

N° 5540¹

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 régit 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

