais „le squeeze-out“.

Les auteurs entendent mettre à profit la faculté laissée aux Etats membres de prévoir un seuil de 95% du capital assorti de droits de vote et de 95% des droits de vote. Ce choix des auteurs est conforme à la directive, le retrait obligatoire n'étant ouvert que dans l'hypothèse prévue au paragraphe 2, lettre a) de l'article 15 de la directive.

Le Conseil d'Etat est à s'interroger si le choix ainsi opéré par les auteurs ne devrait pas aussi avoir sa retombée au niveau du paragraphe 5, deuxième alinéa, de l'article sous examen, auquel cas il y aurait lieu d'écrire 95% au lieu de 90%. Il y a en effet une certaine incohérence à faire dépendre le retrait obligatoire d'un seuil de 95%, et de faire dépendre le juste prix d'un seuil moindre: le prix sera certes juste dans ce dernier cas, mais l'offrant ne pourra pas exiger des détenteurs de titres restants qu'ils lui vendent ces titres.

Le Conseil d'Etat s'interroge encore sur l'opportunité d'inclure dans le retrait obligatoire les actions sans droit de vote et les parts bénéficiaires démunies de droit de vote. Par hypothèse, une offre publique d'acquisition n'est adressée qu'aux détenteurs de titres auxquels sont attachés des droits de vote (voir la définition des „titres“ à l'article 2, paragraphe 1er, sous e)). Dans la logique de l'OPA, il n'y a pas lieu d'assimiler aux détenteurs de titres restants les détenteurs d'actions sans droit de vote et les détenteurs de parts bénéficiaires démunies de droit de vote. Le Conseil d'Etat préconise en conséquence d'abandonner l'extension du retrait obligatoire à ces valeurs mobilières, compte tenu par ailleurs de l'alinéa 2 du paragraphe 3 de l'article sous examen.

#### Article 16

L'article 16 est le pendant de l'article précédent en ce qu'il vise le rachat obligatoire à la demande des détenteurs de titres restants.

Le Conseil d'Etat réitère son observation précédente en relation avec l'extension aux actions sans droit de vote et aux parts bénéficiaires démunies de droit de vote.

#### Article 17

L'article 17 a trait aux pouvoirs de la Commission. Le Conseil d'Etat n'est pas convaincu de la nécessité de l'article sous examen. Les pouvoirs de la Commission sont déterminés tout au long du dispositif légal. La Commission les exerce de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à l'offre. Elle est tenue d'observer les principes généraux de l'article 3. Il ne semble pas indiqué au Conseil d'Etat de fournir d'autres précisions au sujet des pouvoirs de la Commission, ni de fournir encore une liste exemplative, d'ailleurs en partie redondante avec d'autres dispositions de la loi en projet. La précision de certains pouvoirs (suspension d'une offre chaque fois que la Commission a des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y a eu violation des dispositions de la loi, interdiction d'une offre) relève davantage des sanctions au titre de l'article 18 du projet de loi. Les pouvoirs ainsi reconnus à la Commission suscitent de toute façon des interrogations, au regard tant de leur légalité (il peut être renvoyé à ce sujet à l'arrêt de la Cour constitutionnelle du 22 mars 2002, No 12/02, pour ce qui est de la spécification de la nature et des types d'agissements sanctionnables; des interrogations subsistent également quant à la durée, par exemple de la suspension) que de leur proportionnalité. Le Conseil d'Etat devrait s'opposer formellement au maintien du texte dans sa forme actuelle dans la mesure où il inclut des pouvoirs de sanction dont les conditions d'application et les limites ne sont pas précisées. Il doit être évident qu'une décision de la Commission qui serait annulée ultérieurement risque d'engager la responsabilité des pouvoirs publics, avec toutes les conséquences qui en découleraient.

#### Article 18 (17 selon le Conseil d'Etat)

Cet article précise les sanctions. Aux termes de l'article 17 de la directive, les Etats membres déterminent les sanctions applicables aux violations des dispositions nationales prises en application de la directive et prennent toute mesure nécessaire pour assurer la mise en œuvre de celles-ci. Les sanctions ainsi prévues sont effectives, proportionnées et dissuasives.

Le projet de loi prévoit tout d'abord des amendes d'ordre de 125 à 12.500 euros. Il peut être admis que les auteurs du projet de loi se sont inspirés à cet égard de l'exemple de la loi du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers (article 10), ou encore de celui de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières (article 25). Il convient toutefois de

signaler qu'à la différence du texte sous examen, les articles des lois susmentionnées spécifient les cas dans lesquels la Commission peut avoir recours aux amendes d'ordre. A l'inverse de ce qui est prévu dans le cadre du présent projet de loi, les lois citées ci-dessus instituent également un recours en pleine juridiction à l'encontre notamment des amendes d'ordre. Si la Chambre des députés estime qu'il y a lieu de maintenir la possibilité, pour la Commission, d'appliquer des amendes d'ordre – dont on peut s'interroger sur l'efficacité en la présente matière –, le texte devra être complété à l'effet de spécifier les agissements sanctionnables d'une telle amende d'ordre. Il conviendrait par ailleurs de préciser qui peut être frappé par ces amendes d'ordre. Pour le moins y aurait-il donc lieu de préciser qu'„en cas d'infractions à la présente loi, qui sont de nature à porter atteinte aux principes généraux énoncés sous a) à e) de l'article 3, la Commission peut frapper les parties à l'offre d'une amende d'ordre de 125 à 12.500 euros“. Le Conseil d'Etat doit en tout cas s'opposer formellement au texte tel que présentement libellé.

La coexistence de deux types de sanctions (administratives et pénales) risque par ailleurs de poser problème au regard du principe *non bis in idem*.

Au paragraphe 2, il y a lieu de prévoir 251 euros en tant que minimum de l'amende correctionnelle (article 16 du Code pénal).

#### *Article 19 (18 selon le Conseil d'Etat)*

L'article sous examen institue un recours en annulation devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la loi en projet. Le recours en annulation n'a en principe pas besoin d'être institué, alors qu'il est de droit.

Au regard des observations formulées par le Conseil d'Etat à l'endroit de l'article 18 (17 selon le Conseil d'Etat), paragraphe 1er, il y a lieu de prévoir un recours en pleine juridiction à l'encontre des décisions de la Commission infligeant une amende d'ordre, en appliquant le délai de droit commun de trois mois. Le texte est dès lors à compléter à l'effet de dire:

„Toutefois, les décisions de la Commission infligeant une amende d'ordre sont susceptibles d'un recours en pleine juridiction.“

#### *Article 19 (nouveau selon le Conseil d'Etat)*

Le Conseil d'Etat est à s'interroger s'il n'y aurait pas lieu de compléter le dispositif légal par une disposition de la teneur suivante (qui ne saurait avoir une portée rétroactive):

##### **„Art. 19. – Disposition modificative**

Le paragraphe 1er de l'article 24 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier est modifié par l'ajout d'un nouvel alinéa ayant la teneur suivante:

„La Commission est autorisée à prélever la contrepartie de ses frais de fonctionnement par des taxes à percevoir auprès de l'offrant demandant l'approbation du document d'offre publique d'acquisition.“

#### *Article 20*

L'article sous avis dispose que la future loi s'applique à toutes les offres publiques d'acquisition pour lesquelles le document d'offre a été publié avant la date d'entrée en vigueur de la loi en projet. C'est donc faire application du principe de l'effet immédiat de la loi nouvelle.

Il convient de signaler qu'il ne se pose en l'espèce pas de problème de conflit de lois dans le temps, dans la mesure où les offres publiques d'acquisition n'ont à ce jour pas fait l'objet d'une réglementation en droit luxembourgeois. Dans pareil cas, l'effet immédiat de la loi constitue la règle de droit commun.

Il n'en reste pas moins que la loi nouvelle peut être amenée à s'appliquer à des situations en cours d'effet.

Dans la mesure où la loi en projet est axée essentiellement sur la protection des actionnaires, ses dispositions ont vocation à s'appliquer aux situations en cours.

Le Conseil d'Etat considère qu'il n'y a pas en l'espèce rétroactivité de la loi nouvelle, lorsque le texte précise que „les étapes déjà valablement accomplies ne doivent être répétées“, et que le document

d'offre déjà publié ne doit pas être refait „pour autant qu'il respecte les prescriptions de la présente loi quant à son contenu minimum“.

Dans le cadre de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières, déjà citée ci-dessus, il est dit à l'article 5, point 3, sous b) (ledit article faisant partie de la Partie II de la loi relative aux offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, faisant l'objet d'une harmonisation communautaire dans la directive 2003/71/CE) que „l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux offres au public portant sur ... les valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange, pour autant qu'un document contenant des informations considérées par la Commission comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soit disponible, compte tenu des exigences prévues par la législation communautaire en matière d'offres publiques d'acquisition“. De telles offres publiques d'acquisition sont donc déjà à l'heure actuelle, du moins indirectement, soumises à la législation communautaire en matière d'offres publiques d'acquisition.

Le Conseil d'Etat signale, pour autant que de besoin, qu'une application des dispositions du présent projet de loi relatives aux sanctions à des agissements antérieurs à l'entrée en vigueur de la loi ne se conçoit évidemment pas.

#### *Article 21*

L'article 21 ayant trait à l'entrée en vigueur de la loi ne donne pas lieu à observations.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 7 mars 2006.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat

5540/03



N° 5540<sup>3</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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**

\* \* \*

## SOMMAIRE:

	<i>page</i>
<i>Amendements adoptés par la Commission des Finances et du Budget</i>	
1) Dépêche du Président de la Chambre des Députés au Président du Conseil d'Etat (23.3.2006).....	1
2) Texte coordonné.....	9

\*

**DEPECHE DU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES  
AU PRESIDENT DU CONSEIL D'ETAT**

(23.3.2006)

Monsieur le Président,

Me référant à l'article 19 (2) de la loi du 12 juillet 1996 portant réforme du Conseil d'Etat et à la demande de la Commission des Finances et du Budget, j'ai l'honneur de vous soumettre ci-après plusieurs amendements au projet de loi sous rubrique.

La Commission a retenu la plupart des propositions de modification formulées par le Conseil d'Etat. Je vous joins, à titre indicatif, le texte du projet de loi tel qu'il a été arrêté par les membres de la Commission des Finances et du Budget.

Les présentes propositions d'amendement concernent pour l'essentiel six points substantiels sur lesquels des modifications du projet semblent utiles. Ces points sont les suivants:

- la stipulation d'une période pendant laquelle une nouvelle offre ne peut être lancée dans la suite de l'échec d'une OPA;
- l'appréciation de la liquidité des titres de l'offrant dans le contexte de la composition de l'offre;
- l'information des représentants du personnel de la société visée par une OPA;
- les seuils à partir desquels le retrait ainsi que le rachat obligatoires se conçoivent respectivement s'imposent, ainsi que l'applicabilité des dispositions y relatives à des situations résultant d'OPA révolues;
- l'introduction d'une période de transition suivant l'entrée en vigueur de la loi pendant laquelle le retrait et le rachat obligatoires sont ouverts à des actionnaires se trouvant dans les conditions de ce retrait ou de ce rachat à la suite d'une OPA révolue;
- la rétroactivité des sanctions pénales prévues par le projet de loi.

Dans ces réflexions qui ont permis de dégager les présentes propositions d'amendements, la Commission des Finances et du Budget s'est inspirée de cinq grands principes qui, selon elle, doivent orienter l'ensemble de la future loi sur les OPA. Ces principes sont notamment:

- le renforcement de la crédibilité internationale du Luxembourg en matière de droit des sociétés et de droit financier, indispensable au maintien de la confiance en notre place financière et de la sécurité juridique y régnant;
- l’inclusion des actionnaires dans une loi qui les concerne, consacrant non seulement une première fois leur rôle de principaux décideurs au sein de sociétés commerciales, mais leur conférant également des droits et une protection spécifiques dans le contexte d’OPA;
- l’inclusion des actionnaires de sociétés ayant fait l’objet d’OPA avant l’entrée en vigueur de la loi les régissant, de manière à assurer un traitement égal aux actionnaires peu importe le moment auquel leur position a été créée ou affectée par une OPA;
- la consécration de droits spécifiques des salariés de sociétés visées par des OPA;
- le refus d’interférer dans une OPA en préparation respectivement en cours par l’adoption de dispositions législatives susceptibles d’affecter le déroulement d’une offre publique spécifique.

### **Exposé des motifs des propositions d’amendements portant sur les principaux points de substance**

La législation en projet sur les offres publiques d’acquisition doit servir plusieurs objectifs. En tout premier lieu, bien entendu, elle est destinée à combler une lacune de l’arsenal législatif national qui, à l’heure actuelle, ne comporte encore aucun texte régissant les OPA. Dès lors, la loi en projet, une fois votée, deviendra un instrument de régulation et de gestion d’un processus économique affectant potentiellement des entreprises luxembourgeoises respectivement relevant de notre droit national, instrument dont le Luxembourg ne saurait, à terme, se passer. La nécessité de légiférer sur les OPA s’impose donc – et non seulement en raison de l’impératif de transposition de la directive européenne 2004/25/CE.

Ensuite, une loi sur les OPA doit renforcer la sécurité juridique entourant le phénomène des offres publiques non sollicitées, y compris à la suite d’une OPA n’ayant pas abouti. Dans cet ordre d’idées, il convient de prévoir des mécanismes permettant aux sociétés visées de continuer de fonctionner normalement sous l’impact d’une OPA en cours, et de retrouver le calme pour une certaine période après l’échec d’une OPA dirigée contre elles. Il semble judicieux d’établir la règle selon laquelle une nouvelle OPA ne peut être lancée par le même offrant contre la même société visée pendant un an suivant le constat de l’échec de la première offre.

Si la loi doit pouvoir être appliquée aux offres en cours au moment de son entrée en vigueur, une application rétroactive des sanctions pénales prévues par elle ne se conçoit évidemment pas. Il y a partant lieu d’exclure une quelconque rétroactivité des sanctions pénales pouvant frapper l’offrant.

Finalement, la législation sur les OPA est destinée à instaurer un régime de protection des actionnaires et des salariés de la société visée. Dans cette perspective, il convient de préciser la notion de liquidité des titres de l’offrant requise pour qu’une OPA puisse être enclenchée – les actionnaires de la société visée sont en droit de se voir offrir des titres correspondant aux règles et critères retenus par ailleurs aux fins d’admission de ces titres sur les marchés réglementés – soit les bourses – européens. L’inclusion, dans la loi sur les OPA, de la définition de la liquidité formulée par la directive 2001/34/CE garantit en outre une cohérence légistique hautement souhaitable, dans la mesure où une même notion est appréciée selon les mêmes critères.

Il est également raisonnable d’impliquer les représentants du personnel tels que définis par la législation luxembourgeoise dans le processus de réaction à une offre publique, afin que les salariés d’une société visée par une OPA puissent faire valoir leur appréciation des mérites d’une offre dans le cadre de l’élaboration de l’avis sur l’offre à formuler par l’organe d’administration de la société visée.

A la suite d’une OPA réussie, les actionnaires minoritaires de la nouvelle société peuvent se trouver dans la situation peu enviable que leur part du capital s’est rétrécie au point où une prise d’influence réelle sur les affaires de la société devient impossible. Deux procédés se conçoivent dans ces circonstances: le retrait obligatoire, à l’initiative de l’actionnaire majoritaire (soit l’offrant), et le rachat obligatoire, à l’initiative des actionnaires minoritaires. Le premier de ces cas équivaut à une expropriation du fait des actionnaires minoritaires – dès lors, le maintien du seuil de 95% des titres de la société à détenir par l’offrant s’il souhaite se prévaloir de la possibilité du retrait obligatoire se justifie pleinement. Par contre, le deuxième cas est celui d’actionnaires minoritaires qui seraient contraints de rester dans le capital d’une société dont tout contrôle leur échappe s’ils ne pouvaient avoir recours au rachat

obligatoire de leurs titres par l'offrant. Dans un souci de protection des actionnaires minoritaires, la possibilité d'exiger le rachat de leurs titres aux mêmes conditions qui ont présidé à la réalisation de l'OPA doit être ouverte dès qu'un offrant franchit le seuil de 90% des titres de la société visée. Retrait et rachat obligatoires fonctionneront donc à partir de seuils différents, une différence justifiée par la nécessité de permettre à des actionnaires largement minoritaires de quitter le capital d'une société du contrôle duquel ils sont évincés de fait.

Concernant encore le retrait et le rachat obligatoires, il convient d'instaurer la possibilité pour des actionnaires qui se trouvent dans les conditions de leur application de ce faire, même si l'OPA à la suite de laquelle ils se sont retrouvés dans la situation visée est achevée. Il serait illogique d'instaurer le retrait et le rachat obligatoires pour le présent et l'avenir sans permettre le recours à ce mécanisme à des actionnaires qui auraient souhaité s'en prévaloir au moment de la conclusion de l'OPA qu'ils ont menée ou qui les a concernés. Dans un souci de sécurité juridique, mais également afin de ne pas créer un droit exorbitant, la possibilité de recourir au retrait ou au rachat obligatoire en référence à des situations créées par des OPA achevées au moment de l'entrée en vigueur de la loi doit pourtant être limitée dans le temps. Il est ainsi proposé de les permettre encore pendant une période de six mois suivant l'entrée en vigueur de la loi. Dans le cas où les seuils du retrait ou du rachat obligatoires ont été atteints en dehors de toute OPA, le retrait respectivement le rachat obligatoire devraient également encore se concevoir pendant une période de transition suivant l'entrée en vigueur de la loi – les amendements proposés tiennent compte de cette exigence.

*Amendement 1:*

A l'article 2, la lettre e) du paragraphe (1) est complétée comme suit:

„e) „titres“: les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société, y compris les certificats représentatifs d'actions auxquels est attachée la possibilité de donner une instruction de vote;“

*Motivation de l'amendement 1:*

Cette précision écarte tout doute sur la question de savoir si les détenteurs de tels certificats, émis sur base d'un contrat fiduciaire, qui exercent leur droit de vote à travers un fiduciaire, bénéficient de la protection accordée aux actionnaires par le projet de loi.

*Amendement 2:*

Au paragraphe (1) de l'article 2, il est proposé d'ajouter la lettre h) suivante:

„h) „représentants du personnel“: les instances de représentants de travailleurs issues:

- de la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel;
- de la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes;
- de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs.“

*Motivation de l'amendement 2:*

Les représentants du personnel, sous la législation luxembourgeoise, sont issus de dispositions législatives auxquelles une référence formelle semble s'imposer dans le cadre des définitions posées par la loi sur les OPA. Cela est d'autant plus vrai que l'article 16 du projet de loi ne se réfère qu'à des directives européennes qui ne sont pas encore transposées en droit luxembourgeois.

*Amendement 3:*

Le point f) de l'article 3 est complété par la phrase suivante:

„Sans préjudice de l'article 5 (1), 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, avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de la publication des résultats de l'offre précédente en cas d'échec de cette offre ou à compter du retrait de cette offre.“

*Motivation de l'amendement 3:*

A la suite d'une OPA n'ayant pas abouti, une société visée doit pouvoir retrouver le rythme normal de son fonctionnement. En effet, sous le coup d'une offre publique, une société est perturbée dans son fonctionnement régulier. Dès lors, si une OPA n'aboutit pas, il convient d'imposer un délai d'un an à l'offrant pendant lequel il ne peut lancer de nouvelle offre à l'égard de la société visée. Ce délai doit également s'imposer à d'autres sociétés contrôlées par l'offrant de la première OPA, ainsi qu'à des sociétés dépendant directement ou indirectement de lui.

*Amendement 4:*

Le paragraphe (5) de l'article 4 est amendé comme suit:

~~„(5) La Commission dispose de tous les pouvoirs nécessaires à l'exercice de ses fonctions en application de la présente loi, dont le devoir de veiller à ce que les parties à l'offre respectent les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi.~~

~~Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe (1), la Commission est autorisée, dans son domaine de compétence en application de la présente loi, à déroger aux dispositions de la présente loi pour tenir compte de circonstances particulières, une décision motivée étant exigée dans ce dernier cas.~~

**Sous réserve des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée, dans le domaine de compétence défini par la présente loi, à ne pas faire application, dans des circonstances particulières, des dispositions des articles 3, f), 1er alinéa, in fine; 5, paragraphes (1) et (3); 6, paragraphes (1) et (3); 7, paragraphe (1); 11, paragraphe (1) et 13, alinéa 1, point d). Une décision spécialement motivée est exigée dans ce cas.**

*Motivation de l'amendement 4:*

La Commission des Finances et du Budget qui suit la proposition du Conseil d'Etat consistant à citer les règles auxquelles la CSSF peut déroger, complète la liste des articles et paragraphes concernés.

Ce libellé implique une modification de l'article 7(2) (selon l'avis du Conseil d'Etat); la première phrase du paragraphe (2) de cet article est donc supprimée.

Explication particulière de la référence à l'article 3, 1er alinéa, f) in fine:

Dans certains cas exceptionnels, l'instruction du dossier peut prendre un temps assez important notamment du fait que l'autorité compétente requiert la production de documents supplémentaires dont l'établissement prend un certain temps ce qui peut alors poser un problème au regard du délai maximal de 6 mois énoncé à l'article 3, 1er alinéa, f). C'est pourquoi il faut donner la possibilité à la CSSF dans des cas limités et dûment motivés de prolonger ce délai sans que toutefois le principe général du point f) qui veut qu'une société ne soit pas gênée au-delà d'un délai raisonnable, soit remis en cause.

*Amendement 5:*

La première phrase du paragraphe (1) de l'article 5 est modifiée comme suit:

**„(1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient obtient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, 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.**

*Motivation de l'amendement 5:*

Cette modification a pour but de clarifier le sens non rétroactif du paragraphe puisque cette disposition ne s'applique ni aux situations de contrôle préexistantes à la date d'entrée en vigueur de la loi, ni aux situations de renforcement d'un contrôle préexistant à la date d'entrée en vigueur de la loi.

*Amendement 6:*

Le paragraphe (5) de l'article 5 est complété comme suit:

„(5) 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 admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces. **La liquidité des titres de l'offrant est présumée suffisante au regard de l'alinéa précédent soit lorsque ces titres sont diffusés dans le public à concurrence d'au moins 25% du capital souscrit de l'offrant représenté par cette catégorie de titres, soit lorsque, en raison du nombre élevé de titres d'une même catégorie et l'étendue de leur diffusion dans le public, un fonctionnement régulier du marché est assuré avec un pourcentage plus faible.**

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.“.

*Motivation de l'amendement 6:*

Cet amendement définit la liquidité des titres de l'offrant. La définition retenue est celle de l'article 48 (5) de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, transposée au Luxembourg par le règlement d'ordre intérieur de la bourse. Une telle définition a le double mérite de se retrouver tant dans la réglementation nationale gouvernant l'admission de titres au marché réglementé de la bourse luxembourgeoise que dans les règlements d'une multitude de bourses européennes, de manière à constituer une approche légistiquement cohérente et dépourvue de tout arbitraire. Qui plus est, une même notion – celle de liquidité de titres – est ainsi traitée de la même manière, qu'il s'agisse du contexte de l'admission de titres à la cote ou de l'appréciation de la liquidité de titres offerts dans le cadre d'une OPA.

*Amendement 7:*

Le paragraphe (2) de l'article 6 est complété comme suit:

„(2) L'offrant a l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause. Avant que ce document soit rendu public, l'offrant le soumet, dans un délai de dix jours ouvrables à compter du jour où l'offre a été rendue publique, à l'approbation de la Commission.

La Commission notifie à l'offrant sa décision concernant l'approbation du document d'offre dans les 30 jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de document d'offre.

Si la Commission estime, pour des motifs raisonnables, que le document qui lui est soumis est incomplet ou qu'un complément d'information est nécessaire, elle en informe l'offrant dans les dix jours ouvrables qui suivent l'introduction, pour approbation, du document d'offre. Dans ce cas, le délai prévu à l'alinéa 2 du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant.

Le document d'offre est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du document d'offre en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptée dans tous les cas.

En approuvant le document d'offre la Commission ne s'engage pas en ce qui concerne l'opportunité économique ou financière de l'opération ou la qualité ou la solvabilité de l'offrant ou de la société visée.

Lorsque le document d'offre est rendu public, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant le communiquent respectivement aux représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même.

**Les représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont ensuite impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre tel que prévu à l'article 10 (5) du présent texte.**

**L'organe d'administration ou de direction informe et requiert l'avis des représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes, notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi.**

Dans le cas d'une offre pour laquelle la Commission n'est pas compétente en vertu de l'article 4, le document d'offre est reconnu au Luxembourg, sous réserve de son approbation par l'autorité compétente et d'une traduction en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise, dans le cas où les titres de la société visée sont admis à la négociation au Luxembourg, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation de la Commission. La Commission ne peut exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre que si ces informations sont propres au marché luxembourgeois et sont relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.“

*Motivation de l'amendement 7:*

Les représentants du personnel ou, à défaut de représentants, les travailleurs eux-mêmes, doivent être pleinement impliqués dans la démarche de réaction de la société visée à une offre publique. Dès lors, il convient de prévoir que ces représentants, ou les travailleurs eux-mêmes, participent à la conception de cette démarche et n'en soient pas, ainsi que le prévoit le projet de loi, seulement informés. L'avis des représentants du personnel ou des travailleurs est particulièrement significatif dans le contexte de l'appréciation de l'effet d'une OPA sur l'emploi au sein de la société visée.

*Amendement 8:*

A l'article 7, il est inséré un paragraphe (3) ayant la teneur suivante:

**„(3) Dans les cas où l'offrant parvient à acquérir le contrôle de la société visée, les détenteurs de titres n'ayant pas accepté l'offre jusqu'au moment de la clôture de la période d'acceptation de l'offre ont la possibilité d'accepter cette offre dans un délai de quinze jours qui court à compter de la publication prévue à l'article 13, alinéa 1, d) iii), excepté dans le cas d'une offre obligatoire faite en application de l'article 5 (1).“**

*Motivation de l'amendement 8:*

La disposition a pour objet de permettre aux actionnaires de se déterminer sur l'offre sans avoir à spéculer sur son résultat final. Ainsi l'actionnaire ne désirant pas que l'offrant acquière le contrôle de la société visée peut s'abstenir de présenter ses titres à l'offre et avoir néanmoins la garantie qu'il pourra les céder aux mêmes conditions après la clôture de la période d'acceptation au cas où l'offrant a quand même réussi à acquérir le contrôle de la société.

L'ouverture d'une telle possibilité n'a en soit pas d'incidence positive ou négative sur le résultat de l'offre mais garantit que l'actionnaire peut se déterminer sans qu'il soit obligé d'évaluer les chances de succès de celle-ci. Cette disposition est directement inspirée d'une disposition similaire du droit allemand (§16 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001).

Il est évident qu'il n'y a lieu d'ouvrir cette possibilité que dans le cas d'une offre volontaire alors que le doute quant à l'acquisition du contrôle n'existe pas dans le chef de l'actionnaire dans l'hypothèse d'une offre obligatoire, cette dernière n'étant par définition requise qu'en cas d'acquisition du contrôle au préalable. Le délai est assez bref puisque les actionnaires ont bénéficié pendant la durée de l'offre d'un délai suffisant pour évaluer la contrepartie économique de l'offre.

*Amendement 9:*

Le paragraphe (1) de l'article 9 est modifié de la façon suivante:

**„(1) Les sociétés dont le siège social se trouve sur le territoire du Luxembourg ont le choix réversible de se soumettre aux dispositions de l'article 10 paragraphes (2) et (3) et de l'article 12, ou à l'un des deux seulement, sans préjudice de l'article 12, paragraphe (7).“**

*Motivation de l'amendement 9:*

Cette modification permet de préciser que, conformément à la directive transposée, une société a le choix de se soumettre aux dispositions de l'article 10 paragraphes (2) et (3) et de l'article 12, ou à l'un des deux seulement, sans préjudice de l'article 12, paragraphe (7).



*Amendement 10:*

Le paragraphe (5) de l'article 10 aura la teneur suivante:

„(5) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3), point i). Avant d'établir son avis, l'organe d'administration ou de direction consulte les représentants du personnel de la société ou, s'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis **distinct** des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.“.

*Motivation de l'amendement 10:*

Dans le but d'une transposition appropriée de la directive, la Commission des Finances et du Budget tient à maintenir le terme „distinct“ à l'endroit où il figure également dans la directive. Ce terme avait été supprimé par le Conseil d'Etat.

*Amendement 11:*

L'article 14 est complété par la phrase suivante:

**„Par représentants du personnel au sens du présent article, il y a également lieu d'entendre les instances de représentation des travailleurs définies à l'article 2 (1) h).“.**

*Motivation de l'amendement 11:*

Cet amendement sert à reprendre la définition de représentants du personnel ajoutée à l'article 2 pour les besoins de l'application de l'article 14.

*Amendement 12:*

Le paragraphe (1) de l'article 16 est remplacé comme suit:

**„(1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une offre à tous les détenteurs de titres d'une société visée, ou autrement qu'à la suite d'une telle offre, seule ou avec des personnes agissant de concert avec elle, des titres lui conférant plus de 90% des droits de vote dans une société visée par la présente loi, un détenteur de titres peut exiger de cette personne qu'elle rachète ses titres pour un juste prix tel que défini à l'article 15, paragraphe (5), à payer en espèces ou en titres liquides au sens de l'article 5, paragraphe (5), avec une option pour le détenteur que ce prix soit payé en espèces.“**

Le paragraphe (2) est supprimé et le paragraphe (3) devient paragraphe (2).

*Motivation de l'amendement 12:*

L'article 16 du projet de loi, concernant le rachat obligatoire des titres d'actionnaires minoritaires par l'offrant, reprend le même seuil à partir duquel cette opération devient possible que celui qui permet à l'offrant d'exiger le retrait de tels actionnaires. Ce seuil est de 95% dans le projet de loi, soit le plus élevé des seuils permis par la directive 2004/25/CE.

Or, dans un souci de protection des actionnaires minoritaires dans le contexte d'une OPA réussie, un abaissement du seuil à partir duquel ces derniers peuvent exiger le rachat de leurs titres par l'offrant s'impose. A cet égard, l'amendement propose de retenir le seuil de 90% pour le rachat obligatoire, ainsi que le permet la directive à transposer.

*Amendement 13:*

L'article 20 est modifié comme suit:

**„Art. 20.– Dispositions transitoires**

**(1)** La présente loi s'applique à toutes les offres pour lesquelles le document d'offre a été publié avant la date d'entrée en vigueur de la présente loi sans que les étapes déjà valablement accomplies

ne doivent être répétées. En particulier, le document d'offre déjà publié ne doit pas être refait pour autant qu'il respecte les prescriptions de la présente loi quant à son contenu minimum.

**(2) Pendant une période de six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi, toute personne, qui détient au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société de droit luxembourgeois dont les titres avaient été admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg, et qui antérieurement à l'entrée en vigueur de la présente loi avait fait une offre publique d'acquisition aux détenteurs de titres de cette société, peut exercer les droits au retrait obligatoire prévus à l'article 15 dans les conditions prévues par celui-ci, même au cas où les titres de cette société ne sont plus négociés sur un marché réglementé au moment de cette entrée en vigueur.**

**(3) Le paragraphe (1) de l'article 16, instaurant un droit au rachat obligatoire, s'applique également au cas où une personne physique ou morale détient, au moment de l'entrée en vigueur de la présente loi des titres lui conférant plus de 90% des droits de vote dans une société visée par la présente loi, si la demande de rachat est faite au cours des six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi.**

**(4) Les dispositions de l'article 18 (2) ne s'appliquent pas à des offres en cours avant l'entrée en vigueur de la présente loi.**

*Motivation de l'amendement 13:*

L'article 20 du projet de loi, concernant les dispositions transitoires, mérite d'être organisé en quatre paragraphes, le premier desquels reprendra alors la teneur de l'article 20 dans sa rédaction actuelle. Les paragraphes (2), (3) et (4) contiennent des dispositions à intégrer dans l'article 20 par voie d'amendements.

Le paragraphe (2) crée une période de transition de six mois suivant l'entrée en vigueur de la loi pendant laquelle des actionnaires se trouvant dans les conditions requises pour exiger le retrait obligatoire, que ce soit à la suite d'une OPA ou non, peuvent se prévaloir encore de ces dispositions. La justification de l'introduction de cette faculté se retrouve à l'exposé des motifs des présents amendements. Le paragraphe (3) institue une faculté analogue au bénéfice des actionnaires minoritaires se trouvant dans les conditions requises pour exiger le rachat de leurs titres.

Le paragraphe (4) de l'article 20, finalement, contient l'exclusion expresse de l'application rétroactive des sanctions pénales prévues par le projet de loi, en conformité avec le principe de non-rétroactivité de la loi pénale la plus contraignante.

\*

Vu l'extrême urgence de l'adoption de ce projet de loi, je vous saurais gré de bien vouloir considérer ces amendements **avant le 31 mars**, de manière à ce que la loi puisse être votée au cours des séances publiques du 4 au 6 avril 2006.

Copie de la présente est envoyée pour information à Monsieur Jean-Claude Juncker, Ministre des Finances, et à Madame Octavie Modert, Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération très distinguée.

*Le Président de la Chambre des Députés,*  
Lucien WEILER

\*

## TEXTE COORDONNE

### 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

##### **Art. 1er.– Champ d'application**

(1) La présente loi s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un Etat membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, ci-après dénommé „Etat Membre“, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres, ci-après dénommé „marché réglementé“.

(2) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par des sociétés dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public, dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques et dont les parts sont, à la demande des détenteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements le fait pour ces sociétés d'agir afin de garantir que la valeur en bourse de leurs parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette.

(3) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par les banques centrales des Etats membres.

##### **Art. 2.– Définitions**

(1) Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 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 des 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;
- b) „société visée“: la société dont les titres font l'objet d'une offre;
- c) „offrant“: toute personne physique ou morale, de droit public ou privé, qui fait une offre;
- d) „personnes agissant de concert“: les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre;
- e) „titres“: les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société, **y compris les certificats représentatifs d'actions auxquels est attachée la possibilité de donner une instruction de vote;**
- f) „parties à l'offre“: l'offrant, les membres de l'organe d'administration ou de direction de l'offrant lorsque celui-ci est une société, la société visée, les détenteurs de titres de la société visée et les membres de l'organe d'administration ou de direction de la société visée, ainsi que les personnes agissant de concert avec ces parties;
- g) „titres à droit de vote multiple“: les titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix;
- h) „représentants du personnel“: les instances de représentants de travailleurs issues:**
  - **de la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel;**
  - **de la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes;**
  - **de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs.**

(2) Aux fins du paragraphe (1), point d), les personnes contrôlées par une autre personne au sens de la directive 2004/109/CE sont réputées être des personnes agissant de concert avec cette autre personne et entre elles.

### **Art. 3.– Principes généraux**

Les principes suivants doivent être respectés en cas d'offre publique d'acquisition:

- a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent; en outre, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés;
- b) les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit présenter son avis relatif aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'activité de la société;
- c) l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre;
- d) il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé;
- e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie;
- f) la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres; ce délai ne peut en tout cas pas dépasser six mois à partir du jour où la décision de faire une offre a été rendue publique par l'offrant. **Sans préjudice de l'article 5 (1), 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, avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de la publication des résultats de l'offre précédente en cas d'échec de cette offre ou à compter du retrait de cette offre.**

### **Art. 4.– Autorité de contrôle et droit applicable**

(1) La Commission de surveillance du secteur financier, ci-après dénommée „la Commission“, est l'autorité compétente pour le contrôle d'une offre en ce qui concerne les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi. Elle exerce ses fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à une offre.

(2) a) La Commission est compétente pour le contrôle d'une offre lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg et lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg.

b) 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, 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 sont admis à la négociation.

Si les titres de la 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.

c) Si les titres de la société visée ont été 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 et leurs autorités de contrôle le premier jour de la négociation.

Si les titres de la société visée ont déjà été admis à la négociation sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres au 20 mai 2006 et y ont été admis simultanément, les autorités de contrôle de ces Etats membres conviennent de l'autorité qui, parmi elles, sera compétente pour le contrôle de l'offre dans un délai de quatre semaines après le 20 mai 2006.

A défaut, la société visée détermine celle de ces autorités qui sera l'autorité compétente le premier jour de négociation suivant ce délai de quatre semaines.

- d) La Commission veille à ce que les décisions visées au point c) soient rendues publiques.
- e) Dans les cas visés aux points b) et c), les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre, sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente. Pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables et l'autorité compétente sont celles de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

(3) Pour l'application de la présente loi, toutes les personnes au service de la Commission sont tenues au secret professionnel. Cette obligation persiste au-delà de la cessation de leurs fonctions. Les informations couvertes par le secret professionnel ne peuvent être divulguées, à quelque personne ou autorité que ce soit, qu'en vertu de dispositions législatives dans les conditions définies à l'article 16 de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

(4) La Commission ainsi que les autorités de contrôle des autres Etats membres au sens de la présente loi et les autres autorités chargées de contrôler les marchés des capitaux, en application notamment de la directive 2004/39/CE, de la directive 2001/34/CE, de la directive 2004/109/CE, de la directive 2003/6/CE et de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, coopèrent et se communiquent des informations dans toute la mesure nécessaire à l'application des règles établies conformément à la présente loi, et en particulier dans les cas prévus au paragraphe (2), points b), c) et e). Les informations ainsi échangées sont couvertes par l'obligation de secret professionnel qui incombe aux personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle qui les reçoivent. La coopération comprend la capacité de notifier les actes juridiques nécessaires à l'application des mesures prises par les autorités compétentes en liaison avec des offres, ainsi que toute autre aide pouvant être raisonnablement demandée par les autorités de contrôle concernées aux fins d'enquêter sur les violations effectives ou prétendues des règles adoptées ou introduites en application de la directive 2004/25/CE.

(5) La Commission dispose de tous les pouvoirs nécessaires à l'exercice de ses fonctions en application de la présente loi, dont le devoir de veiller à ce que les parties à l'offre respectent les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe (1), la Commission est autorisée, dans son domaine de compétence en application de la présente loi, à déroger aux dispositions de la présente loi pour tenir compte de circonstances particulières, une décision motivée étant exigée dans ce dernier cas.

**Sous réserve des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée, dans le domaine de compétence défini par la présente loi, à ne pas faire application, dans des circonstances particulières, des dispositions des articles 3, f) alinéa 1er, in fine; 5, paragraphes (1) et (3), 6, paragraphes (1) et (3), 7, paragraphe (1), 11, paragraphe (1) et 13, alinéa 1, point d). Une décision spécialement motivée est exigée dans ce cas.**

#### ***Art. 5.– Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable***

(1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient **obtient**, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, 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).

(2) L'obligation de lancer une offre prévue au paragraphe (1) n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la présente loi à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations.

(3) Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1) et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

Pour les sociétés dont le siège social est établi au Luxembourg le pourcentage de droits de vote est fixé à 33 1/3%. Pour le calcul du pourcentage il est tenu compte de tous les titres de la société à l'exclusion des titres assortis d'un droit de vote uniquement dans des situations particulières.

(4) Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période de douze mois précédant l'offre visée au paragraphe (1). Si, après publication de l'offre et avant expiration de la période d'acceptation de celle-ci, l'offrant ou toute personne agissant de concert avec lui acquiert des titres à un prix supérieur au prix de l'offre, l'offrant porte son offre à un prix au moins égal au prix le plus élevé payé pour les titres ainsi acquis.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée à modifier le prix prévu au premier alinéa. Le prix le plus élevé ne peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, que si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur et un vendeur, ou si les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, ou si les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des événements exceptionnels, ou pour permettre le sauvetage d'une entreprise en détresse. La Commission utilise dans ces cas des critères clairement définis qui peuvent être la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière.

Un règlement grand-ducal peut prévoir d'autres circonstances dans lesquelles des dysfonctionnements du marché auraient une incidence sur l'établissement du prix selon l'alinéa 1 du présent paragraphe.

Toute décision de la Commission qui modifie le prix équitable doit être motivée et rendue publique.

(5) 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 admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces. **La liquidité des titres de l'offrant est présumée suffisante au regard de l'alinéa précédent soit lorsque ces titres sont diffusés dans le public à concurrence d'au moins 25% du capital souscrit de l'offrant représenté par cette catégorie de titres, soit lorsque, en raison du nombre élevé de titres d'une même catégorie et l'étendue de leur diffusion dans le public, un fonctionnement régulier du marché est assuré avec un pourcentage plus faible.**

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.

#### **Art. 6.– Information sur l'offre**

(1) La décision de faire une offre doit être rendue publique par l'offrant immédiatement à la suite de la prise de décision par l'offrant et la Commission doit être informée de cette offre avant que cette décision soit rendue publique. Dès que l'offre a été rendue publique, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant informent respectivement les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même.



(2) L'offrant a l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause. Avant que ce document soit rendu public, l'offrant le soumet, dans un délai de dix jours ouvrables à compter du jour où l'offre a été rendue publique, à l'approbation de la Commission.

La Commission notifie à l'offrant sa décision concernant l'approbation du document d'offre dans les 30 jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de document d'offre.

Si la Commission estime, pour des motifs raisonnables, que le document qui lui est soumis est incomplet ou qu'un complément d'information est nécessaire, elle en informe l'offrant dans les dix jours ouvrables qui suivent l'introduction, pour approbation, du document d'offre. Dans ce cas, le délai prévu à l'alinéa 2 du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant.

Le document d'offre est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du document d'offre en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptée dans tous les cas.

En approuvant le document d'offre la Commission ne s'engage pas en ce qui concerne l'opportunité économique ou financière de l'opération ou la qualité ou la solvabilité de l'offrant ou de la société visée.

Lorsque le document d'offre est rendu public, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant le communiquent respectivement aux représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même.

**Les représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont ensuite impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre tel que prévu à l'article 10 (5) du présent texte.**

**L'organe d'administration ou de direction informe et requiert l'avis des représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes, notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi.**

Dans le cas d'une offre pour laquelle la Commission n'est pas compétente en vertu de l'article 4, le document d'offre est reconnu au Luxembourg, sous réserve de son approbation par l'autorité compétente et d'une traduction en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise, dans le cas où les titres de la société visée sont admis à la négociation au Luxembourg, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation de la Commission. La Commission ne peut exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre que si ces informations sont propres au marché luxembourgeois et sont relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.

(3) Le document d'offre prévu au paragraphe (2) comporte au moins les indications suivantes:

- a) la teneur de l'offre;
- b) l'identité de l'offrant et, lorsque l'offrant est une société, la forme, la dénomination et le siège social de cette société;
- c) les titres ou, le cas échéant, la ou les catégories de titres qui font l'objet de l'offre;
- d) la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres et, dans le cas d'une offre obligatoire, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie;
- e) l'indemnisation proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés en application de la règle relative à la neutralisation des restrictions énoncée à l'article 12, paragraphe (4), ainsi que les modalités de paiement de cette indemnisation et la méthode employée pour la déterminer;
- f) le pourcentage ou le nombre maximal et minimal de titres que l'offrant s'engage à acquérir;
- g) le détail des participations que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée;
- h) toutes les conditions auxquelles l'offre est subordonnée;

- i) les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offrante ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi, et en particulier les plans stratégiques de l'offrant pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés;
- j) la période d'acceptation de l'offre;
- k) lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, de quelque nature qu'ils soient, des informations sur ces titres;
- l) des informations sur le financement de l'offre;
- m) l'identité des personnes agissant de concert avec l'offrant ou la société visée et, lorsqu'il s'agit de sociétés, leur forme, leur dénomination, leur siège social ainsi que leur lien avec l'offrant et, lorsque cela est possible, avec la société visée;
- n) la législation nationale qui régira les contrats conclus entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes.

(4) Les parties à une offre sont tenues de communiquer à tout moment aux autorités de contrôle de leur Etat membre, sur demande, toutes les informations en leur possession sur l'offre qui sont nécessaires à l'exercice des fonctions des autorités de contrôle.

#### **Art. 7.– Période d'acceptation**

(1) La période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines ni supérieure à dix semaines à compter de la date de publication du document d'offre. Sous réserve du respect du principe général prévu à l'article 3, paragraphe (1), point f), la période de dix semaines pourra être prolongée, à condition que l'offrant notifie au moins deux semaines à l'avance son intention de clôturer l'offre.

(2) La Commission peut accorder une dérogation à la durée prévue au paragraphe (1) afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale d'actionnaires pour examiner l'offre.

**(3) Dans les cas où l'offrant parvient à acquérir le contrôle de la société visée, les détenteurs de titres n'ayant pas accepté l'offre jusqu'au moment de la clôture de la période d'acceptation de l'offre ont la possibilité d'accepter cette offre dans un délai de quinze jours qui court à compter de la publication prévue à l'article 13, alinéa 1, d) iii), excepté dans le cas d'une offre obligatoire faite en application de l'article 5 (1).**

#### **Art. 8.– Publicité de l'offre**

(1) La publicité de l'offre doit assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de l'offrant ou de toute autre société concernée par l'offre, afin d'éviter notamment la publication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

(2) La Commission détermine les modalités de la publication de toutes les informations et de tous les documents requis par l'article 6 d'une manière garantissant que les détenteurs de titres, au moins dans les Etats membres sur le marché réglementé desquels les titres de la société visée ont été admis à la négociation, ainsi que les représentants du personnel de la société visée et de l'offrant ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même peut en disposer facilement et rapidement.

#### **Art. 9.– Arrangements facultatifs**

(1) Les sociétés dont le siège social se trouve sur le territoire du Luxembourg ont le choix réversible de se soumettre aux dispositions de l'article 10 paragraphes (2) et (3) et de l'article 12, **ou à l'un des deux seulement**, sans préjudice de l'article 12, paragraphe (7).

(2) La décision de la société est prise par l'assemblée générale des actionnaires, conformément aux règles applicables à la modification des statuts. La décision est notifiée à la Commission ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des Etats membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.

(3) Les sociétés qui appliquent l'article 10, paragraphes (2) et (3), ou l'article 12 sont exemptées d'appliquer l'article 10, paragraphes (2) et (3), 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 par une telle société, conformément à l'article 1er de la directive 83/349/CEE.

(4) La Commission veille à ce que les dispositions applicables aux différentes sociétés soient divulguées sans délai.

(5) Toute mesure appliquée en vertu du paragraphe (3) est soumise à l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de la société visée, ladite autorisation devant avoir été reçue au plus tôt dix-huit mois avant que l'offre ait été rendue publique conformément à l'article 6, paragraphe (1).

**Art. 10.– Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée**

(1) Les règles prévues aux paragraphes (2) et (3) doivent être respectées lorsqu'une société a décidé de se soumettre à ces règles conformément aux dispositions de l'article 9, sans préjudice des dispositions relatives à une éventuelle exemption en application de l'article 9.

(2) Pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée.

Une telle autorisation est requise à partir du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit les informations sur l'offre mentionnées à l'article 6, paragraphe (1), première phrase, et aussi longtemps que le résultat de l'offre n'a pas été rendu public ou qu'elle n'est pas devenue caduque.

(3) En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée au paragraphe (2), deuxième alinéa, et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en oeuvre, l'assemblée générale des actionnaires doit approuver ou confirmer toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

(4) Aux fins de l'obtention de l'autorisation préalable, de l'approbation ou de la confirmation des détenteurs de titres, visées aux paragraphes (2) et (3), une assemblée générale des actionnaires peut être convoquée, moyennant une unique annonce insérée au moins deux semaines avant l'assemblée dans le Mémorial et dans un journal luxembourgeois (et/ou dans un journal étranger). Il en est de même en cas de prorogation de l'assemblée générale.

(5) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3), point i). Avant d'établir son avis, l'organe d'administration ou de direction consulte les représentants du personnel de la société ou, s'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis **distinct** des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.

(6) Aux fins du paragraphe (2), il y a lieu d'entendre par organe d'administration ou de direction, à la fois le conseil d'administration de la société et son conseil de surveillance, lorsque la structure de la société est de type dualiste.

**Art. 11.– Information sur les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1)**

(1) Les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1), doivent publier des informations détaillées sur les points suivants:

a) la structure de leur capital, y compris les titres qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre, avec le cas échéant une indication des différentes catégories d'actions

- et, pour chaque catégorie d'actions, les droits et obligations qui lui sont attachés et le pourcentage du capital social total qu'elle représente;
- b) toute restriction au transfert de titres, telle que des limitations à la possession de titres ou la nécessité d'obtenir une autorisation de la société ou d'autres détenteurs de titres, sans préjudice de l'article 46 de la directive 2001/34/CE;
  - c) les participations significatives au capital, directes ou indirectes (par exemple, des participations indirectes au travers de structures pyramidales ou d'actionnariat croisé), au sens de la directive 2004/109/CE;
  - d) les détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
  - e) le mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés directement par ce dernier;
  - f) toute restriction au droit de vote, telle que des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres;
  - g) les accords entre actionnaires, qui sont connus de la société et peuvent entraîner des restrictions au transfert de titres ou aux droits de vote, au sens de la directive 2004/109/CE;
  - h) les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ou de direction ainsi qu'à la modification des statuts de la société;
  - i) les pouvoirs des membres de l'organe d'administration ou de direction, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des titres;
  - j) tous les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société à la suite d'une offre publique d'acquisition, et leurs effets, sauf lorsque leur nature est telle que leur divulgation porterait gravement atteinte à la société; cette exception n'est pas applicable lorsque la société est spécifiquement tenue de divulguer ces informations en vertu d'autres exigences légales;
  - k) tous les accords entre la société et les membres de son organe d'administration ou de direction ou son personnel, qui prévoient des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans raison valable ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition.

(2) Pour les sociétés dont le siège social est au Luxembourg, les informations visées au paragraphe (1) sont publiées dans le rapport de gestion de la société, prévu à 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, et dans le rapport consolidé de gestion, prévu à l'article 339 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

(3) L'organe d'administration ou de direction de ces sociétés présente un rapport explicatif à l'assemblée générale annuelle des actionnaires sur les points visés au paragraphe (1).

#### **Art. 12.– Neutralisation des restrictions**

(1) Sans préjudice des autres droits et obligations prévus par les lois et règlements en vigueur pour les sociétés visées à l'article 1er, paragraphe (1), les dispositions prévues aux paragraphes (2) à (7) s'appliquent lorsqu'une offre a été rendue publique et lorsqu'une société a décidé de se soumettre à ces règles conformément aux dispositions de l'article 9, sans préjudice des dispositions relatives à une éventuelle exemption en application de l'article 9.

(2) Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).

Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).

(3) Les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les restrictions au droit de vote prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix à l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

(4) Lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient au moins 75% du capital assorti de droits de vote, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote visées aux paragraphes (2) et (3), ainsi que les droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres de l'organe d'administration ou de direction prévus dans les statuts de la société visée, ne s'appliquent pas; les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction.

A cet effet, l'offrant a le droit de convoquer une assemblée générale des actionnaires dans les mêmes conditions que celles prévues au paragraphe (4) de l'article 10.

(5) Lorsque des droits sont supprimés sur la base des paragraphes (2), (3) ou (4) du présent article ou de l'article 9, les détenteurs de ces droits peuvent prétendre à une indemnisation équitable. Les conditions qui régissent la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont approuvées par la Commission.

(6) Les paragraphes (3) et (4) ne s'appliquent pas aux titres lorsque les restrictions au droit de vote sont compensées par des avantages pécuniaires spécifiques.

(7) Le présent article ne s'applique pas lorsqu'un Etat membre détient des titres de la société visée qui lui confèrent des droits spéciaux compatibles avec le traité de l'Union européenne, ni aux droits spéciaux prévus en droit national et compatibles avec le traité, ni aux sociétés coopératives.

#### **Art. 13.– *Autres règles régissant les offres***

Les règles suivantes, relatives respectivement à la caducité des offres, à la révision des offres, à la concurrence d'offres, à la publication des résultats des offres et à l'irrévocabilité des offres, s'appliquent aux offres et la Commission veille à leur application.

- a) Une offre devient caduque lorsque la Commission constate que les principes généraux mentionnés à l'article 3 de la présente loi ne sont manifestement pas remplis dans le cadre de cette offre et au cas où une des conditions suspensives de l'offre n'est pas réalisée.
- b) A partir de l'information préalable par l'offrant de la Commission en vertu de l'article 6 (1) de la présente loi, les conditions de l'offre ne peuvent plus être modifiées, sauf dans un sens plus favorable pour les détenteurs de titres de la société visée. Toute augmentation du prix de l'offre doit obligatoirement bénéficier aux détenteurs de titres qui ont accepté l'offre avant ladite augmentation et les acceptations de l'offre introduites avant la publication du document d'offre ne lient pas les détenteurs de titres. Au cas où une telle modification des conditions a eu lieu, la clôture de l'offre ne pourra se faire qu'après un délai raisonnable suite à la publication des modifications.
- c) Au cas où une offre concurrente est faite, la période d'acceptation de l'offre initiale est automatiquement allongée et ne s'éteint qu'avec la période d'acceptation de l'offre concurrente. Les détenteurs de titres ayant accepté une offre sont automatiquement déliés de leur acceptation en cas d'offre concurrente.
- d) L'offrant est obligé de communiquer à la Commission et de publier le nombre de titres, en précisant le nombre des droits de vote qui en découlent, pour lesquels son offre a été acceptée ou qui appartiennent d'une façon ou d'une autre à lui, respectivement à lui et aux personnes agissant de concert avec lui:
  - i) tous les sept jours à compter de la publication du document d'offre;

- ii) tous les matins des derniers sept jours de la période d'acceptation; et
  - iii) au soir de la dernière journée de la période d'acceptation.
- e) L'offrant s'engage, pour ce qui dépend de lui, à mener l'offre à son terme et en accord avec les conditions autorisées par la Commission. A compter de la publication du document d'offre, l'offre ne peut être retirée que dans les cas suivants:
- i) en cas d'offre concurrente;
  - ii) en cas de défaut d'autorisation administrative requise pour l'acquisition des titres qui font l'objet de l'offre et notamment dans l'hypothèse où l'opération ne pourrait se réaliser à la suite d'une décision des autorités chargées de veiller à la libre concurrence;
  - iii) au cas où, indépendamment de la volonté de l'offrant, une condition de l'offre n'est pas remplie;
  - iv) moyennant l'autorisation motivée de la Commission, en cas de circonstances exceptionnelles ne permettant pas la réalisation de l'offre pour des raisons indépendantes de la volonté de l'offrant.

Les détenteurs de titres qui ont accepté l'offre peuvent valablement se retirer au cas où une des dispositions de la présente loi n'a pas été respectée par l'offrant ou une personne agissant de concert avec ce dernier.

Le retrait de l'offre est notifié à la Commission. Au plus tard le jour suivant la réception de cette notification, la Commission rend public ce retrait, aux frais de l'offrant et selon les modalités qu'elle établit.

Ces règles peuvent être précisées par règlement grand-ducal.

**Art. 14.– Information et consultation des représentants du personnel**

La présente loi ne porte pas préjudice aux règles relatives à l'information et à la consultation des représentants du personnel de l'offrant et de la société visée ainsi que, le cas échéant, à la cogestion avec ce personnel, régies par les dispositions nationales pertinentes, et notamment celles arrêtées en application des directives 94/45/CE, 98/59/CE, 2001/86/CE et 2002/14/CE.

**Par représentants du personnel au sens du présent article, il y a également lieu d'entendre les instances de représentation des travailleurs définies à l'article 2 (1) h).**

**Art. 15.– Retrait obligatoire**

(1) Lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, les paragraphes (2) à (5) s'appliquent.

(2) Un offrant peut exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix, lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote de la société visée.

(3) La Commission veille à ce que soient en vigueur des règles permettant de calculer quand le seuil est atteint.

Lorsque la société visée a émis plusieurs catégories de titres, le droit de recourir au retrait obligatoire peut n'être exercé que pour la catégorie dans laquelle le seuil prévu au paragraphe (2) a été atteint.

(4) Si l'offrant souhaite exercer le droit de recourir au retrait obligatoire, il l'exerce dans un délai de trois mois après la fin de la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7.

(5) La Commission veille à ce qu'un juste prix soit garanti. Ce prix doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister en une valeur en espèces. Des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option.

A la suite d'une offre volontaire, dans le cas prévu au paragraphe (2) la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres si l'offrant a acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre.

A la suite d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres.



**Art. 16.– Rachat obligatoire**

**(1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une offre à tous les détenteurs de titres d'une société visée, ou autrement qu'à la suite d'une telle offre, seule ou avec des personnes agissant de concert avec elle, des titres lui conférant plus de 90% des droits de vote dans une société visée par la présente loi, un détenteur de titres peut exiger de cette personne qu'elle rachète ses titres pour un juste prix tel que défini à l'article 15, paragraphe (5), à payer en espèces ou en titres liquides au sens de l'article 5, paragraphe (5), avec une option pour le détenteur que ce prix soit payé en espèces.**

(2) Un détenteur de titres, d'actions sans droit de vote ou de parts bénéficiaires démunies du droit de vote restants peut exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour un juste prix, dans les mêmes conditions que celles prévues à l'article 15, paragraphe (2).

(2) L'article 15, paragraphes (3) à (5), s'applique mutatis mutandis.

**Art. 17.– Sanctions**

(1) En cas d'infractions à la présente loi, qui sont de nature à porter atteinte aux principes généraux énoncés sous a) à e) de l'article 3, la Commission peut frapper les parties à l'offre d'une amende d'ordre de 125 à 12.500 euros.

(2) Sont punis d'un emprisonnement de 8 jours à cinq ans et d'une amende de 251 à 125.000 euros ou d'une de ces peines seulement:

- 1° ceux qui omettent d'aviser au préalable la Commission d'une offre en exécution de l'article 6 (1) de la présente loi,
- 2° ceux qui refusent de donner à la Commission les renseignements qu'ils sont tenus de lui fournir en vertu de l'article 6 (2), 3e alinéa de la présente loi ou qui donnent sciemment des renseignements inexacts ou incomplets,
- 3° ceux qui omettent de transmettre le document d'offre aux représentants du personnel, ou lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même en application de l'article 6 (2), 5e alinéa de la présente loi.

**Art. 18.– Voies de recours**

Un recours en annulation est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi. Toutefois, les décisions de la Commission infligeant une amende d'ordre sont susceptibles d'un recours en pleine juridiction.

**Art. 19.– Disposition modificative**

Le paragraphe 1er de l'article 24 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier est modifié par l'ajout d'un nouvel alinéa ayant la teneur suivante:

„La Commission est autorisée à prélever la contrepartie de ses frais de fonctionnement par des taxes à percevoir auprès de l'offrant demandant l'approbation du document d'offre publique d'acquisition.“

**Art. 20.– Dispositions transitoires**

(1) La présente loi s'applique à toutes les offres pour lesquelles le document d'offre a été publié avant la date d'entrée en vigueur de la présente loi sans que les étapes déjà valablement accomplies ne doivent être répétées. En particulier, le document d'offre déjà publié ne doit pas être refait pour autant qu'il respecte les prescriptions de la présente loi quant à son contenu minimum.

**(2) Pendant une période de six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi, toute personne, qui détient au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société de droit luxembourgeois dont les titres avaient été admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg, et qui antérieurement à l'entrée en vigueur de la présente loi avait fait une offre publique d'acquisition aux détenteurs de titres de cette société, peut exercer**

les droits au retrait obligatoire prévus à l'article 15 dans les conditions prévues par celui-ci, même au cas où les titres de cette société ne sont plus négociés sur un marché réglementé au moment de cette entrée en vigueur.

(3) Le paragraphe (1) de l'article 16, instaurant un droit au rachat obligatoire, s'applique également au cas où une personne physique ou morale détient, au moment de l'entrée en vigueur de la présente loi des titres lui conférant plus de 90% des droits de vote dans une société visée par la présente loi, si la demande de rachat est faite au cours des six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi.

(4) Les dispositions de l'article 18 (2) ne s'appliquent pas à des offres en cours avant l'entrée en vigueur de la présente loi.

**Art. 21.– *Entrée en vigueur***

La présente loi entre en vigueur le jour de sa publication au Mémorial.

5540/03A

N° 5540<sup>3A</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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

\* \* \*

**DEPECHE DU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES  
AU PRESIDENT DU CONSEIL D'ETAT**

(28.3.2006)

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous informer qu'une erreur s'est malheureusement glissée dans ma lettre du 23 mars 2006 relative à un amendement au projet de loi sous objet.

Ainsi que le stipule la motivation de l'amendement 13, pendant une période transitoire de six mois suivant l'entrée en vigueur de la loi, le droit au retrait obligatoire doit pouvoir être exercé par tout actionnaire détenteur de 95% des actions et droits de vote dans une société, que cet actionnaire ait atteint le seuil de 95% à la suite d'une OPA ou autrement. C'est pourquoi, l'amendement 13 lui-même doit également rendre compte de cette intention. Il est dès lors proposé de reformuler l'amendement en ce qui concerne l'alinéa (2) de l'article 20, de manière à ce qu'il se lise comme suit:

**(2) Pendant une période de six mois suivant l'entrée en vigueur de la présente loi, toute personne qui détient, à la suite d'une offre à tous les détenteurs de titres d'une société visée, ou autrement qu'à la suite d'une telle offre, au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société de droit luxembourgeois dont les titres avaient été admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg et qui antérieurement à l'entrée en vigueur de la présente loi avait fait une offre publique d'acquisition aux détenteurs de titres de cette société, peut exercer les droits au retrait obligatoire prévus à l'article 15 dans les conditions prévues par celui-ci, même au cas où les titres de cette société ne sont plus négociés sur un marché réglementé au moment de cette entrée en vigueur.**

Copie de la présente est envoyée pour information à Monsieur Jean-Claude Juncker, Ministre des Finances, et à Madame Octavie Modert, Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération très distinguée.

*Le Président de la Chambre des Députés,*  
Lucien WEILER

Service Central des Imprimés de l'Etat

5540/04



N° 5540<sup>4</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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**

\* \* \*

**AVIS COMPLEMENTAIRE DU CONSEIL D'ETAT**

(4.4.2006)

Par dépêche en date du 23 mars 2006, le Président de la Chambre des députés, se référant à l'article 19(2) de la loi du 12 juillet 1996 portant réforme du Conseil d'Etat, a saisi le Conseil d'Etat d'amendements au projet de loi sous rubrique.

Ces amendements ont été adoptés par la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des députés. Outre un exposé des motifs des propositions d'amendement, un commentaire était joint à leur texte.

La Commission a par ailleurs retenu la plupart des propositions de modification formulées par le Conseil d'Etat dans son avis du 7 mars 2006, de sorte qu'il n'y a plus lieu d'y revenir. Le Conseil d'Etat signale toutefois qu'au paragraphe 4 de l'article 10, la Chambre des députés devra encore opter pour la seule publication dans un journal luxembourgeois ou pour une publication alternative ou cumulative dans un journal étranger. Une autre remarque concerne l'article 13, alinéa 1, lettre d) où il y a lieu de lire *in fine* „qui appartiennent d'une façon ou d'une autre respectivement à lui et aux personnes agissant de concert avec lui“.

Par dépêche du 28 mars 2006, le Conseil d'Etat s'est encore vu transmettre par le Président de la Chambre des députés un rectificatif visant à redresser une erreur matérielle qui s'était glissée dans sa lettre du 23 mars 2006 à l'endroit de l'amendement 13.

Le Conseil d'Etat procède à l'examen des amendements sur base du texte du projet de loi tel qu'il a été arrêté par la Commission compétente de la Chambre.

*Amendement 1*

Les auteurs des amendements proposent de compléter la définition des „titres“ figurant sous la lettre e) du paragraphe 1er de l'article 2 par l'ajout „y compris les certificats représentatifs d'actions auxquels est attachée la possibilité de donner une instruction de vote“. D'après le commentaire, cet ajout serait destiné à écarter tout doute sur la question de savoir si les détenteurs de certificats représentatifs d'actions, émis sur base d'un contrat fiduciaire, qui exercent leur droit de vote à travers un fiduciaire, bénéficient de la protection accordée aux actionnaires par la loi en projet.

Le projet de loi initial reprenait les termes de la directive 2004/25/CE qui définit les „titres“ comme étant les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société. Dans son premier avis, le Conseil d'Etat avait admis que par „valeurs mobilières“, il y a lieu d'entendre toutes les catégories de titres négociables, à l'instar de la définition donnée par l'article 2, paragraphe 1er, lettre w) de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Il est certes vrai que dans son avis du 14 juin 2005 relatif au projet de loi devenu par la suite la loi du 10 juillet 2005, le Conseil d'Etat avait signalé que d'après le considérant 12 de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, „la définition étendue que donne la présente directive de la notion de valeurs mobilières, qui inclut ... les certificats représentatifs d'actions, n'est applicable qu'aux fins de la pré-

sente directive et, dès lors, n'affecte en aucune façon les diverses définitions des instruments financiers utilisées dans les législations nationales à d'autres fins, notamment fiscales". La loi en projet ne donnant aucune définition propre des „valeurs mobilières“, et la loi du 10 juillet 2005 faisant référence (pour exclure de l'obligation de publier un prospectus les valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange) à la législation communautaire en matière d'offres publiques d'acquisition (article 5, paragraphe 3, lettre b)), la définition des valeurs mobilières donnée par la loi du 10 juillet 2005 est susceptible d'être utilisée aussi dans le contexte de la législation OPA de façon à englober également les certificats représentatifs d'actions (article 2, paragraphe 1er, lettre w), point i) de la loi du 10 juillet 2005). L'ajout proposé confirme en tout cas l'interprétation large à donner à la définition.

#### *Amendement 2*

Le Conseil d'Etat recommande de faire abstraction, aux fins de la loi en projet, d'une définition des „représentants du personnel“.

Dans la mesure où la loi luxembourgeoise organise la représentation du personnel, les dispositions afférentes ont vocation à s'appliquer sans qu'il soit besoin de le rappeler. De plus deux considérations militent en faveur de l'abandon de l'amendement sous examen:

- les lois auxquelles il est fait référence seront intégrées dans la prochaine codification du droit du travail;
- surtout, les références actuelles ne font pas état de la future législation complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs. Or, l'article 14 de la directive 2004/25/CE renvoie expressément à la directive 2001/86/CE que le projet de loi *No 5435* vise à transposer en droit luxembourgeois. L'absence d'une référence expresse à cette législation en projet, dans les définitions figurant à l'article 2 du présent projet de loi, pourrait faire admettre, par un raisonnement *a contrario*, que le législateur a entendu écarter l'application des futures dispositions légales dans le domaine des OPA.

#### *Amendement 3*

Les auteurs exposent qu'une société visée doit pouvoir retrouver le rythme normal de son fonctionnement à la suite d'une OPA n'ayant pas abouti. Aussi semble-t-il judicieux d'établir la règle selon laquelle une nouvelle OPA ne peut être lancée par le même offrant (y compris les sociétés dépendant directement ou indirectement de lui) contre la même société visée pendant un an suivant le constat de l'échec de la première offre.

La nouvelle disposition réserve l'hypothèse d'une offre publique obligatoire. Par ailleurs, le nouveau paragraphe 5 de l'article 4 entend réserver à la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) la possibilité de ne pas appliquer l'interdiction de réitérer l'OPA avant l'expiration du délai d'un an dans des circonstances particulières.

La directive 2004/25/CE est fondée notamment sur l'article 44 du Traité CE, c'est-à-dire qu'elle est appelée à contribuer à la réalisation de la liberté d'établissement. Le Traité instituant la Communauté européenne interdit en principe en son article 43 les restrictions à la liberté d'établissement.

Ainsi que le Conseil d'Etat l'a relevé dans son premier avis, la philosophie originale de la directive consistait dans la suppression de tous obstacles aux OPA transfrontalières dans l'Union européenne. En fin de compte, certains éléments considérés par la Commission européenne comme étant des éléments essentiels de la directive sont devenus facultatifs: il est renvoyé à ce sujet aux développements de l'avis du 7 mars 2006 du Conseil d'Etat en relation avec les articles 9, 10 et 12 du projet de loi. Il n'est pas sans intérêt de noter que la Commission européenne a fait acter une déclaration au procès-verbal de la session du Conseil au cours de laquelle la directive a été adoptée (voir site internet du Conseil de l'Union européenne, 7088/04 ADD I (autres références DRS 8, CODEC 330, OC 212)): „Les Etats membres peuvent décider de ne pas appliquer l'article 9, dans lequel est énoncé l'important principe selon lequel il appartient aux actionnaires de décider s'ils adoptent ou non des mesures de défense une fois que l'offre est faite. Les Etats membres peuvent également choisir de ne pas appliquer l'article 11 qui devrait permettre au soumissionnaire retenu de passer outre à toute mesure de défense préalable à l'offre d'acquisition. En outre, les arrangements facultatifs énoncés à l'article 12 sont rendus réversibles, donnant lieu à des incertitudes sur le marché quant aux mesures de défense que les entreprises pourraient adopter, ce qui, à l'évidence, n'est pas une situation satisfaisante et ne contribuera

pas à la réalisation des objectifs de l'agenda de Lisbonne". La Commission constate avec regret que la directive telle qu'elle a été finalement adoptée est en réalité moins ambitieuse que le texte de compromis présenté en 2001.

De cette déclaration on peut retenir

- qu'en principe une OPA est, aux yeux de la Commission européenne, un moyen de restructuration du tissu économique et d'évolution des entreprises, dans le sens d'un accroissement de la compétitivité, qui devrait à terme se traduire par une croissance économique durable de nature à favoriser une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et une plus grande cohésion sociale. Aussi la Commission s'était-elle efforcée de créer un cadre européen qui entendait promouvoir les OPA;
- qu'en principe, et dans la logique ci-dessus esquissée, il appartient aux seuls actionnaires de la société visée de décider de l'issue de l'OPA.

Même avec l'application optionnelle des articles 9 et 11 et les arrangements facultatifs de l'article 12 de la directive, la philosophie de base de la législation communautaire en matière d'OPA reste une philosophie de marché, favorisant la minimisation des contraintes ou des obstacles.

Au regard d'une telle philosophie, l'interdiction de présenter une nouvelle offre avant l'expiration d'un certain délai peut apparaître comme une entrave, qui, malgré une certaine flexibilité, risque de ne pas trouver grâce aux yeux de la Commission européenne, compte tenu de l'article 43 du Traité CE.

Une justification de la disposition proposée, sur base de l'article 3, paragraphe 2, lettre b) de la directive, ne paraît pas non plus évidente: si les Etats membres peuvent prévoir des conditions supplémentaires et des dispositions plus strictes que celles qui sont prévues par la directive pour réglementer les offres, cette faculté ne leur est cependant ouverte qu'aux fins d'assurer le respect des principes prévus au paragraphe 1er de l'article 3 de la directive. La question se pose si un Etat membre peut prévoir une disposition, telle que celle sous examen, pour assurer le respect d'un seul de ces principes. Même en cas de réponse affirmative à cette question, il reste toujours que l'article 3, paragraphe 1er de la directive fixe le cadre des principes généraux qui régissent le déroulement d'une offre. Est-ce assurer le respect de ces principes que d'exclure un offrant, ne fût-ce que temporairement?

Les auteurs de l'amendement font valoir qu'à la suite d'une OPA n'ayant pas abouti, une société visée doit pouvoir retrouver le rythme normal de son fonctionnement. Or, rien n'empêche un autre offrant de lancer une nouvelle OPA, dès l'annonce de l'échec de la première ou du retrait de celle-ci.

Un offrant, dont l'OPA a échoué ou qu'il a retirée, peut néanmoins persévérer dans ses intentions d'acquérir la société visée. Est-ce que la nouvelle disposition lui interdit également de faire une offre concurrente, suite au lancement d'une OPA par un nouvel offrant? Il pourrait certes être rétorqué que, dans ce cas, la CSSF peut, sur base du nouveau paragraphe 5 de l'article 4, décider de ne pas appliquer l'interdiction. La question demeure cependant si une nouvelle OPA constitue une circonstance particulière au sens de la disposition en question. Par ailleurs, la CSSF n'a pas l'obligation de ne pas appliquer l'article 3, lettre f), deuxième phrase.

En vertu de l'ensemble des considérations qui précèdent, le Conseil d'Etat ne peut pas marquer son accord à la disposition sous examen, à laquelle il doit, en l'absence de justification convaincante au regard notamment de l'article 43 du Traité CE, s'opposer formellement.

#### *Amendement 4*

Compte tenu des développements à l'endroit de l'amendement 3, il y a lieu de supprimer la référence à l'article „3, f), 1er alinéa, *in fine*".

Les auteurs des amendements proposent d'inclure l'article 11, paragraphe 1er dans l'énumération des articles que la CSSF est autorisée, dans des circonstances particulières, à ne pas appliquer. Le Conseil d'Etat est à s'interroger sur les pouvoirs qu'il est ainsi proposé de conférer à la CSSF. Aux termes du paragraphe 2 de l'article 11, les sociétés ayant leur siège social au Luxembourg doivent publier ces informations dans le rapport de gestion (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) et dans le rapport consolidé de gestion (article 339 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales). La CSSF pourrait-elle dispenser, *ex post*, les sociétés ayant leur siège social au Luxembourg de l'observation de cette obligation? Les auteurs des amendements devraient préciser leurs intentions.

Pour autant que de besoin, le Conseil d'Etat rappelle que dans l'application de l'article 4, paragraphe 5, la CSSF devra veiller au respect du principe d'égalité devant la loi.

*Amendement 5*

Sans observation.

*Amendement 6*

Il est proposé de compléter le paragraphe 5 de l'article 5, qui dispose, dans la version originale, que „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 admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces“. La nouvelle disposition à ajouter a trait au contrôle de la liquidité des titres. Les auteurs des amendements entendent à cet effet reprendre une disposition de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (article 48(5)). Le règlement d'ordre intérieur de la Bourse a également repris la disposition dont s'agit au titre des règles relatives aux conditions d'admission d'actifs financiers à la cote officielle (diffusion des actions et parts). Cette même règle se retrouve, selon les auteurs, dans les règlements d'une multitude de bourses européennes.

La disposition en question fait partie des conditions minimales pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle, instaurées dans le cadre de la coordination partielle des conditions d'admission à la cote officielle par la directive 2001/34/CE. La plus-value de l'ajout de cette condition dans le contexte de la législation OPA ne paraît au Conseil d'Etat pas évidente. Du moment que l'offrant propose comme contrepartie des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, c'est-à-dire des titres qui ont été admis à la négociation selon les règles de ce marché réglementé, pourquoi encore exercer un contrôle par rapport à la diffusion de ces titres? Et sur quoi portera ce contrôle, dans la mesure où le contrôle de la diffusion a déjà été effectué à un autre titre? Les explications des auteurs („il convient de préciser la notion de liquidité des titres de l'offrant requise pour qu'une OPA puisse être enclenchée – les actionnaires de la société visée sont en droit de se voir offrir des titres correspondant aux règles et critères retenus par ailleurs aux fins d'admission de ces titres sur les marchés réglementés – soit les bourses – européens“) ne fournissent guère plus d'éclaircissements: les conditions d'admission à la cote officielle ont en vue la protection des investisseurs, et à ce titre les actionnaires de l'offrant sont logés à la même enseigne que les actionnaires de la société visée (dans l'hypothèse où les titres offerts en contrepartie constituent des actions). Quelle protection supplémentaire des actionnaires de la société visée la disposition sous rubrique est-elle censée apporter, au-delà de la garantie qui leur est actuellement déjà offerte par la réglementation existante en matière d'admission à la cote officielle?

Le Conseil d'Etat, ne percevant pas en quoi la nouvelle disposition est susceptible d'apporter une clarification utile et nécessaire au texte, recommande sa suppression.

Le Conseil d'Etat signale que, au regard de l'agencement du texte, la référence à „l'alinéa précédent“ ne fait pas de sens, et serait en conséquence à supprimer.

*Amendement 7*

Aux termes du commentaire, les représentants du personnel ou, à défaut de représentants, les travailleurs eux-mêmes doivent être pleinement impliqués dans la démarche de réaction de la société visée à une offre publique. Dès lors, il convient de prévoir qu'ils participent à la conception de cette démarche et n'en soient pas, ainsi que le prévoit le projet de loi, seulement informés.

Dans son avis du 7 mars 2006, le Conseil d'Etat avait déjà préconisé, à l'endroit de l'article 10, paragraphe 5 du projet de loi, de prévoir la consultation des représentants du personnel ou des travailleurs eux-mêmes. La Commission compétente de la Chambre a d'ailleurs repris cette proposition du Conseil d'Etat.

Le Conseil d'Etat n'a pas d'objections à voir préciser cette consultation. Il considère toutefois que l'article 6 n'est pas le cadre approprié pour ce faire: ledit article 6 a en effet trait à l'information sur l'offre. Par ailleurs, les nouvelles dispositions ne sont pas en phase avec l'article 10, paragraphe 5, deuxième phrase.

Aussi le Conseil d'Etat propose-t-il de reporter la disposition en question audit article 10, paragraphe 5, qui aurait alors la teneur suivante (compte tenu d'une légère modification à l'endroit du

deuxième alinéa de l'amendement, le Conseil d'Etat ne percevant pas l'utilité de la précision „informe et requiert l'avis“, les répercussions sur l'emploi devant de toute façon être précisées dans le document d'offre, dont le personnel reçoit communication):

„L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions possibles sur l'emploi et les sites d'activité selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe 3, point i).

Les représentants du personnel ou, à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre, tel que prévu à l'alinéa précédent.

L'organe d'administration ou de direction requiert l'avis des représentants du personnel ou, à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi. Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.“

#### *Amendement 8*

D'après le commentaire, la nouvelle disposition est directement inspirée de la loi allemande (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz).

La législation allemande (§ 16, alinéa 2) réserve l'hypothèse „wenn der Bieter das Angebot von dem Erwerb eines Mindestanteils der Aktien abhängig gemacht hat, und dieser Mindestanteil nach Ablauf der Annahmefrist nicht erreicht wurde“. L'article 6, paragraphe 3, lettre f) précise que le document d'offre comporte l'indication du pourcentage ou du nombre maximal et minimal de titres que l'offrant s'engage à acquérir. Il y a impérativement lieu d'en tenir compte et d'adapter la nouvelle disposition en conséquence.

Le Conseil d'Etat considère qu'il n'est pas besoin de préciser que la nouvelle disposition ne s'applique pas dans le cas d'une offre publique obligatoire. En effet, l'article 5 précise déjà en son paragraphe 2 que l'obligation de lancer une offre n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la loi en projet à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations. C'est précisément cette hypothèse qui est visée par la nouvelle disposition, laquelle ne peut donc s'appliquer qu'aux seules offres publiques volontaires.

Le nouveau paragraphe 3 se lira comme suit:

„(3) Dans les cas où l'offrant parvient à acquérir le contrôle de la société visée, les détenteurs de titres n'ayant pas accepté l'offre jusqu'au moment de la clôture de la période d'acceptation de l'offre, ont la possibilité d'accepter cette offre dans un délai de quinze jours qui court à compter de la publication prévue à l'article 13, alinéa 1er, lettre d), point iii). Toutefois, si le nombre minimal de titres que l'offrant s'est engagé à acquérir n'a pas été atteint au moment de la clôture de la période d'acceptation de l'offre, l'accord préalable de l'offrant est nécessaire. L'offrant communique et rend public son accord ensemble avec la publication visée ci-dessus.“

Le Conseil d'Etat signale encore qu'au paragraphe 1er de l'article 7, il y a lieu de se référer à „l'article 3, lettre f)“, l'article 3 ne comportant pas de paragraphe 1er.

#### *Amendement 9*

Sans observation.

#### *Amendement 10*

Le Conseil d'Etat renvoie à ses observations à l'endroit de l'amendement 7. Le texte proposé par le Conseil d'Etat tient compte de l'amendement sous examen.

#### *Amendement 11*

Au vu des observations qu'il a formulées à l'endroit de l'amendement 2, le Conseil d'Etat préconise également l'abandon du présent amendement.



### *Amendement 12*

Les auteurs des amendements proposent de fixer le seuil, pour le rachat obligatoire, à 90%, ceci dans un souci de protection des actionnaires minoritaires.

Retrait et rachat obligatoires fonctionneraient donc à partir de seuils différents. Cette différence est justifiée par la nécessité de permettre à des actionnaires largement minoritaires de quitter le capital d'une société du contrôle duquel ils sont évincés en fait.

L'article 16 de la directive dispose en son paragraphe 2 que les Etats membres veillent à ce qu'un détenteur de titres restants puisse exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour un juste prix, dans les mêmes conditions que celles prévues à l'article 15, paragraphe 2. Le Conseil d'Etat considère que la directive communautaire n'impose pas pour autant de fixer des seuils identiques s'agissant du retrait et du rachat obligatoires.

Le Conseil d'Etat peut dès lors se rallier à l'approche des auteurs des amendements.

Il ne saurait toutefois suivre les auteurs des amendements, en ce qu'ils entendent, dans le cadre de la transposition de la directive 2004/25/CE, étendre, à des situations qui peuvent naître en dehors d'une offre publique d'acquisition, une procédure de rachat obligatoire qui est spécifiquement liée aux OPA. Le considérant (24) de la directive communautaire énonce que „les procédures de retrait obligatoire et de rachat obligatoire ne devraient s'appliquer que dans des conditions spécifiques liées à des offres publiques d'acquisition. En dehors de ces conditions, les Etats membres peuvent continuer à appliquer les dispositions nationales en ce qui concerne les procédures de retrait obligatoire et de rachat obligatoire“. Si la Commission compétente de la Chambre des députés estime qu'il convient également d'instituer une procédure de rachat obligatoire en dehors des conditions spécifiquement liées aux OPA, la loi en projet transposant la directive sur les offres publiques d'acquisition n'est pas le cadre dans lequel il y a lieu de le faire. Le Conseil d'Etat ne saurait admettre que la CSSF se voie confier des attributions en des hypothèses qui ne relèvent pas de la loi en projet, ni partant du domaine de compétence spécifique de la Commission au titre de la future loi. Le Conseil d'Etat doit dès lors s'opposer formellement à la disposition sous avis. A tout le moins, donc, y a-t-il lieu de supprimer le bout de phrase „ , ou autrement qu'à la suite d'une telle offre“, le Conseil d'Etat préconisant cependant également la suppression des termes „seule ou avec des personnes agissant de concert avec elle“.

### *Amendement 13*

Cet amendement procède à un réagencement de l'article 20, en y ajoutant trois nouveaux paragraphes.

Le nouveau paragraphe 4 entend exclure expressément l'application rétroactive des sanctions pénales prévues par le projet de loi. Il est à signaler que la référence serait à adapter (article 17(2) au lieu de 18(2)). Le Conseil d'Etat considère que le texte proposé ne traduit qu'imparfaitement les intentions de ses auteurs. Le principe de la non-rétroactivité de la loi pénale ne signifie pas que les sanctions pénales ne pourraient pas du tout s'appliquer aux offres en cours avant l'entrée en vigueur de la loi. Au regard de ce principe, la sanction pénale ne peut pas frapper des agissements se situant avant l'entrée en vigueur de la loi; elle peut cependant parfaitement trouver application aux agissements qui sont postérieurs à l'entrée en vigueur de la loi. Si la Chambre estime utile le maintien de cette disposition (le principe de la non-rétroactivité de la loi pénale est consacré par l'article 2 du Code pénal), il y aurait lieu de libeller la disposition comme suit:

„(4) Les peines portées par l'article 17, paragraphe 2 ne s'appliquent qu'aux infractions commises après l'entrée en vigueur de la présente loi.“

Les paragraphes 2 et 3 nouveaux entendent donner un effet rétroactif à la loi en projet, pour ce qui est des procédures de retrait et de rachat obligatoires. Le Conseil d'Etat est très réticent à suivre les auteurs des amendements dans cette voie, alors que la non-rétroactivité de la loi est un principe de sagesse législative (Pierre Pescatore, Introduction à la science du droit, No 216, page 316).

D'après l'exposé des motifs des propositions d'amendement, „il convient d'instaurer la possibilité pour des actionnaires qui se trouvent dans les conditions de leur application de ce faire, même si l'OPA à la suite de laquelle ils se sont retrouvés dans la situation visée est achevée. Il serait illogique d'instaurer le retrait et le rachat obligatoires pour le présent et l'avenir sans permettre le recours à ce mécanisme à des actionnaires qui auraient souhaité s'en prévaloir au moment de la conclusion de l'OPA qu'ils ont menée ou qui les a concernés“. Il est vrai que la protection des actionnaires minoritaires, dans le cadre d'OPA transfrontières, est un des objectifs fondamentaux poursuivis par le législateur



communautaire. Au regard du correctif apporté à l'amendement sous examen, ce n'est pas la protection des actionnaires minoritaires dans le cadre d'une OPA transfrontière qui est en l'espèce prioritairement visée.

L'application rétroactive de dispositions légales à des situations qui se sont créées avant l'entrée en vigueur de la future loi n'est pas sans soulever des interrogations. Il se peut ainsi que des personnes physiques ou morales, se trouvant dans les cas de figure visés, aient introduit une action en justice pour voir régler les problèmes auxquels les nouvelles dispositions sont destinées à apporter une solution. Les nouvelles dispositions risqueront dès lors de s'appliquer à des procès en cours. Ces procès peuvent porter, non pas sur le principe même du retrait ou du rachat, mais davantage sur le prix. Or, à ce sujet les dispositions de l'article 15, paragraphe 5 établissent des règles qui ne satisferont peut-être pas les attentes de tous. De plus, il appartiendrait à la Commission de veiller au juste prix: comment pourra-t-elle satisfaire à sa mission, si les Cour et tribunaux sont saisis de la question?

Le Conseil d'Etat avait déjà dans son avis du 27 novembre 2001 relatif au projet de loi *No 4828* signalé que dans son arrêt *Papageorgiou c/ Grèce* du 25 octobre 1997, la Cour européenne des droits de l'Homme a conclu à la violation de la garantie à un procès équitable en reprochant au législateur de s'être ingéré dans l'administration de la justice, en adoptant une loi affectant les litiges pendants devant les juridictions (Journal des Tribunaux/Droit européen No 1-1998, p. 21). Sous le paragraphe 57 de son arrêt *Zielinski c/ France* du 28 octobre 1999 la Cour de Strasbourg a réaffirmé que „si, en principe, le pouvoir législatif n'est pas empêché de réglementer en matière civile, par de nouvelles dispositions à portée rétroactive, des droits découlant de lois en vigueur, le principe de prééminence du droit et la notion de procès équitable consacrés par l'article 6 s'opposent, sauf pour d'impérieux motifs d'intérêt général, à l'ingérence du pouvoir législatif dans l'administration de la justice dans le but d'influer sur le dénouement judiciaire du litige (arrêts *Raffineries grecques Stran et Stratis Andreadis*, p. 82, § 49, *Papageorgiou*, p. 2288, § 37, *Building Societies*, p. 2363, § 112).“ Une même attitude critique à l'égard d'une norme législative rétroactive interférant sur des actions judiciaires pendantes se dégage de l'arrêt No 64/97 de la Cour d'arbitrage de Belgique du 6 novembre 1997 (Journal des Tribunaux, No 5874 du 21 février 1998, page 160). Ce dernier arrêt retient notamment que „s'il s'avère ... que la rétroactivité de la norme législative a pour effet d'influencer dans un sens déterminé l'issue d'une ou de plusieurs procédures judiciaires ou d'empêcher les juridictions de se prononcer sur une question de droit déterminée, la nature du principe [d'égalité] en cause exige que des circonstances exceptionnelles justifient cette intervention du législateur ...“. L'on peut encore dans le même contexte citer le Conseil Constitutionnel français qui, dans sa décision No 2005-531 DC du 29 décembre 2005 relative à la loi de finances rétroactive pour 2005, a censuré une validation législative d'une disposition qui avait pour objet principal de priver d'effet, pour la période antérieure au 1er janvier 2001, un arrêt de la Cour de justice des Communautés européennes ainsi que la décision du Conseil d'Etat en tirant les conséquences. Il a dès lors considéré qu'il y avait atteinte au principe de la séparation des pouvoirs et a censuré pour ce motif sans examiner les motifs d'intérêt général inspirant cette disposition (point 6 de la décision publiée au Journal Officiel du 31 décembre 2005, p. 20705).

Au regard des développements qui précèdent et en l'absence de circonstances exceptionnelles de nature à justifier une application rétroactive, le Conseil d'Etat doit s'opposer formellement aux paragraphes 2 et 3 nouveaux.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 4 avril 2006.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat

5540 - Dossier consolidé : 115

5540/05

**N° 5540<sup>5</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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**

\* \* \*

**RAPPORT DE LA COMMISSION DES FINANCES  
ET DU BUDGET**

(27.4.2006)

La Commission se compose de: M. Laurent MOSAR, Président-Rapporteur; MM. François BAUSCH, Ben FAYOT, Gast GIBERYEN, Charles GOERENS, Norbert HAUPERT, Claude MEISCH, Mme Lydia MUTSCH, MM. Roger NEGRI, Lucien THIEL et Michel WOLTER, Membres.

\*

**TABLE DES MATIERES**

- 1) Introduction
- 2) Les OPA, la directive 2004/25/CE et le projet de loi de transposition
- 3) Les principales critiques formulées à l'encontre du projet de loi de transposition
- 4) Les amendements proposés par la Commission des Finances et du Budget
- 5) L'approche du Conseil d'Etat
- 6) Le texte définitif
- 7) Conclusion

\*

**1) INTRODUCTION**

Le projet de loi 5540 sur les offres publiques d'acquisition a fait couler beaucoup d'encre et a suscité de vifs débats. En des circonstances normales, il n'y aurait sans doute eu rien de tel. Pour un texte technique régissant une matière étrangère aux préoccupations de la plupart des citoyens et des décideurs politiques, on ne se serait guère attendu à un accompagnement public aussi intense que celui qui a fait rage au Luxembourg depuis le 27 janvier 2006, et continue de le faire. Cet accompagnement médiatique est loin de se limiter au Luxembourg – depuis le 27 janvier, notre pays se trouve sous haute surveillance de la presse économique internationale, qui a suivi de près l'évolution du projet de loi 5540 dans le contexte de la procédure parlementaire. Si la directive 2004/25/CE avait été adoptée l'année dernière, tout aurait été différent. Mais le 27 janvier 2006 a changé la donne. Ce fut le jour de l'annonce d'une offre publique d'acquisition (OPA) sur Arcelor par Mittal Steel.

Il y a fort à parier que, une fois l'„affaire Mittal“ terminée, nous entrerons de nouveau dans une longue période dépourvue d'OPA retentissantes. Dès lors, pour ce qui est du présent rapport parlementaire, l'auteur a cru bon d'opter pour une approche calme. Il a toujours été affirmé – à raison – que le

texte qui sera soumis à l'approbation parlementaire le 4 mai n'est ni un texte „anti-Mittal“, ni un texte „pro-“ ou „anti-Arcelor“ et que son contenu définitif a été arrêté de manière soucieuse d'objectivité par les principaux intervenants de la procédure législative. Le texte proposé au vote de la Chambre par la commission est une mouture inspirée de considérations objectives dans l'ensemble de ses aspects, n'en déplaise à certains, et quoi que puissent affirmer des milieux intéressés de manière directe par l'offre de Mittal Steel. Il s'agit en outre d'un texte qui, essentiellement, doit transposer une directive communautaire, afin de créer au Luxembourg un cadre légal pour les OPA similaire à celui existant dans les autres Etats membres de l'UE. Le projet déposé par le Gouvernement s'était contenté des explications suivantes au titre de son exposé des motifs:

*„Le présent projet de loi a pour objet de transposer en droit luxembourgeois la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (OPA). Cette transposition doit être accomplie au plus tard le 20 mai 2006. En l'absence d'une législation nationale spécifique préexistante qui devrait être modifiée ou abrogée, le texte du projet de loi suit le texte de la directive. Le commentaire des articles ne revient dès lors pas sur les dispositions du projet qui sont identiques au texte de la directive. Le texte du projet contient des références à des directives communautaires, reprises de la directive à transposer. A certains endroits toutefois, ces références ont dû être remplacées par des références à des directives plus récentes qui sont entre-temps venues remplacer les directives visées, sans que cela ne modifie la substance du texte.“*

Ainsi que l'avait souligné le Conseil d'Etat dans son avis du 7 mars 2006, „le droit luxembourgeois des sociétés, s'il régleme certains modes de concentration des entreprises (les fusions, les scissions, il est renvoyé à ce sujet aux sections XIV et XV de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales), ne contient à ce jour pas de dispositions réglementant un autre mécanisme de concentration qui est l'offre publique d'achat (...)“. Le Grand-Duché ne dispose effectivement pas encore d'une législation régissant cette matière, ce qui permet à l'heure actuelle de transposer la directive 2004/25/CE par une seule loi d'ensemble, et de renoncer à des modifications ponctuelles de dispositions affectant les OPA et contenues dans des textes dispersés, comme cela est le cas dans bon nombre d'autres Etats membres.

Concernant l'état de la transposition à travers l'Union, il n'est guère aisé de procéder à des affirmations définitives. Cela tient notamment au fait que de nombreux Etats membres disposaient déjà de législations nationales applicables à la matière, et ne doivent partant intégrer que des éléments de la directive dans leur arsenal législatif respectif. Parmi les grands Etats membres, seule la France a transposé un nombre limité de dispositions de la directive – moyennant modification de toute une ribambelle de dispositions législatives préexistantes. D'une manière générale, le constat que l'on peut faire actuellement est celui d'une transposition qui semble haletante dans l'ensemble de l'Union.

Il est vrai que nous sommes arrivés à la fin de la période de transposition légale. Dès lors, le vote d'une loi de transposition s'impose en ce moment – ceci relève du respect le plus normal des règles du droit communautaire. Par contre, il ne serait pas justifié de procéder à des modifications du projet de loi de transposition qui pourraient affecter négativement cette OPA qui est à la base de l'intérêt tant national qu'international que suscite cette transposition. Nous allons y revenir.

Pourtant, au-delà de l'exposé des motifs du Gouvernement, il importe de préciser quelques facteurs supplémentaires qui ont inspiré le texte soumis, en définitive, à l'approbation parlementaire, qui diffère du projet gouvernemental sur un certain nombre de points.

Le rapporteur a choisi une approche de „vulgarisation“ pour la confection du présent rapport. Ce faisant, il entend fournir une vue d'ensemble de la matière et du processus législatif que vient de traverser le projet gouvernemental initial.

Un rapport parlementaire ne doit pas, de manière anthologique, reproduire l'ensemble des éléments d'une procédure législative, en rappelant la totalité des textes constituant les travaux parlementaires et extra-parlementaires préliminaires à l'adoption d'un texte définitif en commission. Voilà pourquoi le rapporteur renvoie au projet gouvernemental, aux avis du Conseil d'Etat et des chambres professionnelles pour ce qui est du contenu détaillé de tous ces documents. Dans le présent rapport, il souhaite se limiter à ce qui représente la „plus-value parlementaire“ apportée au projet du gouvernement, et à l'approche qui a présidé à l'apport de cette plus-value – tout en incluant les principaux éléments de la directive 2004/25/CE retenus pour définir et régir une OPA.

En matière de procédure législative, les dates à retenir concernant le projet de loi sur les offres publiques d'acquisition ont été les suivantes:

Dépôt du projet de loi	7 février 2006
Avis du Conseil d'Etat	7 mars 2006
Adoption d'amendements parlementaires par la COFIBU	23 mars 2006
Avis complémentaire du Conseil d'Etat	4 avril 2006
Adoption du rapport par la COFIBU	27 avril 2006

\*

## **2) LES OPA, LA DIRECTIVE 2004/25/CE ET LE PROJET DE LOI DE TRANSPOSITION**

Les OPA sont des opérations aussi anciennes que les sociétés par actions, respectivement leur cotation en bourse. Les législateurs nationaux ont adopté des approches différentes par rapport à ce phénomène, suivant qu'ils ont été d'inspiration plus ou moins libérale, respectivement plus ou moins protectionniste. Il est généralement accepté par les tenants du libre marché que les OPA sont des processus nécessaires sur un marché en évolution permanente, où des sociétés grandissent, s'étendent, et disparaissent, pour laisser la voie libre à celles qui sont plus importantes et disposent de moyens d'action supérieurs. Aux yeux des adhérents d'une telle vue, les OPA ne doivent pas faire l'objet de restrictions, les sociétés de capital évoluant dans un marché qui ne doit être régi que par les seules lois de fonctionnement d'une économie libre. Une approche moins libérale privilégie le „droit à l'existence“ de toute société, qui doit alors être protégée d'offres qu'elle n'a pas sollicitées. Dans une législation inspirée par une telle attitude, les OPA doivent être strictement réglementées et encadrées, pour n'être que des phénomènes marginaux et rares. S'ils se produisent, ils le font à titre tout à fait exceptionnel, et sont alors soumis à des contraintes rigoureuses.

Tout dépend effectivement de la conception que l'on a d'une société de capital, de ses actionnaires et du monde des bourses. Si les sociétés ont une vie propre et libre, si l'actionnaire est un investisseur responsable recherchant le gain financier, si les bourses sont des enceintes régies par les seules lois de l'économie, alors on laissera le soin aux actionnaires de décider eux-mêmes des mérites d'une offre non sollicitée, et le jeu de l'offre et de la demande fera le reste. Si l'on estime au contraire qu'un actionnaire est une espèce menacée par les lois de la jungle économique, alors les efforts déployés en vue de sa protection doivent inclure un dispositif rendant les OPA difficiles et, idéalement, impossibles: dans une telle conception, il ne doit au mieux pas exister d'offres non sollicitées.

C'est précisément parce que les conceptions des OPA divergent également au sein de l'Union européenne qu'il fut excessivement difficile, pour le Conseil des ministres et le Parlement européen, de se mettre d'accord sur une même approche, pouvant constituer la base d'une directive communautaire. La recherche d'un compromis a pris de longues années. Le caractère laborieux de ce processus se retrouve dans le corps même de la directive 2004/25/CE. L'approche de départ était résolument libérale et a été ensuite modérée par les amendements apportés par le conseil et approuvés par le PE. Le texte qui en a résulté laisse des marges de manœuvre plus ou moins substantielles aux Etats membres. Il n'est pas „anti-OPA“ tout en soumettant les OPA à un jeu de règles nombreuses et parfois assez contraignantes.

Le projet de loi de transposition déposé par le gouvernement luxembourgeois était une copie conforme des principales dispositions de la directive.

Avant de passer à la procédure législative proprement dite et aux modifications apportées au projet de loi gouvernemental sur base des réflexions de la Commission des Finances et du Budget, le rapporteur estime utile de brosser le portrait d'une OPA telle que définie et régie par la directive communautaire. Sur l'ensemble des points de principe énumérés dans l'encadré qui suit, le texte qui sera voté par la Chambre des Députés ne s'écarte pas de la directive, de manière à ce que ces éléments constituent une description générale d'une OPA telle que souhaitée par les législateurs communautaire et luxembourgeois. Notons encore que sur ces points, il n'y a guère eu de divergences entre l'ensemble des intervenants dans la procédure législative.



### **Champ d'application**

La loi s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres auxquels est attaché un droit de vote, d'une société relevant du droit d'un Etat membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé – donc cotés en bourse.

### **Définition d'une offre publique d'acquisition**

Une offre publique d'acquisition est définie comme une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national. La société visée est la société dont les titres font l'objet d'une offre; l'offrant est toute personne physique ou morale, de droit public ou privé, qui fait une offre.

### **Principes généraux**

Tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent; si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés; les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause; l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre; il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée et de la société offrante; un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie; la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres.

### **Autorité de contrôle et droit applicable**

La Commission de surveillance du secteur financier est l'autorité compétente pour le contrôle d'une offre en ce qui concerne les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi. Elle exerce ses fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à une offre. La Commission est compétente pour le contrôle d'une offre lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg et lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation à la bourse de Luxembourg. Elle est également compétente dans certains cas pour des sociétés n'ayant pas leur siège au Luxembourg mais y étant cotées.

### **Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable**

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, des titres d'une société 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, à un prix équitable. Pour les sociétés dont le siège social est établi au Luxembourg le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle est fixé à 33 1/3%.

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 admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces.

#### **Information sur l'offre**

La décision de faire une offre doit être rendue publique par l'offrant immédiatement à la suite de la prise de décision par l'offrant, et la Commission doit être informée de cette offre avant que cette décision soit rendue publique. Dès que l'offre a été rendue publique, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant informent respectivement les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. L'offrant a l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause. Avant que ce document soit rendu public, l'offrant le soumet à l'approbation de la Commission endéans un délai de dix jours ouvrables.

Le document d'offre doit entre autres comporter des informations précises sur la teneur de l'offre; l'identité de l'offrant; les titres ou catégories de titres qui font l'objet de l'offre; la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres; le pourcentage ou le nombre maximal et minimal de titres que l'offrant s'engage à acquérir; le détail des participations que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée; les conditions auxquelles l'offre est subordonnée; les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offrante ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants; la période d'acceptation de l'offre; lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, des informations sur ces titres; des informations sur le financement de l'offre; et la législation nationale qui régira les contrats conclus entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes.

#### **Période d'acceptation**

La période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines ni supérieure à dix semaines à compter de la date de publication du document d'offre.

#### **Publicité de l'offre**

Une offre doit être rendue publique de façon à assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de l'offrant ou de toute autre société concernée par l'offre, afin d'éviter notamment la publication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

#### **Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée**

Lorsque les sociétés ont fait le choix de s'imposer ces règles, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée.

L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité de la société.

### **Information sur l'offrant**

Des informations précises doivent être fournies par l'offrant sur son identité, sa structure, la nature de ses titres, ses dirigeants, etc.

### **Autres règles**

Une offre devient caduque lorsque la Commission constate que les principes généraux régissant les OPA conformément à la loi ne sont manifestement pas remplis dans le cadre de cette offre et au cas où une des conditions suspensives de l'offre n'est pas réalisée. A partir de l'information préalable par l'offrant de la Commission, les conditions de l'offre ne peuvent plus être modifiées, sauf dans un sens plus favorable pour les titulaires de titres de la société visée.

Au cas où une offre concurrente est faite, la période d'offre de l'offre initiale est automatiquement allongée et ne s'éteint qu'avec la période d'offre de l'offre concurrente. Les titulaires de titres ayant accepté une offre sont automatiquement déliés de leur acceptation en cas d'offre concurrente. L'offrant est obligé de communiquer à la Commission et de publier le nombre de titres, en précisant le nombre des droits de vote qui en découlent, pour lesquels son offre a été acceptée ou qui appartiennent d'une façon ou d'une autre à lui, respectivement aux personnes agissant de concert avec lui.

### **Information et consultation des représentants du personnel**

Les représentants du personnel doivent être impliqués dans la procédure de positionnement de la société visée par rapport à l'offre, à la suite d'une information détaillée sur l'offrant, l'offre et les intentions de l'offrant affectant la vie future de la société visée.

### **Retrait obligatoire**

Un actionnaire devenu majoritaire à la suite d'une OPA peut, s'il détient 95 pour cent ou plus du capital assorti de droits de vote et 95% ou plus des droits de vote de la société visée, forcer les actionnaires minoritaires à lui vendre leurs titres au même prix que celui appliqué pendant l'offre.

### **Rachat obligatoire**

Les actionnaires minoritaires peuvent exiger le rachat de leurs actions si, à la suite d'une OPA, l'offrant a acquis des titres de la société visée lui conférant plus de 90% des droits de vote.

### **Sanctions**

Des sanctions tant administratives que pénales sont prévues à l'encontre d'offrants qui ne respecteraient pas les dispositions de la loi avant et pendant une offre publique d'acquisition.

\*

### 3) LES PRINCIPALES CRITIQUES FORMULEES A L'ENCONTRE DU PROJET DE LOI DE TRANSPOSITION

Le projet de loi tel que déposé par le Gouvernement a fait l'objet d'un certain nombre de critiques, exprimées de manière plus ou moins virulente en fonction de l'inspiration de ceux qui les ont formulées. C'est sur base d'une comparaison détaillée du projet de loi avec les propositions alternatives présentées par le Conseil d'Etat et les chambres professionnelles que la Commission des Finances et du Budget a formulé des amendements – qui seront discutés plus loin – et arrêté finalement le texte qu'elle souhaite soumettre au vote de la Chambre.

La commission a été guidée tout au long de ses travaux par un réel souci tenant à la perception, à l'extérieur de nos frontières nationales, de la manière dont le Luxembourg s'acquitterait de la tâche de l'adoption d'une loi sur les OPA sous l'effet de l'offre lancée par Mittal Steel sur Arcelor. Il est évident que, dans la mesure où chaque pas que franchit la procédure législative était accompagné par la presse internationale, les répercussions de l'adoption de telle ou telle autre approche par la commission et, ensuite, par la Chambre, devaient être gardées à l'esprit. D'une manière générale, les lois ne sont pas faites pour des opérations individuelles. Il en découle qu'elles ne doivent pas non plus être influencées dans leur orientation et leur contenu par de telles opérations.

Il est inutile de reprendre à cet endroit le détail de l'ensemble des critiques formulées à l'encontre du projet gouvernemental – un tel exercice requerrait la reproduction d'une ribambelle d'arguments qui, au-delà de leur technicité parfois rébarbative, s'insèrent pourtant dans une certaine logique, qu'il suffit dès lors de décrire.

Il y a principalement eu deux logiques en matière de critiques. Il y a eu celle, que la commission a partiellement reprise à son compte, inspirée par un souci de plus grande clarté sur un certain nombre de points jugés d'importance particulière. Quelques points spécifiques du projet gouvernemental méritaient effectivement, aux yeux de la commission, d'être explicités, afin de permettre une lecture et une appréciation plus complètes du texte. Ce sont ces éléments qui ont inspiré une série d'amendements proposés par la commission, et qui seront discutés plus loin.

La deuxième logique était celle, véhiculée par les chambres professionnelles, de vouloir altérer la conception du texte afin de le rendre plus contraignant et plus protectionniste. Cette logique était impossible à suivre, pour une simple raison: ce faisant, le législateur serait intervenu dans une OPA en cours en la rendant très probablement impossible. Une telle démarche fut pourtant jugée inacceptable par la Commission des Finances et du Budget, car elle aurait eu des répercussions manifestement dangereuses sur l'attractivité de la place financière luxembourgeoise et sur le „site luxembourgeois“ en général. Le Parlement ne doit pas interférer dans une opération à caractère purement économique qui est en train de suivre son cours. La liberté du commerce et de l'industrie, garantie par l'article 11 de la Constitution du Grand-Duché de Luxembourg, ne peut pas être enfreinte par le législateur luxembourgeois. Une telle démarche serait incompatible avec l'ordre constitutionnel de notre pays.

En ces circonstances, la marge de manœuvre du législateur luxembourgeois est limitée. Le projet de loi déposé par le Gouvernement avait déjà reflété cette réalité, en ce qu'il ne comportait pas – ce dont la commission se félicite – d'éléments qui auraient pu être jugés contraires au principe constitutionnel de la liberté du commerce et de l'industrie, en général, et nocifs à une OPA en cours, en particulier. Le refus d'interférer dans une OPA en préparation respectivement en cours par l'adoption de dispositions législatives susceptibles d'affecter le déroulement d'une offre publique spécifique était ensuite l'un des axes directeurs de la démarche de la commission.

\*

### 4) LES AMENDEMENTS PROPOSES PAR LA COMMISSION DES FINANCES ET DU BUDGET

Les propositions d'amendement formulées par la commission à la suite de la réception de l'ensemble des avis institutionnels et positions concernent pour l'essentiel six points substantiels sur lesquels elle a jugé utiles des modifications du projet, dans le sens d'une précision accrue. Ces points sont les suivants:

- la stipulation d'une période de carence de douze mois pendant laquelle une nouvelle offre ne peut être lancée par le même offrant dans la suite de l'échec d'une OPA;

- l'appréciation de la liquidité des titres de l'offrant dans le contexte de la composition de l'offre – probablement la principale question soulevée par les milieux professionnels actuellement concernés par le phénomène d'une OPA;
- l'implication des représentants du personnel de la société visée par une OPA dans le processus de positionnement de la société visée par rapport à l'offre;
- les seuils à partir desquels le retrait ainsi que le rachat obligatoires se conçoivent respectivement s'imposent;
- l'introduction d'une période de transition suivant l'entrée en vigueur de la loi pendant laquelle le retrait et le rachat obligatoires sont ouverts à des actionnaires se trouvant dans les conditions de ce retrait ou de ce rachat à la suite d'une OPA ou d'une autre opération révolue, ceci dans un souci de traitement égal d'actionnaires se trouvant dans des situations identiques, peu importe le fait générateur de ces situations;
- la rétroactivité des sanctions pénales prévues par le projet de loi.

La motivation des propositions d'amendements se lisait comme suit:

*„(...) Une loi sur les OPA doit renforcer la sécurité juridique entourant le phénomène des offres publiques non sollicitées, y compris à la suite d'une OPA n'ayant pas abouti. Dans cet ordre d'idées, il convient de prévoir des mécanismes permettant aux sociétés visées de continuer de fonctionner normalement sous l'impact d'une OPA en cours, et de retrouver le calme pour une certaine période après l'échec d'une OPA dirigée contre elles. Il semble judicieux d'établir la règle selon laquelle une nouvelle OPA ne peut être lancée par le même offrant contre la même société visée pendant un an suivant le constat de l'échec de la première offre.*

*Si la loi doit pouvoir être appliquée aux offres en cours au moment de son entrée en vigueur, une application rétroactive des sanctions pénales prévues par elle ne se conçoit évidemment pas. Il y a partant lieu d'exclure une quelconque rétroactivité des sanctions pénales pouvant frapper l'offrant.*

*Enfin, la législation sur les OPA est destinée à instaurer un régime de protection des actionnaires et des salariés de la société visée. Dans cette perspective, il convient de préciser la notion de liquidité des titres de l'offrant requise pour qu'une OPA (non entièrement libellée en espèces, car la question ne se pose que dans ce cas) puisse être enclenchée – les actionnaires de la société visée sont en droit de se voir offrir des titres correspondant aux règles et critères retenus par ailleurs aux fins d'admission de ces titres sur les marchés réglementés – soit les bourses – européens. L'inclusion, dans la loi sur les OPA, de la définition de la liquidité formulée par la directive 2001/34/CE garantit en outre une cohérence législative hautement souhaitable, dans la mesure où une même notion est appréciée selon les mêmes critères.*

*Il est également raisonnable d'impliquer les représentants du personnel tels que définis par la législation luxembourgeoise dans le processus de réaction à une offre publique, afin que les salariés d'une société visée par une OPA puissent faire valoir leur appréciation des mérites d'une offre dans le cadre de l'élaboration de l'avis sur l'offre à formuler par l'organe d'administration de la société visée.*

*A la suite d'une OPA réussie, les actionnaires minoritaires de la nouvelle société peuvent se trouver dans la situation peu enviable que leur part du capital s'est rétrécie au point où une prise d'influence réelle sur les affaires de la société devient impossible. Deux procédés se conçoivent dans ces circonstances: le retrait obligatoire, à l'initiative de l'actionnaire majoritaire (soit l'offrant), et le rachat obligatoire, à l'initiative des actionnaires minoritaires. Le premier de ces cas équivaut à une expropriation de fait des actionnaires minoritaires – dès lors, le maintien du seuil de 95% des titres de la société à détenir par l'offrant s'il souhaite se prévaloir de la possibilité du retrait obligatoire se justifie pleinement. Par contre, le deuxième cas est celui d'actionnaires minoritaires qui seraient contraints de rester dans le capital d'une société dont tout contrôle leur échappe s'ils ne pouvaient avoir recours au rachat obligatoire de leurs titres par l'offrant. Dans un souci de protection des actionnaires minoritaires, la possibilité d'exiger le rachat de leurs titres aux mêmes conditions qui ont présidé à la réalisation de l'OPA doit être ouverte dès qu'un offrant franchit le seuil de 90% des titres de la société visée. Retrait et rachat obligatoires fonctionneront donc à partir de seuils différents, une différence justifiée par la nécessité de permettre à des actionnaires largement minoritaires de quitter le capital d'une société du contrôle duquel ils sont évincés de fait.*

*Concernant encore le retrait et le rachat obligatoires, il convient d'instaurer la possibilité pour des actionnaires qui se trouvent dans les conditions de leur application de ce faire, même si l'OPA à la suite de laquelle ils se sont retrouvés dans la situation visée est achevée. Il serait illogique d'instaurer le retrait et le rachat obligatoires pour le présent et l'avenir sans permettre le recours à ce mécanisme à des actionnaires qui auraient souhaité s'en prévaloir au moment de la conclusion de l'OPA qu'ils ont menée ou qui les a concernés. Dans un souci de sécurité juridique, mais également afin de ne pas créer un droit exorbitant, la possibilité de recourir au retrait ou au rachat obligatoire en référence à des situations créées par des OPA achevées au moment de l'entrée en vigueur de la loi doit pourtant être limitée dans le temps. Il est ainsi proposé de les permettre encore pendant une période de six mois suivant l'entrée en vigueur de la loi. Dans le cas où les seuils du retrait ou du rachat obligatoires ont été atteints en dehors de toute OPA, le retrait respectivement le rachat obligatoire devraient également encore se concevoir pendant une période de transition suivant l'entrée en vigueur de la loi – les amendements proposés tiennent compte de cette exigence.*

Parmi les amendements proposés par la commission, certains ont pourtant fait l'objet d'oppositions formelles motivées du Conseil d'Etat. Au vu des émotions et des attentes ayant entouré le processus de confection des amendements parlementaires, le rapporteur estime devoir reproduire une partie de la motivation du Conseil d'Etat dans le cadre du présent rapport, afin que les raisons qui ont incité le Conseil d'Etat à rejeter certains des amendements proposés par la commission apparaissent clairement à travers la seule lecture de celui-ci.

Ainsi, concernant l'institution d'une période de carence de douze mois pendant laquelle un offrant ne pourrait pas lancer une nouvelle offre à la suite de l'échec d'une OPA précédente, le Conseil d'Etat rappelle que *„la directive 2004/25/CE est fondée notamment sur l'article 44 du Traité CE, c'est-à-dire qu'elle est appelée à contribuer à la réalisation de la liberté d'établissement. Le Traité instituant la Communauté européenne interdit en principe en son article 43 les restrictions à la liberté d'établissement“*.

En outre, la Commission européenne a fait acter une déclaration au procès-verbal de la session du Conseil au cours de laquelle la directive a été adoptée, dont le Conseil d'Etat dégage que *„en principe une OPA est, aux yeux de la Commission européenne, un moyen de restructuration du tissu économique et d'évolution des entreprises, dans le sens d'un accroissement de la compétitivité, qui devrait à terme se traduire par une croissance économique durable de nature à favoriser une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et une plus grande cohésion sociale. Aussi la Commission s'était-elle efforcée de créer un cadre européen qui entendait promouvoir les OPA; (et) qu'en principe, et dans la logique ci-dessus esquissée, il appartient aux seuls actionnaires de la société visée de décider de l'issue de l'OPA. (...)*

*Au regard d'une telle philosophie, l'interdiction de présenter une nouvelle offre avant l'expiration d'un certain délai peut apparaître comme une entrave, qui, malgré une certaine flexibilité, risque de ne pas trouver grâce aux yeux de la Commission européenne, compte tenu de l'article 43 du Traité CE. (...)*

Dans un ordre d'idées nettement moins juridique, le Conseil d'Etat conclut la motivation de son opposition formelle à l'introduction d'une période d'attente obligatoire de douze mois avant qu'un offrant ne puisse lancer une nouvelle OPA contre une même société visée par la considération selon laquelle *„Les auteurs de l'amendement font valoir qu'à la suite d'une OPA n'ayant pas abouti, une société visée doit pouvoir retrouver le rythme normal de son fonctionnement. Or, rien n'empêche un autre offrant de lancer une nouvelle OPA, dès l'annonce de l'échec de la première ou du retrait de celle-ci.*

La commission reste cependant convaincue que l'amendement tel que proposé était justifié alors qu'il est essentiel pour le bon fonctionnement d'une entreprise de prévoir un délai de carence pendant lequel une nouvelle OPA ne pourra être lancée par le même offrant. Comme il sera indiqué dans les conclusions de ce rapport, la Commission entendra revenir sur le sujet.

Un deuxième amendement auquel le Conseil d'Etat s'oppose formellement concerne l'ouverture du droit au rachat obligatoire (le „reverse squeeze-out“) à des actionnaires se retrouvant dans des conditions identiques à celles visées par la directive 2004/25/CE, mais autrement qu'à la suite d'une OPA. Cet amendement avait trait au cas d'actionnaires largement minoritaires (détenant moins de dix pour cent du capital d'une société donnée) auxquels la possibilité n'avait pas été offerte, au moment de la



création de leur situation, de faire racheter leurs actions et de quitter le capital de la société. La motivation de l'opposition formelle est la suivante:

*„(Le Conseil d'Etat) ne saurait toutefois suivre les auteurs des amendements, en ce qu'ils entendent, dans le cadre de la transposition de la directive 2004/25/CE, étendre, à des situations qui peuvent naître en dehors d'une offre publique d'acquisition, une procédure de rachat obligatoire qui est spécifiquement liée aux OPA. Le considérant (24) de la directive communautaire énonce que „les procédures de retrait obligatoire et de rachat obligatoire ne devraient s'appliquer que dans des conditions spécifiques liées à des offres publiques d'acquisition. En dehors de ces conditions, les Etats membres peuvent continuer à appliquer les dispositions nationales en ce qui concerne les procédures de retrait obligatoire et de rachat obligatoire“. Si la Commission compétente de la Chambre des députés estime qu'il convient également d'instituer une procédure de rachat obligatoire en dehors des conditions spécifiquement liées aux OPA, la loi en projet transposant la directive sur les offres publiques d'acquisition n'est pas le cadre dans lequel il y a lieu de le faire. Le Conseil d'Etat ne saurait admettre que la CSSF se voie confier des attributions en des hypothèses qui ne relèvent pas de la loi en projet, ni partant du domaine de compétence spécifique de la Commission au titre de la future loi.“*

Finalement, le Conseil d'Etat a frappé d'une opposition formelle l'amendement par lequel la commission souhaitait permettre à des actionnaires minoritaires à la suite d'une OPA révolue au moment de l'entrée en vigueur de la loi sur les OPA de recourir au mécanisme du rachat obligatoire pendant une période transitoire de six mois suivant cette entrée en vigueur – tout comme la possibilité du retrait obligatoire devrait être ouverte à des actionnaires détenant 95 pour cent au moins des titres d'une société à la suite d'une OPA déjà achevée. Cet amendement aurait donc permis l'application rétroactive de deux mécanismes introduits par la loi sur les OPA à des „anciens“ offrant et société visée, pour résoudre des situations nées des effets d'offres publiques d'acquisition terminées avant que le Luxembourg ne dispose d'une législation en cette matière. La motivation du Conseil d'Etat était que *„l'application rétroactive de dispositions légales à des situations qui se sont créées avant l'entrée en vigueur de la future loi n'est pas sans soulever des interrogations. Il se peut ainsi que des personnes physiques ou morales, se trouvant dans les cas de figure visés, aient introduit une action en justice pour voir régler les problèmes auxquels les nouvelles dispositions sont destinées à apporter une solution. Les nouvelles dispositions risqueront dès lors de s'appliquer à des procès en cours“,* et qu'une jurisprudence constante de la Cour européenne des droits de l'Homme condamne de manière non équivoque de telles interférences avec des procès judiciaires en cours.

Les amendements de la commission concernant le renforcement de l'implication des représentants du personnel dans la réaction d'une société visée à une offre, la différenciation des seuils pour le déclenchement des mécanismes du retrait et du rachat obligatoires ainsi que la non-applicabilité des sanctions pénales prévues par la loi à des démarches effectuées par un offrant avant l'entrée en vigueur de la loi ont, par contre, recueilli l'assentiment du Conseil d'Etat – tout comme celui, extrêmement médiatisé, portant sur la définition de la liquidité des titres de l'offrant.

Concernant ce dernier point, le Conseil d'Etat ne s'est pas opposé à inclure dans la loi une disposition tirée de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, et transposée au Luxembourg par le règlement d'ordre intérieur de la bourse.

\*

## 5) L'APPROCHE DU CONSEIL D'ETAT

Le Conseil d'Etat, tant dans son avis que dans son avis complémentaire, a bien suivi une logique propre. Cette logique était faite notamment de rigueur légistique, et la Commission des Finances et du Budget approuve la démarche de la Haute Corporation, qui a sans doute contribué à améliorer matériellement le texte initial, tout en en conservant la substance et les grandes orientations.

Le Conseil d'Etat a formulé six oppositions formelles dans son avis portant sur le projet de loi. Loin de revenir à un refus de l'approche substantielle des auteurs du projet gouvernemental, cet avis a permis notamment d'identifier des points sur lesquels le Conseil d'Etat jugeait excessifs les pouvoirs de la Commission de surveillance du secteur financier, qui est instituée comme autorité de contrôle de la régularité d'offres publiques d'acquisition par le projet de loi. La commission a suivi le Conseil d'Etat en réaménageant les points critiques de manière telle qu'ils se sont retrouvés en accord avec notre hiérarchie des normes.

L'ensemble des oppositions formelles contenues dans l'avis du Conseil d'Etat ayant porté sur les pouvoirs d'appréciation, de décision et d'action de la CSSF, la commission a suivi l'avis dans l'ensemble de ses propositions de texte, de manière à assurer la conformité des pouvoirs de l'autorité de contrôle avec la position institutionnelle qui est la sienne.

Le Conseil d'Etat a rendu un avis complémentaire sur les propositions d'amendements qui avaient été formulées par la commission, à la suite de la réception de l'ensemble des avis portant sur le projet gouvernemental. Dans cet avis complémentaire, il s'est opposé formellement à un amendement jugé contraire aux articles 43 et 44 du Traité CE relatifs à la liberté d'établissement. Une autre opposition formelle frappe un amendement qui, selon le Conseil d'Etat, aurait eu pour effet d'inclure dans le projet de loi des dispositions qui se rapportent à des situations autres que des OPA, ou résultant de celles-ci. Finalement, le Conseil d'Etat motive sa dernière opposition formelle par une jurisprudence constante de la Cour européenne des droits de l'homme interdisant au législateur d'interférer dans un procès judiciaire en cours, alors que le Conseil d'Etat estime que l'un des amendements proposés par la commission risquerait d'avoir cet effet.

Si la commission souhaitait pouvoir maintenir ces amendements, elle comprend néanmoins le souci légistique du Conseil d'Etat, opposé depuis longtemps à la démarche „fourre-tout“ et à la confusion législative. La commission peut également s'incliner devant le refus du Conseil d'Etat d'admettre des dispositions qui, selon lui, violeraient ou contrediraient des normes supérieures de droit communautaire, respectivement seraient en contradiction avec des principes jurisprudentiels établis par la CEDH.

Pour la forme, il convient de noter que la commission a suivi le Conseil d'Etat pour l'ensemble des propositions dont furent assorties les oppositions formelles contenues dans l'avis complémentaire.

\*

## 6) LE TEXTE DEFINITIF

Le texte retenu par la commission et présenté au vote de la Chambre des Députés se retrouve, comme à l'accoutumée, à la fin du présent rapport. A cet endroit, il convient seulement de rappeler les principaux éléments du projet de loi gouvernemental qui ont été modifiés au cours de la procédure législative, afin de conférer au texte définitif plus de clarté sur certains points, plus d'efficacité sur d'autres. Et cette fois-ci, il est raisonnable de commencer par le point le plus controversé de la procédure, à savoir la question de savoir s'il fallait, dans le texte de la loi, définir la notion de liquidité des actions de l'offrant lançant une OPA qui n'est pas entièrement et exclusivement libellée en espèces.

Une telle définition ne se retrouvait pas dans le projet gouvernemental. Les définitions proposées par les milieux concernés par une OPA en cours auraient eu pour effet d'invalider celle-ci, et étaient dès lors inacceptables pour des raisons tant constitutionnelles que tenant au rayonnement économique et financier du Luxembourg de par le monde. La commission a opté pour l'inclusion d'une définition existant déjà en d'autres endroits et conçue à d'autres fins, mais qui est la seule légitimement exigible dans le contexte d'une OPA visant, rappelons-le, des sociétés cotées en bourse et dont le capital est assez dispersé. Cette définition est celle de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, et transposée au Luxembourg par le règlement d'ordre intérieur de la bourse. Elle veut dire, en somme, que sont présumés liquides les titres de sociétés cotées en bourse. Si les autorités boursières ont admis des titres à la cote, leur liquidité doit être considérée comme établie.

La disposition retenue se lit dès lors comme suit:

*„La liquidité des titres de l'offrant est présumée suffisante au regard de l'alinéa précédent soit lorsque ces titres sont diffusés dans le public à concurrence d'au moins 25% du capital souscrit de l'offrant représenté par cette catégorie de titres, soit lorsque, en raison du nombre élevé de titres d'une même catégorie et l'étendue de leur diffusion dans le public, un fonctionnement régulier du marché est assuré avec un pourcentage plus faible.“*

Au-delà de la liquidité des actions de l'offrant, les points suivants ont été intégrés dans le texte proposé au vote de la Chambre par la Commission des Finances et du Budget:

- les représentants du personnel participeront à l'élaboration de la stratégie de la société visée par rapport à l'offre, au lieu de n'être que consultés;

- le rachat obligatoire devient exigible par les actionnaires minoritaires dès qu'un offrant dépasse le seuil de 90 pour cent des titres de la société visée, de manière à ce que le seuil de déclenchement de ce mécanisme devienne inférieur à celui de 95 pour cent retenu pour le retrait obligatoire;
- et les sanctions pénales prévues par la loi ne sont pas applicables aux démarches qu'un offrant a effectuées dans le cadre d'une OPA avant la date d'entrée en vigueur de la loi.

\*

## 7) CONCLUSION

Le texte proposé par la Commission des Finances et du Budget ne satisfera pas tout le monde. Tel n'est pas son objectif. La commission estime en effet que la loi n'a qu'un but à servir, à savoir celui de constituer un cadre approprié pour les offres publiques d'acquisition, un cadre permettant une protection réelle des actionnaires minoritaires et une implication réelle du personnel et de ses représentants dans les procédures qui les concernent dans ce contexte, un cadre conforme avec les exigences du droit communautaire, et un cadre digne du Luxembourg en tant que centre financier de renom mondial et économie ouverte.

Cet objectif est atteint par le texte que la commission soumet au vote de la Chambre. C'est un texte neutre, dont les dispositions ne sont ni teintées, ni imprégnées d'une volonté de faire échec à une offre publique d'acquisition en train de prendre son cours. C'est un texte précis, clair et concis, en phase avec la directive qu'il transpose.

Les deux seuls aspects qui n'ont pu être réglés de manière satisfaisante aux yeux de la commission sont celui du sort et de la protection des actionnaires minoritaires résultant de situations préexistantes à la nouvelle loi OPA et celui de l'introduction d'une période de carence pendant laquelle une nouvelle offre ne peut être lancée suite à l'échec d'une OPA, au sujet desquels le Conseil d'Etat a rejeté les amendements parlementaires proposés avec la motivation exposée plus haut. La commission entend néanmoins prendre une initiative dans ces deux domaines. Elle considère en effet qu'une protection des intérêts légitimes des actionnaires largement minoritaires à la suite d'opérations qui ne correspondent pas à la définition d'offres publiques d'acquisition – ou qui se retrouvent dans les conditions prévues par la loi sous rubrique, mais à la suite d'OPA achevées au moment de son entrée en vigueur – s'impose. Cette matière devra alors être abordée à travers un ajout à la loi de 1915 sur les sociétés commerciales. Cette loi est actuellement sur la sellette et subira des modifications à travers un projet gouvernemental, projet qui pourra utilement être amendé afin d'inclure des dispositions efficaces en matière de protection des actionnaires minoritaires ne pouvant pas bénéficier des dispositions afférentes de la loi sur les OPA pour l'une ou l'autre raison.

Cette revendication ainsi que celle relative à l'introduction d'une période de carence feront l'objet d'une motion qui sera déposée à la Chambre dans le contexte du vote de la loi sur les offres publiques d'acquisition.

\*

Compte tenu de ce qui précède, la Commission recommande à la Chambre des Députés d'adopter le projet de loi dans la teneur qui suit:

\*

**TEXTE PROPOSE PAR LA COMMISSION**

**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**

**Art. 1er.– *Champ d'application***

(1) La présente loi s'applique aux offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un Etat membre de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen, ci-après dénommé „Etat Membre“, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres, ci-après dénommé „marché réglementé“.

(2) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par des sociétés dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public, dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques et dont les parts sont, à la demande des détenteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements le fait pour ces sociétés d'agir afin de garantir que la valeur en bourse de leurs parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette.

(3) La présente loi ne s'applique pas aux offres publiques d'acquisition de titres émis par les banques centrales des Etats membres.

**Art. 2.– *Définitions***

(1) Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 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 des 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;
- b) „société visée“: la société dont les titres font l'objet d'une offre;
- c) „offrant“: toute personne physique ou morale, de droit public ou privé, qui fait une offre;
- d) „personnes agissant de concert“: les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre;
- e) „titres“: les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société, y compris les certificats représentatifs d'actions auxquels est attachée la possibilité de donner une instruction de vote;
- f) „parties à l'offre“: l'offrant, les membres de l'organe d'administration ou de direction de l'offrant lorsque celui-ci est une société, la société visée, les détenteurs de titres de la société visée et les membres de l'organe d'administration ou de direction de la société visée, ainsi que les personnes agissant de concert avec ces parties;
- g) „titres à droit de vote multiple“: les titres inclus dans une catégorie séparée et distincte et conférant chacun plus d'une voix;
- h) „représentants du personnel“: les instances de représentants de travailleurs issues:
  - de la loi modifiée du 18 mai 1979 portant réforme des délégations du personnel;
  - de la loi du 6 mai 1974 instituant des comités mixtes dans les entreprises du secteur privé et organisant la représentation des salariés dans les sociétés anonymes;
  - de la loi du 28 juillet 2000 concernant l'institution d'un comité d'entreprise européen ou d'une procédure dans les entreprises de dimension communautaire et les groupes d'entreprises de dimension communautaire en vue d'informer et de consulter les travailleurs.

(2) Aux fins du paragraphe (1), point d), les personnes contrôlées par une autre personne au sens de la directive 2004/109/CE sont réputées être des personnes agissant de concert avec cette autre personne et entre elles.

**Art. 3.– Principes généraux**

Les principes suivants doivent être respectés en cas d'offre publique d'acquisition:

- a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent; en outre, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés;
- b) les détenteurs de titres de la société visée doivent disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause; lorsqu'il conseille les détenteurs de titres, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit présenter son avis relatif aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'emploi, les conditions d'emploi et les sites d'activité de la société;
- c) l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre;
- d) il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé;
- e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie;
- f) la société visée ne doit pas être gênée au-delà d'un délai raisonnable dans ses activités en raison d'une offre concernant ses titres; ce délai ne peut en tout cas pas dépasser six mois à partir du jour où la décision de faire une offre a été rendue publique par l'offrant.

**Art. 4.– Autorité de contrôle et droit applicable**

(1) La Commission de surveillance du secteur financier, ci-après dénommée „la Commission“, est l'autorité compétente pour le contrôle d'une offre en ce qui concerne les règles adoptées ou introduites en application de la présente loi. Elle exerce ses fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à une offre.

(2) a) La Commission est compétente pour le contrôle d'une offre lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg et lorsque les titres de cette société sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg.

b) 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, 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 sont admis à la négociation.

Si les titres de la 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.

c) Si les titres de la société visée ont été 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 et leurs autorités de contrôle le premier jour de la négociation.

Si les titres de la société visée ont déjà été admis à la négociation sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres au 20 mai 2006 et y ont été admis simultanément, les autorités de contrôle de ces Etats membres conviennent de l'autorité qui, parmi elles, sera compétente pour le contrôle de l'offre dans un délai de quatre semaines après le 20 mai 2006.

A défaut, la société visée détermine celle de ces autorités qui sera l'autorité compétente le premier jour de négociation suivant ce délai de quatre semaines.

d) La Commission veille à ce que les décisions visées au point c) soient rendues publiques.

e) Dans les cas visés aux points b) et c), les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment

aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre, sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente. Pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables et l'autorité compétente sont celles de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

(3) Pour l'application de la présente loi, toutes les personnes au service de la Commission sont tenues au secret professionnel. Cette obligation persiste au-delà de la cessation de leurs fonctions. Les informations couvertes par le secret professionnel ne peuvent être divulguées, à quelque personne ou autorité que ce soit, qu'en vertu de dispositions législatives dans les conditions définies à l'article 16 de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

(4) La Commission ainsi que les autorités de contrôle des autres Etats membres au sens de la présente loi et les autres autorités chargées de contrôler les marchés des capitaux, en application notamment de la directive 2004/39/CE, de la directive 2001/34/CE, de la directive 2004/109/CE, de la directive 2003/6/CE et de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, coopèrent et se communiquent des informations dans toute la mesure nécessaire à l'application des règles établies conformément à la présente loi, et en particulier dans les cas prévus au paragraphe (2), points b), c) et e). Les informations ainsi échangées sont couvertes par l'obligation de secret professionnel qui incombe aux personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités de contrôle qui les reçoivent. La coopération comprend la capacité de notifier les actes juridiques nécessaires à l'application des mesures prises par les autorités compétentes en liaison avec des offres, ainsi que toute autre aide pouvant être raisonnablement demandée par les autorités de contrôle concernées aux fins d'enquêter sur les violations effectives ou prétendues des règles adoptées ou introduites en application de la directive 2004/25/CE.

(5) Sous réserve des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée, dans le domaine de compétence défini par la présente loi, à ne pas faire application, dans des circonstances particulières, des dispositions des articles 3, f), in fine; 5, paragraphes (1) et (3), 6, paragraphes (1) et (3), 7, paragraphe (1), 11, paragraphe (1) et 13, alinéa 1, point d). Une décision spécialement motivée est exigée dans ce cas.

**Art. 5.– Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable**

(1) Lorsqu'une personne physique ou morale obtient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, 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).

(2) L'obligation de lancer une offre prévue au paragraphe (1) n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire faite conformément à la présente loi à tous les détenteurs de titres pour la totalité de leurs participations.

(3) Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1) et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social.

Pour les sociétés dont le siège social est établi au Luxembourg le pourcentage de droits de vote est fixé à 33 1/3%. Pour le calcul du pourcentage il est tenu compte de tous les titres de la société à l'exclusion des titres assortis d'un droit de vote uniquement dans des situations particulières.



(4) Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période de douze mois précédant l'offre visée au paragraphe (1). Si, après publication de l'offre et avant expiration de la période d'acceptation de celle-ci, l'offrant ou toute personne agissant de concert avec lui acquiert des titres à un prix supérieur au prix de l'offre, l'offrant porte son offre à un prix au moins égal au prix le plus élevé payé pour les titres ainsi acquis.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, la Commission est autorisée à modifier le prix prévu au premier alinéa. Le prix le plus élevé ne peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, que si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur et un vendeur, ou si les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, ou si les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des événements exceptionnels, ou pour permettre le sauvetage d'une entreprise en détresse. La Commission utilise dans ces cas des critères clairement définis qui peuvent être la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière.

Un règlement grand-ducal peut prévoir d'autres circonstances dans lesquelles des dysfonctionnements du marché auraient une incidence sur l'établissement du prix selon l'alinéa 1 du présent paragraphe.

Toute décision de la Commission qui modifie le prix équitable doit être motivée et rendue publique.

(5) 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 admis à la négociation sur un marché réglementé, cette contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces. La liquidité des titres de l'offrant est présumée suffisante soit lorsque ces titres sont diffusés dans le public à concurrence d'au moins 25% du capital souscrit de l'offrant représenté par cette catégorie de titres, soit lorsque, en raison du nombre élevé de titres d'une même catégorie et l'étendue de leur diffusion dans le public, un fonctionnement régulier du marché est assuré avec un pourcentage plus faible.

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.

#### **Art. 6.– Information sur l'offre**

(1) La décision de faire une offre doit être rendue publique par l'offrant immédiatement à la suite de la prise de décision par l'offrant et la Commission doit être informée de cette offre avant que cette décision soit rendue publique. Dès que l'offre a été rendue publique, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant informent respectivement les représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même.

(2) L'offrant a l'obligation d'établir et de rendre public en temps utile un document d'offre contenant les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause. Avant que ce document soit rendu public, l'offrant le soumet, dans un délai de dix jours ouvrables à compter du jour où l'offre a été rendue publique, à l'approbation de la Commission.

La Commission notifie à l'offrant sa décision concernant l'approbation du document d'offre dans les 30 jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de document d'offre.

Si la Commission estime, pour des motifs raisonnables, que le document qui lui est soumis est incomplet ou qu'un complément d'information est nécessaire, elle en informe l'offrant dans les dix jours ouvrables qui suivent l'introduction, pour approbation, du document d'offre. Dans ce cas, le délai prévu à l'alinéa 2 du présent paragraphe ne court qu'à partir de la date à laquelle les informations requises sont fournies par l'offrant.

Le document d'offre est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du document d'offre en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptée dans tous les cas.

En approuvant le document d'offre la Commission ne s'engage pas en ce qui concerne l'opportunité économique ou financière de l'opération ou la qualité ou la solvabilité de l'offrant ou de la société visée.

Lorsque le document d'offre est rendu public, les organes d'administration ou de direction de la société visée et de l'offrant le communiquent respectivement aux représentants de leur personnel ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même.

Les représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, les travailleurs eux-mêmes, sont ensuite impliqués par l'organe d'administration ou de direction dans ses travaux devant mener à son avis motivé sur l'offre tel que prévu à l'article 10 (5) du présent texte.

L'organe d'administration ou de direction informe et requiert l'avis des représentants du personnel, ou à défaut de représentants du personnel, des travailleurs eux-mêmes, notamment en ce qui concerne les répercussions de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement sur l'emploi.

Dans le cas d'une offre pour laquelle la Commission n'est pas compétente en vertu de l'article 4, le document d'offre est reconnu au Luxembourg, sous réserve de son approbation par l'autorité compétente et d'une traduction en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise, dans le cas où les titres de la société visée sont admis à la négociation au Luxembourg, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation de la Commission. La Commission ne peut exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre que si ces informations sont propres au marché luxembourgeois et sont relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise.

(3) Le document d'offre prévu au paragraphe (2) comporte au moins les indications suivantes:

- a) la teneur de l'offre;
- b) l'identité de l'offrant et, lorsque l'offrant est une société, la forme, la dénomination et le siège social de cette société;
- c) les titres ou, le cas échéant, la ou les catégories de titres qui font l'objet de l'offre;
- d) la contrepartie offerte par titre ou par catégorie de titres et, dans le cas d'une offre obligatoire, la méthode employée pour la déterminer, ainsi que les modalités de paiement de cette contrepartie;
- e) l'indemnisation proposée pour compenser les droits qui pourraient être supprimés en application de la règle relative à la neutralisation des restrictions énoncée à l'article 12, paragraphe (4), ainsi que les modalités de paiement de cette indemnisation et la méthode employée pour la déterminer;
- f) le pourcentage ou le nombre maximal et minimal de titres que l'offrant s'engage à acquérir;
- g) le détail des participations que l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui détiennent déjà dans la société visée;
- h) toutes les conditions auxquelles l'offre est subordonnée;
- i) les intentions de l'offrant quant à la poursuite de l'activité de la société visée et, pour autant qu'elle soit affectée par l'offre, de la société offrante ainsi que quant au maintien des emplois de leur personnel et de leurs dirigeants, y compris tout changement important des conditions d'emploi, et en particulier les plans stratégiques de l'offrant pour les deux sociétés et les répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité des sociétés;
- j) la période d'acceptation de l'offre;
- k) lorsque la contrepartie proposée par l'offrant comporte des titres, de quelque nature qu'ils soient, des informations sur ces titres;
- l) des informations sur le financement de l'offre;
- m) l'identité des personnes agissant de concert avec l'offrant ou la société visée et, lorsqu'il s'agit de sociétés, leur forme, leur dénomination, leur siège social ainsi que leur lien avec l'offrant et, lorsque cela est possible, avec la société visée;
- n) la législation nationale qui régira les contrats conclus entre l'offrant et les détenteurs de titres de la société visée à la suite de l'offre ainsi que les juridictions compétentes.

(4) Les parties à une offre sont tenues de communiquer à tout moment aux autorités de contrôle de leur Etat membre, sur demande, toutes les informations en leur possession sur l'offre qui sont nécessaires à l'exercice des fonctions des autorités de contrôle.

**Art. 7.– Période d'acceptation**

(1) La période d'acceptation de l'offre ne peut être ni inférieure à deux semaines ni supérieure à dix semaines à compter de la date de publication du document d'offre. Sous réserve du respect du principe général prévu à l'article 3, lettre f), la période de dix semaines pourra être prolongée, à condition que l'offrant notifie au moins deux semaines à l'avance son intention de clôturer l'offre.

(2) La Commission peut accorder une dérogation à la durée prévue au paragraphe (1) afin de permettre à la société visée de convoquer une assemblée générale d'actionnaires pour examiner l'offre.

(3) Dans les cas où l'offrant parvient à acquérir le contrôle de la société visée, les détenteurs de titres n'ayant pas accepté l'offre jusqu'au moment de la clôture de la période d'acceptation de l'offre ont la possibilité d'accepter cette offre dans un délai de quinze jours qui court à compter de la publication prévue à l'article 13, alinéa 1, d) iii), excepté dans le cas d'une offre obligatoire faite en application de l'article 5 (1).

**Art. 8.– Publicité de l'offre**

(1) La publicité de l'offre doit assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de l'offrant ou de toute autre société concernée par l'offre, afin d'éviter notamment la publication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

(2) La Commission détermine les modalités de la publication de toutes les informations et de tous les documents requis par l'article 6 d'une manière garantissant que les détenteurs de titres, au moins dans les Etats membres sur le marché réglementé desquels les titres de la société visée ont été admis à la négociation, ainsi que les représentants du personnel de la société visée et de l'offrant ou, lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même peuvent en disposer facilement et rapidement.

**Art. 9.– Arrangements facultatifs**

(1) Les sociétés dont le siège social se trouve sur le territoire du Luxembourg ont le choix réversible de se soumettre aux dispositions de l'article 10 paragraphes (2) et (3) et de l'article 12, ou à l'un des deux seulement, sans préjudice de l'article 12, paragraphe (7).

(2) La décision de la société est prise par l'assemblée générale des actionnaires, conformément aux règles applicables à la modification des statuts. La décision est notifiée à la Commission ainsi qu'à toutes les autorités de contrôle des Etats membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation sur des marchés réglementés ou dans lesquels une demande à cet effet a été introduite.

(3) Les sociétés qui appliquent l'article 10, paragraphes (2) et (3), ou l'article 12 sont exemptées d'appliquer l'article 10, paragraphes (2) et (3), 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 par une telle société, conformément à l'article 1er de la directive 83/349/CEE.

(4) La Commission veille à ce que les dispositions applicables aux différentes sociétés soient divulguées sans délai.

(5) Toute mesure appliquée en vertu du paragraphe (3) est soumise à l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de la société visée, ladite autorisation devant avoir été reçue au plus tôt dix-huit mois avant que l'offre ait été rendue publique conformément à l'article 6, paragraphe (1).

**Art. 10.– Obligations de l'organe d'administration ou de direction de la société visée**

(1) Les règles prévues aux paragraphes (2) et (3) doivent être respectées lorsqu'une société a décidé de se soumettre à ces règles conformément aux dispositions de l'article 9, sans préjudice des dispositions relatives à une éventuelle exemption en application de l'article 9.

(2) Pendant la période visée au deuxième alinéa, l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit obtenir une autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires à cet effet avant d'entreprendre toute action susceptible de faire échouer l'offre, à l'exception de la recherche d'autres offres, et en particulier avant d'entreprendre toute émission d'actions de nature à empêcher durablement l'offrant de prendre le contrôle de la société visée.

Une telle autorisation est requise à partir du moment où l'organe d'administration ou de direction de la société visée reçoit les informations sur l'offre mentionnées à l'article 6, paragraphe (1), première phrase, et aussi longtemps que le résultat de l'offre n'a pas été rendu public ou qu'elle n'est pas devenue caduque.

(3) En ce qui concerne les décisions qui ont été prises avant le début de la période visée au paragraphe (2), deuxième alinéa, et qui ne sont pas encore partiellement ou totalement mises en oeuvre, l'assemblée générale des actionnaires doit approuver ou confirmer toute décision qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des activités de la société et dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre.

(4) Aux fins de l'obtention de l'autorisation préalable, de l'approbation ou de la confirmation des détenteurs de titres, visées aux paragraphes (2) et (3), une assemblée générale des actionnaires peut être convoquée, moyennant une unique annonce insérée au moins deux semaines avant l'assemblée dans le Mémorial et dans un journal luxembourgeois. Il en est de même en cas de prorogation de l'assemblée générale.

(5) L'organe d'administration ou de direction de la société visée établit et rend public un document contenant son avis motivé sur l'offre, notamment son avis quant aux répercussions de la mise en oeuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts de la société et spécialement l'emploi ainsi que quant aux plans stratégiques de l'offrant pour la société visée et leurs répercussions probables sur l'emploi et les sites d'activité selon la description figurant dans le document d'offre conformément à l'article 6, paragraphe (3), point i). Avant d'établir son avis, l'organe d'administration ou de direction consulte les représentants du personnel de la société ou, s'il n'existe pas de tels représentants, le personnel lui-même. Si l'organe d'administration ou de direction reçoit en temps utile un avis distinct des représentants du personnel quant aux répercussions de l'offre sur l'emploi, celui-ci est joint au document.

(6) Aux fins du paragraphe (2), il y a lieu d'entendre par organe d'administration ou de direction, à la fois le conseil d'administration de la société et son conseil de surveillance, lorsque la structure de la société est de type dualiste.

**Art. 11.– Information sur les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1)**

(1) Les sociétés mentionnées à l'article 1er, paragraphe (1), doivent publier des informations détaillées sur les points suivants:

- a) la structure de leur capital, y compris les titres qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre, avec le cas échéant une indication des différentes catégories d'actions et, pour chaque catégorie d'actions, les droits et obligations qui lui sont attachés et le pourcentage du capital social total qu'elle représente;
- b) toute restriction au transfert de titres, telle que des limitations à la possession de titres ou la nécessité d'obtenir une autorisation de la société ou d'autres détenteurs de titres, sans préjudice de l'article 46 de la directive 2001/34/CE;
- c) les participations significatives au capital, directes ou indirectes (par exemple, des participations indirectes au travers de structures pyramidales ou d'actionnariat croisé), au sens de la directive 2004/109/CE;
- d) les détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
- e) le mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés directement par ce dernier;
- f) toute restriction au droit de vote, telle que des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de votes, des délais imposés pour l'exercice du droit de

vote ou des systèmes où, avec la coopération de la société, les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres;

- g) les accords entre actionnaires, qui sont connus de la société et peuvent entraîner des restrictions au transfert de titres ou aux droits de vote, au sens de la directive 2004/109/CE;
- h) les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres de l'organe d'administration ou de direction ainsi qu'à la modification des statuts de la société;
- i) les pouvoirs des membres de l'organe d'administration ou de direction, en particulier concernant le pouvoir d'émettre ou de racheter des titres;
- j) tous les accords importants auxquels la société est partie et qui prennent effet, sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société à la suite d'une offre publique d'acquisition, et leurs effets, sauf lorsque leur nature est telle que leur divulgation porterait gravement atteinte à la société; cette exception n'est pas applicable lorsque la société est spécifiquement tenue de divulguer ces informations en vertu d'autres exigences légales;
- k) tous les accords entre la société et les membres de son organe d'administration ou de direction ou son personnel, qui prévoient des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans raison valable ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'acquisition.

(2) Pour les sociétés dont le siège social est au Luxembourg, les informations visées au paragraphe (1) sont publiées dans le rapport de gestion de la société, prévu à 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, et dans le rapport consolidé de gestion, prévu à l'article 339 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

(3) L'organe d'administration ou de direction de ces sociétés présente un rapport explicatif à l'assemblée générale annuelle des actionnaires sur les points visés au paragraphe (1).

#### **Art. 12.– Neutralisation des restrictions**

(1) Sans préjudice des autres droits et obligations prévus par les lois et règlements en vigueur pour les sociétés visées à l'article 1er, paragraphe (1), les dispositions prévues aux paragraphes (2) à (7) s'appliquent lorsqu'une offre a été rendue publique et lorsqu'une société a décidé de se soumettre à ces règles conformément aux dispositions de l'article 9, sans préjudice des dispositions relatives à une éventuelle exemption en application de l'article 9.

(2) Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans les statuts de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).

Toutes les restrictions au transfert de titres prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée sont inopposables à l'offrant pendant la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7, paragraphe (1).

(3) Les restrictions au droit de vote prévues dans les statuts de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les restrictions au droit de vote prévues dans des accords contractuels entre la société visée et des détenteurs de titres de cette société ou dans des accords contractuels conclus après le 21 avril 2004 entre des détenteurs de titres de la société visée ne produisent pas d'effets lors de l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

Les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix à l'assemblée générale des actionnaires qui arrête des mesures de défense, quelles qu'elles soient, conformément à l'article 10.

(4) Lorsque, à la suite d'une offre, l'offrant détient au moins 75% du capital assorti de droits de vote, les restrictions au transfert de titres et au droit de vote visées aux paragraphes (2) et (3), ainsi que les droits extraordinaires des actionnaires concernant la nomination ou la révocation de membres

de l'organe d'administration ou de direction prévus dans les statuts de la société visée, ne s'appliquent pas; les titres à droit de vote multiple ne donnent droit chacun qu'à une voix lors de la première assemblée générale des actionnaires suivant la clôture de l'offre, convoquée par l'offrant aux fins de modifier les statuts ou de révoquer ou nommer des membres de l'organe d'administration ou de direction.

A cet effet, l'offrant a le droit de convoquer une assemblée générale des actionnaires dans les mêmes conditions que celles prévues au paragraphe (4) de l'article 10.

(5) Lorsque des droits sont supprimés sur la base des paragraphes (2), (3) ou (4) du présent article ou de l'article 9, les détenteurs de ces droits peuvent prétendre à une indemnisation équitable. Les conditions qui régissent la détermination de cette indemnisation ainsi que les modalités de son paiement sont approuvées par la Commission.

(6) Les paragraphes (3) et (4) ne s'appliquent pas aux titres lorsque les restrictions au droit de vote sont compensées par des avantages pécuniaires spécifiques.

(7) Le présent article ne s'applique pas lorsqu'un Etat membre détient des titres de la société visée qui lui confèrent des droits spéciaux compatibles avec le traité de l'Union européenne, ni aux droits spéciaux prévus en droit national et compatibles avec le traité, ni aux sociétés coopératives.

#### **Art. 13.– *Autres règles régissant les offres***

Les règles suivantes, relatives respectivement à la caducité des offres, à la révision des offres, à la concurrence d'offres, à la publication des résultats des offres et à l'irrévocabilité des offres, s'appliquent aux offres et la Commission veille à leur application.

- a) Une offre devient caduque lorsque la Commission constate que les principes généraux mentionnés à l'article 3 de la présente loi ne sont manifestement pas remplis dans le cadre de cette offre et au cas où une des conditions suspensives de l'offre n'est pas réalisée.
- b) A partir de l'information préalable par l'offrant de la Commission en vertu de l'article 6 (1) de la présente loi, les conditions de l'offre ne peuvent plus être modifiées, sauf dans un sens plus favorable pour les détenteurs de titres de la société visée. Toute augmentation du prix de l'offre doit obligatoirement bénéficier aux détenteurs de titres qui ont accepté l'offre avant ladite augmentation et les acceptations de l'offre introduites avant la publication du document d'offre ne lient pas les détenteurs de titres. Au cas où une telle modification des conditions a eu lieu, la clôture de l'offre ne pourra se faire qu'après un délai raisonnable suite à la publication des modifications.
- c) Au cas où une offre concurrente est faite, la période d'acceptation de l'offre initiale est automatiquement allongée et ne s'éteint qu'avec la période d'acceptation de l'offre concurrente. Les détenteurs de titres ayant accepté une offre sont automatiquement déliés de leur acceptation en cas d'offre concurrente.
- d) L'offrant est obligé de communiquer à la Commission et de publier le nombre de titres, en précisant le nombre des droits de vote qui en découlent, pour lesquels son offre a été acceptée ou qui appartiennent d'une façon ou d'une autre respectivement à lui et aux personnes agissant de concert avec lui:
  - i) tous les sept jours à compter de la publication du document d'offre;
  - ii) tous les matins des derniers sept jours de la période d'acceptation; et
  - iii) au soir de la dernière journée de la période d'acceptation.
- e) L'offrant s'engage, pour ce qui dépend de lui, à mener l'offre à son terme et en accord avec les conditions autorisées par la Commission. A compter de la publication du document d'offre, l'offre ne peut être retirée que dans les cas suivants:
  - i) en cas d'offre concurrente;
  - ii) en cas de défaut d'autorisation administrative requise pour l'acquisition des titres qui font l'objet de l'offre et notamment dans l'hypothèse où l'opération ne pourrait se réaliser à la suite d'une décision des autorités chargées de veiller à la libre concurrence;
  - iii) au cas où, indépendamment de la volonté de l'offrant, une condition de l'offre n'est pas remplie;



iv) moyennant l'autorisation motivée de la Commission, en cas de circonstances exceptionnelles ne permettant pas la réalisation de l'offre pour des raisons indépendantes de la volonté de l'offrant.

Les détenteurs de titres qui ont accepté l'offre peuvent valablement se retirer au cas où une des dispositions de la présente loi n'a pas été respectée par l'offrant ou une personne agissant de concert avec ce dernier.

Le retrait de l'offre est notifié à la Commission. Au plus tard le jour suivant la réception de cette notification, la Commission rend public ce retrait, aux frais de l'offrant et selon les modalités qu'elle établit.

Ces règles peuvent être précisées par règlement grand-ducal.

#### **Art. 14.– Information et consultation des représentants du personnel**

La présente loi ne porte pas préjudice aux règles relatives à l'information et à la consultation des représentants du personnel de l'offrant et de la société visée ainsi que, le cas échéant, à la cogestion avec ce personnel, régies par les dispositions nationales pertinentes, et notamment celles arrêtées en application des directives 94/45/CE, 98/59/CE, 2001/86/CE et 2002/14/CE.

Par représentants du personnel au sens du présent article, il y a également lieu d'entendre les instances de représentation des travailleurs définies à l'article 2 (1) h).

#### **Art. 15.– Retrait obligatoire**

(1) Lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, les paragraphes (2) à (5) s'appliquent.

(2) Un offrant peut exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix, lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote de la société visée.

(3) La Commission veille à ce que soient en vigueur des règles permettant de calculer quand le seuil est atteint.

Lorsque la société visée a émis plusieurs catégories de titres, le droit de recourir au retrait obligatoire peut n'être exercé que pour la catégorie dans laquelle le seuil prévu au paragraphe (2) a été atteint.

(4) Si l'offrant souhaite exercer le droit de recourir au retrait obligatoire, il l'exerce dans un délai de trois mois après la fin de la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7.

(5) La Commission veille à ce qu'un juste prix soit garanti. Ce prix doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister en une valeur en espèces. Des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option.

A la suite d'une offre volontaire, dans le cas prévu au paragraphe (2) la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres si l'offrant a acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre.

A la suite d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre est présumée juste pour les titres.

#### **Art. 16.– Rachat obligatoire**

(1) Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une offre à tous les détenteurs de titres d'une société visée, seule ou avec des personnes agissant de concert avec elle, des titres lui conférant plus de 90% des droits de vote dans une société visée par la présente loi, un détenteur de titres peut exiger de cette personne qu'elle rachète ses titres pour un juste prix tel que défini à l'article 15, paragraphe (5), à payer en espèces ou en titres liquides au sens de l'article 5, paragraphe (5), avec une option pour le détenteur que ce prix soit payé en espèces.

(2) L'article 15, paragraphes (3) à (5), s'applique mutatis mutandis.

#### **Art. 17.– Sanctions**

(1) En cas d'infractions à la présente loi, qui sont de nature à porter atteinte aux principes généraux énoncés sous a) à e) de l'article 3, la Commission peut frapper les parties à l'offre d'une amende d'ordre de 125 à 12.500 euros.

(2) Sont punis d'un emprisonnement de 8 jours à cinq ans et d'une amende de 251 à 125.000 euros ou d'une de ces peines seulement:

- 1° ceux qui omettent d'aviser au préalable la Commission d'une offre en exécution de l'article 6 (1) de la présente loi,
- 2° ceux qui refusent de donner à la Commission les renseignements qu'ils sont tenus de lui fournir en vertu de l'article 6 (2), 3e alinéa de la présente loi ou qui donnent sciemment des renseignements inexacts ou incomplets,
- 3° ceux qui omettent de transmettre le document d'offre aux représentants du personnel, ou lorsqu'il n'existe pas de tels représentants, au personnel lui-même en application de l'article 6 (2), 5e alinéa de la présente loi.

**Art. 18.– Voies de recours**

Un recours en annulation est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi. Toutefois, les décisions de la Commission infligeant une amende d'ordre sont susceptibles d'un recours en pleine juridiction.

**Art. 19.– Disposition modificative**

Le paragraphe 1er de l'article 24 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier est modifié par l'ajout d'un nouvel alinéa ayant la teneur suivante:

„La Commission est autorisée à prélever la contrepartie de ses frais de fonctionnement par des taxes à percevoir auprès de l'offrant demandant l'approbation du document d'offre publique d'acquisition.“

**Art. 20.– Dispositions transitoires**

(1) La présente loi s'applique à toutes les offres pour lesquelles le document d'offre a été publié avant la date d'entrée en vigueur de la présente loi sans que les étapes déjà valablement accomplies ne doivent être répétées. En particulier, le document d'offre déjà publié ne doit pas être refait pour autant qu'il respecte les prescriptions de la présente loi quant à son contenu minimum.

(2) Les peines portées par l'article 17, paragraphe 2 ne s'appliquent qu'aux infractions commises après l'entrée en vigueur de la présente loi.

**Art. 21.– Entrée en vigueur**

La présente loi entre en vigueur le jour de sa publication au Mémorial.

Luxembourg, le 27 avril 2006

*Le Président-Rapporteur,*  
Laurent MOSAR

Service Central des Imprimés de l'Etat

5540/06

**N° 5540<sup>6</sup>**

**CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

---

**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**

\* \* \*

**DISPENSE DU SECOND VOTE CONSTITUTIONNEL  
PAR LE CONSEIL D'ETAT**

(16.5.2006)

*Le Conseil d'Etat,*

appelé par dépêche du Premier Ministre, Ministre d'Etat, du 5 mai 2006 à délibérer sur la question de dispense du second vote constitutionnel du

**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**

qui a été adopté par la Chambre des députés dans sa séance du 4 mai 2006 et dispensé du second vote constitutionnel;

Vu ledit projet de loi et les avis émis par le Conseil d'Etat en ses séances des 7 mars 2006 et 4 avril 2006;

*se déclare d'accord*

avec la Chambre des députés pour dispenser le projet de loi en question du second vote prévu par l'article 59 de la Constitution.

Ainsi décidé en séance publique du 16 mai 2006.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat



# Document écrit de dépôt



## Motion

I-2005-0-11-0164-01 (107)

### La Chambre des Députés

- Considérant l'urgence qu'il y a de voter le projet de loi 5540 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition;
- Considérant les amendements destinés à instituer des mesures efficaces de protection des actionnaires minoritaires;
- Considérant que la protection des actionnaires minoritaires doit notamment comporter la faculté, pour ceux-ci, de sortir du capital d'une société du contrôle de laquelle ils se trouvent juridiquement et factuellement écartés;
- Considérant l'amendement visant à protéger une entreprise confrontée à une OPA hostile en empêchant qu'une OPA nouvelle ne puisse être lancée par le même offrant contre la même société pendant un délai de douze mois;
- Considérant que le Conseil d'Etat s'est opposé formellement à ces amendements

### Invite le Gouvernement

- A étudier les instruments juridiques les plus efficaces pour éviter qu'une entreprise ne fasse l'objet d'OPA répétées et ne soit ainsi déstabilisée et forcée à concentrer toute son énergie et tous ses moyens sur sa défense pendant des années;
- A concevoir un dispositif de protection des actionnaires minoritaires, et plus spécifiquement des actionnaires largement minoritaires à la suite de changements importants intervenus dans la structure du capital;
- A inclure dans ce dispositif la faculté, pour les actionnaires minoritaires, de sortir du capital d'une société qu'ils ne peuvent plus contribuer à contrôler, moyennant rachat de leurs titres par le ou les actionnaires majoritaires à un prix équitable;
- A intégrer ce dispositif de protection dans la refonte prévue de la loi du 10 décembre 1915 sur les sociétés commerciales.

Claude Nisch  
Bourgeois

5540

**MEMORIAL**  
**Journal Officiel**  
**du Grand-Duché de**  
**Luxembourg**



**MEMORIAL**  
**Amtsblatt**  
**des Großherzogtums**  
**Luxemburg**

---

**RECUEIL DE LEGISLATION**

---

**A — N° 86**

**22 mai 2006**

---

**Sommaire**

**OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION**

**Loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition . . . . . page 1510**