

**La réforme de la réglementation sur les offres publiques
d'acquisition :
Le champ d'application, les questions de droit international
privé et le prospectus**

Marc Fyon
Collaborateur scientifique du Centre Jean Renauld de droit des sociétés
Avocat au barreau de Bruxelles

Patrick Wautelet
Chargé de cours à l'Université de Liège
Avocat au barreau de Bruxelles

Faculté de droit – UCL – Louvain-La-Neuve

30 novembre 2007

1. Le législateur belge a transposé la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition¹. Il a adopté le 1^{er} avril 2007 une loi relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après dénommée la « **Loi OPA** »)² et une loi modifiant l'article 220 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, l'article 121, §1^{er}, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux marchés financiers ainsi que l'article 584 du Code judiciaire et insérant l'article 41 dans la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition³. Ces lois ont été complétées le 27 avril 2007 par un arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition (ci-après dénommé l' « **Arrêté Royal OPA** »)⁴ ainsi qu'un arrêté royal concernant les offres publiques de reprise (ci-après dénommé l' « **Arrêté Royal OPR** »)⁵.

2. Dans le cadre du présent examen, nous examinerons successivement (i) quelques notions essentielles définies par les législateurs européen et belge, (ii) certaines questions de droit international privé soulevées par la nouvelle réglementation et (iii) le régime du prospectus d'OPA.

CHAPITRE I - QUELQUES NOTIONS ESSENTIELLES EN MATIERE D'OPA

3. La première section de la présente étude a pour objet de préciser quelques notions qui se trouvent au cœur des nouvelles règles sur les OPA, à savoir les notions essentielles d'*offres publiques d'acquisition* et de *titres*^{6 7}.

Section 1 - Notion d'offre publique d'acquisition

4. Ni la loi du 2 mars 1989, ni l'arrêt royal du 8 novembre 1989, ni la loi du 22 avril 2003 ne définissaient la notion d'offre publique d'acquisition. Comme l'écrivait André Bruyneel dès 1989, *'la première constatation du lecteur est surprenante : malgré un grand luxe de définitions détaillées et malgré les incertitudes auxquelles la Commission bancaire*

¹ La directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, J.O.C.E., 30 avril 2004, L 142, pp. 12-23 (ci-après dénommée la 'directive OPA').

² Loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, Mon. B., 26 avril 2007, pp. 22378-22402.

³ Loi du 1^{er} avril 2007 modifiant l'article 220 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, l'article 121, §1^{er}, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux marchés financiers ainsi que l'article 584 du Code judiciaire et insérant l'article 41 dans la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (Mon. B., 26 avril 2007, pp. 22403-22405).

⁴ Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, Mon. B., 23 mai 2007, pp. 27736-27775.

⁵ Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise, Mon. B., 23 mai 2007, pp. 27789-27798

⁶ Pour la notion fondamentale d'action de concert, le lecteur se référera à la contribution de Monsieur Lambrecht et de Madame Bertrand sur les offres publiques d'acquisition obligatoires.

⁷ Le présent chapitre constitue une version remaniée et résumée de la section I.A et B de la récente étude consacrée par M. Fyon à la réforme du droit des offres publiques d'acquisition ('La réforme du droit des offres publiques d'acquisition', D.B.F., 2007/IV, pp. 242-280).

*avait été confrontée encore récemment, ni l'offre d'acquisition, ni la contre-offre ne sont définies. On doit ainsi continuer à se référer aux définitions dégagées par la doctrine (...) De manière synthétique, il y aura offre d'acquisition lorsque la contrepartie offerte aux détenteurs de titres consiste en espèces ou en d'autres titres*⁸.

5. La Loi OPA innove en fournissant une définition de l'offre publique d'acquisition. Il faut désormais entendre par OPA *'une offre s'adressant aux détenteurs de titres de la société visée et destinée à acquérir tout ou partie de leurs titres, que l'offre soit volontaire ou obligatoire'*⁹. La Loi OPA complète cette définition en précisant les conditions dans lesquelles une telle offre lancée sur le territoire belge comporte un caractère public¹⁰.

A vrai dire, cette définition trahit une certaine confusion¹¹ entre la notion d'*offre d'acquisition* et le *caractère public* d'une telle offre. Si le législateur a expressément visé à l'article 3, §1^{er}, 1^o le concept d'offre publique d'acquisition, il faut plutôt y voir celui d'offre d'acquisition. Une opération répondant à cette définition n'est constitutive d'une offre publique d'acquisition que si en outre elle revêt un caractère public au sens de l'article 6, §1^{er} de la Loi OPA.

Si elle s'inspire de la directive OPA¹², cette définition de l'offre d'acquisition présente cependant deux différences significatives par rapport à la définition retenue par le législateur européen :

- Contrairement à la directive, la Loi OPA et l'Arrêté Royal OPA¹³ visent notamment le rachat d'actions propres¹⁴ (pour autant bien sûr que celui-ci ait un caractère public)¹⁵.
- Contrairement à la directive également, la Loi OPA ne limite pas les offres d'acquisition aux seules opérations *'qui suivent ou ont pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national'*¹⁶. C'est ainsi qu'une offre lancée par un actionnaire contrôlant la société visée constitue une offre publique d'acquisition au sens de la Loi OPA mais non de la directive OPA. C'est ainsi aussi qu'une offre publique de reprise n'est en principe pas visée par la directive OPA alors que la Loi OPA confirme son principe et que l'Arrêté Royal OPR détaille sa procédure.

⁸ A. BRUYNEEL, « Les offres publiques d'acquisition », op. cit., p. 41, n°49.

⁹ Loi OPA, art. 3, §1^{er}, 1^o.

¹⁰ Loi OPA, art. 6, §1^{er}.

¹¹ L'article 3 de l'avant-projet de loi définissait – à notre sens correctement – la notion d'offre et ne traitait pas de la notion d'offre publique d'acquisition. Dans son avis relatif à l'avant-projet de loi, le Conseil d'Etat a suggéré de viser dans cet article 3 la notion d'offre publique en se référant à la terminologie adoptée dans la directive européenne (Avis du Conseil d'Etat, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 81). Le raisonnement développé par la haute juridiction administrative ne paraît pas convaincant dès lors que la Loi OPA définit à l'article 6, §1^{er} le caractère public d'une offre d'acquisition.

¹² Directive OPA, art 2, §1^{er}, a).

¹³ Sous réserve des dérogations visées à l'article 49 de l'Arrêté Royal OPA, la procédure classique d'offre publique volontaire est d'application en cas d'offre publique de rachat d'actions propres.

¹⁴ Sur les difficultés que suscite l'adaptation aux rachats d'actions propres de la réglementation sur les OPA, cfr. X. DIEUX, 'Examen de jurisprudence (1990-2003) – Droit financier', R.C.J.B., 2005, pp. 345-348, n° 23 ; cfr. aussi Rapport annuel CBF, 1998-1999, pp. 123-124 ; Rapport annuel CBFA, 2004, pp. 93-95.

¹⁵ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 12.

¹⁶ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 12.

Dans son avis relatif à l'avant-projet de loi, le Conseil d'Etat a relevé à juste titre que ces deux élargissements de la définition visée dans la directive OPA n'appellent aucune critique au regard du droit européen dès lors que le législateur belge a respecté les exigences minimales énoncées par la directive¹⁷. Il n'en reste pas moins qu'une opération qui, comme indiqué ci-dessus, répondrait à la définition visée par la Loi OPA mais non à celle retenue par le législateur européen ne pourra bénéficier du régime de reconnaissance prévu par la directive et transposé par la Loi OPA.

6. L'arrêté royal du 7 juillet 1999¹⁸ définissait le caractère public d'une offre publique d'acquisition volontaire. Aux termes de cet arrêté royal, une offre publique volontaire revêtait un caractère public si elle répondait à l'une des conditions suivantes¹⁹ :

- la mise en œuvre, par l'émetteur ou sur l'ordre de celui-ci, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'opération d'émission et visant plus de 50 personnes en Belgique, autres que les investisseurs visés à l'article 3, 2° ;
- le recours à ou l'intervention d'un ou de plusieurs intermédiaires sauf s'il s'agit de l'une des institutions ou entreprises visées à l'article 2, 2° de l'arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières ou si ces intermédiaires ne s'adressent en Belgique, pour la réalisation de l'opération d'émission, qu'à l'une desdites institutions ou entreprises; ou
- la sollicitation, par l'émetteur ou pour le compte de celui-ci, de plus de 50 personnes, autres que les investisseurs visés à l'article 3, 2°.

Même si elle répondait à l'un de ces critères, une OPA ne revêtait cependant aucun caractère public si :

- elle requérait une contrepartie d'au moins 250.000 EUR par investisseur,
- elle était destinée exclusivement à un ou plusieurs des investisseurs énumérés à l'article 3 de l'arrêté royal du 7 juillet 1999, ou
- l'acquisition des titres sur lesquels porte l'OPA était une condition d'accès à une activité professionnelle.

7. La directive OPA ne contient aucune définition du caractère public d'une offre d'acquisition et il n'existe à ce stade pas d'harmonisation des critères arrêtés par chaque

¹⁷ Avis du Conseil d'Etat, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 81.

¹⁸ Pour un commentaire approfondi de cet arrêté royal, cfr. notamment : G. T'JONCK, 'Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen : oude wijn in nieuwe vaten', in *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Louvain, Institut Jan Ronse, 2000, p. 445; H. WOUTERS et Ch. PARK 'L'arrêté Royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières', R.P.S., 2000, p. 5.

¹⁹ Arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières, art. 2 ; X. DIEUX, op.cit, R.C.J.B., 2004, p. 215, n° 2 ; J-M. NELISSEN GRADE, 'Kroniek van de openbare overnamebiedingen (1996-2003)', D.B.F., 2004, , p. 33, n° 4.

législateur national pour déterminer le caractère public d'une OPA²⁰. Dans ce contexte, le législateur belge a défini ce caractère public et repris des éléments de base de la définition fournie par l'arrêté royal du 7 juillet 1999 sur le caractère public des opérations financières, tout en les assortissant de modifications non négligeables.

Désormais une OPA revêt un caractère public en cas de²¹ :

- *diffusion sur le territoire belge d'une communication* sous quelque forme que ce soit *présentant une information suffisante* sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres,
- *mise en œuvre d'un procédé de publicité* destiné à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition.

Au contraire de l'arrêté royal du 7 juillet 1999 qui stipule expressément qu'il suffit qu'une opération réponde à un seul des trois critères qu'il énumère pour revêtir un caractère public, la Loi OPA ne précise pas si les deux critères qu'elle énonce sont ou non cumulatifs. La *ratio legis* de cette disposition, l'interprétation très large qu'elle appelle et l'Exposé des motifs²² semblent cependant indiquer que dans la suite logique de l'arrêté royal du 7 juillet 1999, les deux critères retenus par la Loi OPA ne sont pas cumulatifs.

L'article 6, § 3 de la Loi OPA assortit cette définition de trois exceptions liées au montant de la contrepartie requise dans le chef de chaque investisseur ou à la qualité des investisseurs potentiels.

8. Le premier élément de la définition du caractère public d'une offre d'acquisition consiste donc en la diffusion sur le territoire belge d'une communication sous quelque forme que ce soit présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres et qui est faite par l'offrant ou par une personne agissant de concert avec lui, ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes²³.

Cette notion de communication suffisante s'inspire directement de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés²⁴ et, d'une manière plus indirecte, de la directive européenne 2003/71 du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier

²⁰ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 12 et p. 20.

²¹ Loi OPA, art. 6, §1^{er}.

²² On se référera à cet égard à l'extrait suivant de l'Exposé des motifs : 'Si l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui, ou encore un personne agissant pour le compte de ces personnes, utilise des procédés de publicité s'adressant aux investisseurs pour annoncer ou recommander l'offre d'acquisition, l'offre acquiert un caractère public' (Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 20).

²³ Loi OPA, art. 6, §1^{er}, 1^o.

²⁴ Aux termes de l'article 3, §1^{er} de la loi du 16 juin 2006, il faut entendre par 'offre publique' une '*communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les instruments de placement à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces instruments de placement, et qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte. Est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre*'.

en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation²⁵.

9. S'agissant de cette notion de diffusion d'une communication contenant une information suffisante, on relèvera tout d'abord ce que l'on pourrait presque qualifier de renversement de la charge de la preuve. Au regard de cette nouvelle définition, le caractère public d'une offre d'acquisition sera en règle pratiquement présumé puisque la simple diffusion par ou pour compte de l'offrant - en Belgique et sous quelque forme que ce soit - d'une communication contenant une information suffisante sur les conditions de l'offre confère à cette offre un caractère public sauf pour les parties concernées à établir qu'elles peuvent se prévaloir d'une des trois exceptions visées à l'article 6, § 3 de la Loi OPA.

Ce renversement de la charge de la preuve est manifeste si l'on compare ce principe posé par la Loi OPA à la logique de l'arrêté royal du 7 juillet 1999 en vertu de laquelle une opération financière ne revêt un caractère public que si elle répond à l'un des trois critères suivants : le recours à un intermédiaire non agréé, la mise en œuvre d'un procédé publicitaire ou la sollicitation de plus de 50 personnes autres que des investisseurs professionnels. Ce renversement est d'autant plus manifeste si avec les premiers commentateurs de la loi du 16 juin 2006²⁶, l'on rappelle que la notion de communication doit s'interpréter de la manière la plus large qui soit (indépendamment notamment de sa forme et de ses raisons d'être) et que l'élément déterminant de la communication est son contenu plutôt que sa qualification²⁷.

10. Cette communication doit émaner soit de l'offrant, soit d'une personne agissant de concert avec lui²⁸, soit d'une personne agissant pour leur compte.

La Loi OPA adopte sur ce point une définition qui se situe dans la ligne de celle retenue dans la loi du 16 juin 2006. Aux termes de cette loi, est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre²⁹. Bien qu'elle ait fait l'objet de commentaires assez critiques de la part de la doctrine³⁰, cette présomption vraisemblablement irréfragable trouve désormais son équivalent dans la Loi OPA³¹.

11. Cette communication doit contenir une information suffisante sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres. Cet élément de la définition des offres publiques suscite inmanquablement une question

²⁵ Au sens de l'article 2, 1° (d) de la directive 'Prospectus', il faut entendre par 'offre au public de valeurs mobilières' une 'communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières'.

²⁶ J. PEETERS, J. et T. VAN DYCK, 'De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006', D.B.F., 2006, p. 178, n° 25.

²⁷ Il importe peu que la communication soit assortie de disclaimers précisant qu'elle n'est pas constitutive d'une offre publique si dans les faits, elle répond à la définition reprise par le législateur belge (J. PEETERS, et T. VAN DYCK, op. cit., p. 178, n°25).

²⁸ Sur la notion de personnes agissant de concert, cfr. Section I.C ci-dessous.

²⁹ Loi du 16 juin 2006, art. 3, § 1^{er}, al. 2. Cette présomption retenue par le législateur belge ne figure pas dans la directive 'Prospectus' qui se trouve à l'origine de la loi du 16 juin 2006.

³⁰ J. PEETERS et T. VAN DYCK, op. cit., pp. 187-188, n°40-44.

³¹ Loi OPA, art. 6, § 2.

fondamentale : Qu'est-ce qu'une information suffisante ? La directive 'Prospectus' du 4 novembre 2003 qui se trouve à l'origine de la loi du 16 juin 2006 et donc indirectement de cet aspect de la Loi OPA n'apporte guère de réponse sur ce point et la Commission européenne a laissé aux Etats membres la faculté de librement définir ce qu'il faut entendre par 'information suffisante'³². Pour apprécier la notion – aux contours incertains - d'information suffisante au sens de la loi du 16 juin 2006 et de la Loi OPA, on se référera utilement aux principes de base du droit civil relatifs au contrat de vente³³ puisque le contrat constitue l'essence même d'une offre publique de vente ou d'acquisition. La doctrine enseigne à cet égard que pour qu'un contrat de vente existe, il faut que les parties s'accordent sur les éléments essentiels de cette vente et que ceux-ci soient déterminés ou, à tout le moins objectivement déterminables³⁴. L'évocation d'un simple projet d'acquisition, sans aucune mention de prix ou de fourchette de prix d'achat n'est donc pas constitutive d'une communication au sens de l'article 6 de la Loi OPA, pas plus que la diffusion d'une information contenant des paramètres financiers trop vagues pour permettre à leurs destinataires de prendre une position quant à la suite à réserver à l'offre qui leur est destinée³⁵. Il existe donc en la matière une marge non négligeable d'appréciation subjective – et donc d'incertitude - et l'offrant devra s'en souvenir lors de la préparation de toute communication relative à un projet d'OPA.

12. La Loi OPA retient comme deuxième critère pour déterminer le caractère public d'une OPA, la simple mise en œuvre, sur le territoire belge, par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition³⁶.

L'on sait que la notion de procédés publicitaires doit recevoir une interprétation très large³⁷. Reprenant littéralement les termes de l'arrêté royal du 7 juillet 1999, la Loi OPA y inclut³⁸ :

- la diffusion d'informations dans la presse écrite ou dans des publications, périodiques ou non, ou par la radio, la télévision ou tout autre moyen audiovisuel;

³² Troisième réunion informelle sur la transposition de la directive prospectus: Résumé succinct, 26 janvier 2005, MARKT/G3/WG D(2005), p. 2-3, disponible sur le site http://www.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/prospectus/summary-note-050126_en.pdf : "The Commission recalled that, under the EC Treaty, the national authorities have a choice as to form and methods when transposing this term into national law. It is therefore left to the discretion of MS as how to transpose the term sufficient information."

³³ Cfr. notamment en ce sens : Travaux parlementaires, Ch., 2005-2006, Exposé des motifs relatifs au projet de loi relatif aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, Doc 51 2344/001, p. 26 ; J. PEETERS et T. VAN DYCK, op. cit., p. 180, n° 28.

³⁴ La directive 'prospectus' confirme le bienfondé de la référence à ces principes de droit civil puisqu'elle précise que lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières offertes au public ne peuvent être inclus dans le prospectus, celui-ci doit stipuler les critères ou conditions sur la base desquels ces éléments seront déterminés.

³⁵ Cette conclusion ne vaut bien sûr que si l'offre ne répond pas au deuxième critère visé à l'article 6, §1^{er} de la Loi OPA et ne s'accompagne pas de la mise en œuvre, sur le territoire belge, par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes, de procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition.

³⁶ Loi OPA, art. 6, § 1^{er}, 2^o.

³⁷ G. T'JONCK, op. cit., pp. 458-459.

³⁸ Loi OPA, art. 6, § 2.

- la diffusion de circulaires ou de tous autres documents standardisés relatifs à l'opération, même s'ils sont adressés personnellement au destinataire;
- la diffusion d'informations par voie de téléphonie ou par recours à un système d'information électronique;
- l'utilisation d'autres techniques visant à porter l'opération à la connaissance du public.

13. Ce deuxième critère doit être apprécié sous un angle fort différent du premier : là où la notion de diffusion d'une communication suffisante est indépendante du mode de diffusion utilisé et repose sur une appréciation partiellement subjective du caractère suffisant ou non de l'information reprise dans la communication, le recours à des procédés publicitaires constitue un élément de fait objectif.

Dès lors qu'il suffit qu'une offre réponde à un seul des deux critères visés à l'article 6, §1^{er} de la Loi OPA pour revêtir un caractère public, la diffusion d'une information destinée à annoncer ou à recommander une OPA sera constitutive d'une offre publique si elle s'accompagne du recours à des procédés publicitaires et ce, même si l'information diffusée est trop générale pour permettre aux investisseurs de prendre position par rapport aux termes de l'offre.

14. La Loi OPA précise que la diffusion d'une communication ou le recours à des moyens publicitaires à propos d'une offre d'acquisition volontaire n'est cependant pas constitutive d'une offre publique si cette offre répond à l'une des conditions suivantes³⁹, lesquelles conditions sont – en tous les cas pour deux d'entre elles – plus souples que les conditions correspondantes visées dans l'arrêté royal du 7 juillet 1999 :

- L'offre concerne des titres répandus uniquement parmi des investisseurs qualifiés au sens de l'article 10 de la loi du 16 juin 2006 (Pour rappel, la notion d'investisseurs qualifiés retenue dans la directive 'prospectus' a suscité de vives discussions, notamment quant à la faculté reconnue aux Etats membres d'agréer en tant qu'investisseurs qualifiés les petites et moyennes entreprises et certaines personnes physiques qui en font la demande ; le législateur belge s'est contenté d'habiliter le Roi à faire usage de cette faculté⁴⁰; la définition d'investisseurs qualifiés retenue dans la loi du 16 juin 2006 s'inspire, moyennant certaines adaptations et mises à jour, de l'arrêté royal du 7 juillet 1999).
- L'offre est adressée, à des conditions identiques, sur le territoire belge, à moins de 100 personnes physiques ou morales autres que des investisseurs qualifiés au sens de l'article 10 de la loi du 16 juin 2006 ; l'arrêté royal du 7 juillet 1999 fixait ce seuil à 50 personnes autres que des investisseurs qualifiés.
- L'offre porte sur des titres dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros ; l'arrêté royal du 7 juillet 1999 fixait ce montant à EUR 250.000.

³⁹ Loi, art. 6, § 3.

⁴⁰ Loi du 16 juin 2006, article 10, §. 2.

La Loi OPA ne reprend pas l'exception prévue dans l'arrêté royal du 7 juillet 1999 à propos des acquisitions de titres qui constituent une condition d'accès à une activité professionnelle ou sont nécessaires pour l'exercice de cette activité.

Section 2 - Notion de titres

15. Pour qu'une offre publique d'acquisition soit régie par la Loi OPA, elle doit porter sur des titres⁴¹, c'est-à-dire sur des instruments de placement visés à l'article 4 de la loi du 16 juin 2006.

16. Le régime actuel des offres publiques volontaires est basé sur une distinction essentielle entre, d'une part, les OPA soumises à l'arrêté royal du 8 novembre 1989 et, d'autre part, les autres OPA qui ne rentrent pas dans le champ d'application de cet arrêté royal et qui, partant, ne sont régies que par la seule loi du 22 avril 2003 relative aux offres publiques de titres⁴².

La loi du 22 avril 2003 vise toute offre d'acquisition portant sur des titres, c'est-à-dire tous instruments de placement, négociables ou non, quels que soient les actifs sous-jacents⁴³. L'arrêté royal du 8 novembre 1989 a un champ d'application beaucoup plus restreint puisqu'il ne concerne que les seules offres d'acquisition portant sur des titres conférant le droit de vote ou sur des titres donnant droit à la souscription ou à l'acquisition de tels titres ou à la conversion en de tels titres⁴⁴.

Cette distinction capitale se traduit notamment au niveau de la procédure d'offre publique volontaire. Là où l'arrêté royal du 8 novembre 1989 énonce des règles précises et détaillées, la loi du 22 avril 2003 - comme l'ont montré les difficultés survenues à l'occasion d'offres publiques portant sur des certificats immobiliers - se contente de principes très généraux et ne fournit guère de cadre légal précis pour l'organisation des OPA qui lui sont soumises.

17. La nouvelle réglementation retient le principe d'une distinction entre le régime des OPA relatives à des titres conférant le droit de vote et les règles applicables aux autres OPA. En effet l'Arrêté Royal OPA régit essentiellement les OPA visant les titres conférant le droit de vote ou donnant accès au droit de vote⁴⁵ alors que la Loi OPA a une vocation plus générale (à tout le moins en ce qui concerne les offres volontaires) et s'applique à toute offre publique volontaire concernant tous types d'instruments de placement visés à l'article 4 de la loi du 16 juin 2006.

18. La portée de cette distinction de base doit cependant être largement relativisée. L'Arrêté royal OPA prévoit en effet que les OPA concernant des certificats immobiliers sont en général soumises aux mêmes règles que les OPA volontaires visant des titres

⁴¹ Loi OPA, art. 3, §1^{er}, 1^o.

⁴² Depuis l'entrée en vigueur de la loi du 16 juin 2006, la loi du 22 avril 2003 ne reste plus en vigueur que dans la seule mesure où elle concerne les offres publiques d'acquisition (loi du 16 juin 2006, art. 79).

⁴³ Loi du 22 avril 2003, art. 2 (1).

⁴⁴ Arrêté Royal du 8 novembre 1989, art. 1er, § 3.

⁴⁵ Arrêté Royal OPA, art. 2. Aux termes de l'article 3, §1er, 9^o de la Loi OPA, il faut entendre par titres donnant accès au droit de vote, les titres conférant le droit d'acquiescer tout titre avec droit de vote de la société visée à la suite d'une conversion ou de l'exercice de ce droit, pour autant que ces titres soient émis par l'émetteur des titres avec droit de vote à créer.

disposant d'un droit de vote⁴⁶. Ce faisant, le Roi met un terme aux controverses qui existaient sur la question de savoir si les OPA portant sur des certificats immobiliers sont ou non soumises au même régime légal que les OPA portant sur des titres conférant le droit de vote.

L'Arrêté Royal OPA assortit cette nouvelle règle de diverses exceptions puisque⁴⁷:

- ne s'appliquent pas aux OPA sur des certificats immobiliers les dispositions prévues en matière d'OPA sur titres avec droit de vote qui résultent spécifiquement de la nature des titres visés⁴⁸ ou du contrôle exercé par l'offrant sur la société cible⁴⁹ ;
- le schéma de prospectus pour les OPA sur certificats immobiliers⁵⁰ ne correspond pas à celui des offres publiques relatives à des titres avec droit de vote⁵¹ ;
- l'avis que doit rendre la société ayant émis les certificats immobiliers visés par l'OPA est naturellement plus limité que celui qui incombe à la société cible d'une OPA sur titres avec droit de vote puisqu'il n'y a pas lieu d'y aborder les questions liées aux plans stratégiques de la société visée, aux répercussions de l'offre sur les résultats ou l'emploi de la société visée ou à l'application éventuelle de clauses d'agrément⁵² ;
- au contraire de ce qui est prévu en matière d'OPA sur titres avec droit de vote⁵³, l'offrant qui, à l'issue de l'offre, détient 95% des certificats immobiliers concernés, ne dispose pas de la faculté de lancer dans un délai de trois mois une offre de reprise aux mêmes conditions que celles de l'offre d'acquisition.

19. L'Arrêté Royal OPA prévoit que le même principe de l'application des règles relatives aux OPA volontaires sur titres avec droit de vote vaut également en matière d'offres publiques sur les autres titres de créance. Il assortit cette assimilation des mêmes exceptions que celle prévues en matière d'OPA sur certificats immobiliers et confère en outre à la CBFA un pouvoir de dérogation en la matière⁵⁴.

⁴⁶ Arrêté Royal OPA, art. 46.

⁴⁷ Arrêté Royal OPA, art. 46.

⁴⁸ Arrêté Royal OPA, art. 3, 1^o (obligation de faire porter l'offre sur la totalité des titres avec droit de vote), art. 19 (obligation pour la société visée d'aviser sans délai la CBFA et l'offrant de toute émission de titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote et de toute autre décision ayant pour but ou étant susceptible de faire échouer l'offre), art. 28 § 3 et 29 (application éventuelle de clauses d'agrément) et art. 31 (prorogation de la période de l'offre lorsque une assemblée générale de la société visée est convoquée pour délibérer sur l'offre).

⁴⁹ Arrêté Royal OPA, art. 19 à 23 (obligations particulières en cas d'OPA lancée par un offrant contrôlant la société visée).

⁵⁰ Il s'agit du schéma II annexé à l'Arrêté Royal OPA.

⁵¹ Il s'agit du schéma I annexé à l'Arrêté Royal OPA.

⁵² L'article 28, § 1^{er} et § 3 de l'Arrêté Royal OPA ne s'applique pas en cas d'OPA sur certificats immobiliers.

⁵³ Arrêté Royal OPA, art. 42 à 44.

⁵⁴ Arrêté Royal OPA, art. 47. Cfr. aussi pour un exemple d'OPA portant sur des euro-obligations, Rapport annuel CBF, 2002-2003, pp. 126-127.

20. Certaines dispositions importantes de la Loi OPA – qui trouvent leur origine immédiate dans la directive OPA - ne s'appliquent qu'aux seules offres publiques d'acquisition visées par cette directive, c'est-à-dire les offres d'acquisition portant sur des titres avec droit de vote dont la négociation est admise sur un marché réglementé et pour autant que l'offre ait pour but d'acquérir le contrôle effectif de la société cible⁵⁵. Sont ainsi concernées les dérogations apportées par la Loi OPA à la règle selon laquelle toute offre publique d'acquisition lancée en Belgique est intégralement soumise au droit belge ou les dispositions de la Loi OPA relatives à la reconnaissance en Belgique d'un prospectus approuvé dans un autre Etat membre conformément à l'article 4 de la directive OPA⁵⁶.

21 On rappellera aussi – et sur ce point la Loi OPA n'apporte aucune modification par rapport au régime précédent – que la *forme des titres* de la société visée n'a pas d'impact sur le champ d'application des règles relatives aux offres publiques d'acquisition⁵⁷.

Il n'en va pas totalement de même de la *forme juridique et de l'objet social de la société visée*. Si en principe⁵⁸ la forme juridique et l'objet social n'influencent pas l'application des nouvelles dispositions légales⁵⁹ concernant les OPA volontaires⁶⁰ ou obligatoires⁶¹, elle constitue un élément déterminant du champ d'application des règles relatives aux offres de reprise telles que visées dans l'Arrêté OPR puisque celles-ci ne concernent que les seules sociétés anonymes⁶².

Il n'en va pas non plus totalement de même du fait que *la société visée ait ou non fait appel public à l'épargne*. Cet élément n'a pas d'impact sur l'application des règles en matière d'OPA volontaire. Il est une condition nécessaire de l'application de l'Arrêté Royal OPR⁶³. Quant aux règles sur les OPA obligatoires, elles ne visent que les seules sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation désigné par le Roi⁶⁴.

CHAPITRE II - LA LOI OPA ET LES OFFRES A DIMENSION INTERNATIONALE

22. La loi du 1^{er} avril 2007 prévoit, à la suite de la directive qu'elle transpose, des

⁵⁵ Loi OPA, art. 4, § 2.

⁵⁶ Loi OPA, art. 20.

⁵⁷ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 5.

⁵⁸ Cfr cependant l'exception prévue au sujet des offres publiques concernant les titres de (i) banques centrales ou (ii) de sociétés dont l'objet est le placement collectif de moyens financiers 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 porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces sociétés. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements, et n'est pas davantage soumis aux dispositions de la présente loi et de ses arrêtés d'exécution, 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 (Loi OPA, art. 7).

⁵⁹ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 5.

⁶⁰ Pour des commentaires quant à l'application des règles actuelles à des sociétés coopératives, cfr. S HIRSCH et V. MARQUETTE, 'Sociétés coopératives et OPA : Quelques réflexions' in Liber Amicorum Lucien Simont, Brux., Bruylant, pp. 745-767. Cfr. aussi Rapport annuel CBF, 2001-2002, pp. 112-114.

⁶¹ Pour une application intéressante des règles actuelles relatives aux OPA obligatoires à l'égard d'une société en commandite par actions, cfr. Rapport annuel CBF, 1994-1995, p. 108 ; Rapport annuel CBF, 2001-2002, pp. 102-104.

⁶² Arrêté royal OPR, art. 2 et 3.

⁶³ Arrêté royal OPR, art. 3.

⁶⁴ Loi OPA, art. 5.

dispositions précises sur son champ d'application territorial. Ces dispositions méritent un examen détaillé (section 2), dans la mesure où un nombre relativement important d'offres publiques revêtent un caractère international. Avant toute chose, il importe de bien situer l'objet de ces dispositions. Ceci nécessite quelques observations préliminaires qui permettront de mieux situer la problématique générale de l'application dans l'espace des dispositions de la loi (section 1).

SECTION 1 - LE CADRE GÉNÉRAL : QUELQUES OBSERVATIONS SUR LE DROIT INTERNATIONAL DES OPA

Sous-section 1 – L'inévitable dimension internationale des offres publiques

23. Il n'est plus besoin de démontrer que le marché des offres publiques d'achat dépasse les frontières des Etats.⁶⁵ La récente opération d'ampleur qui a opposé trois acteurs majeurs du secteur bancaire européen à une banque anglaise pour le contrôle d'un établissement bancaire néerlandais l'a encore démontré.

L'on pourrait penser que l'adoption et la transposition dans le droit des Etats membres de la directive OPA a fait perdre une grande partie de son utilité à l'examen de la dimension internationale des opérations d'offres publiques. Cette directive n'a-t-elle pas en effet pour ambition de créer un véritable marché européen des offres publiques, au sein duquel tous les acteurs sont soumis à des règles identiques ?

24. L'entreprise européenne d'harmonisation du droit des offres publiques mérite d'être soulignée. Elle ne permet pas toutefois de faire l'impasse sur la dimension internationale du phénomène et ce, pour deux raisons. D'une part, force est de reconnaître que l'harmonisation qui constitue l'objectif de l'intervention européenne est loin d'être complète. La directive n'aborde en effet le droit des offres publiques que sous l'angle de ce que M. Bruyneel appelait « le droit de l'organisation et de la discipline des OPA ».⁶⁶ L'article 13 de la directive est à cet égard révélateur, qui impose aux Etats membres d'adopter des règles sur une série de questions (à savoir la caducité des offres, la révision de celles-ci, la concurrence d'offres, la publication des résultats des offres ainsi que l'irrévocabilité des offres) à propos desquelles le législateur européen n'entendait pas se prononcer.

En outre, même à l'égard des questions qu'elle prétend régir, force est de constater que la directive entend plus *rapprocher* les droits nationaux que procéder à une véritable *harmonisation*. La directive laisse en effet une marge de liberté considérable aux Etats membres. L'attendu 25 du Préambule évoque à cet égard la définition d'« orientations minimales pour la conduite des offres publiques d'acquisition ». L'article premier, premier paragraphe de la directive évoque par ailleurs uniquement l'adoption de « mesures de

⁶⁵ On s'abstiendra, dans le cadre de la présente contribution, de tenter de définir le caractère international d'une offre publique d'achat. Notons simplement qu'une telle définition pourrait se fonder sur le siège de l'offrant, celui de la société cible, sur le marché sur lequel les titres de cette dernière sont négociés ou sur le lieu de résidence de ses actionnaires. Il paraît plus délicat de s'appuyer sur la nationalité des actionnaires existant de la société cible. Sur ce point, voy. les réflexions L.J. HUMANS VAN DEN BERGH, « Grensoverschrijdende openbare biedingen », in *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Kluwer, 2003, 3.

⁶⁶ A. BRUYNEEL, « Les offres publiques d'acquisition. Réforme de 1989 », *J.T.*, 1990, 141, n° 2.

coordination des dispositions législatives », ce qui va manifestement moins loin qu'une harmonisation complète. L'exemple le plus frappant est sans doute la question des mesures anti-OPA : alors que les articles 9 (défenses réactives) et 11 (défenses préventives) prétendent neutraliser la plupart de ces défenses, l'article 12 de la Directive permet aux Etats membres de ne pas imposer certaines restrictions aux sociétés dont le siège social se situe sur leur territoire. Ces dispositions justifient sans doute le qualificatif de directive « à géométrie variable » dont est parfois affublée la directive.⁶⁷

25. L'ampleur limitée de l'harmonisation impose de s'interroger sur l'application des dispositions nationales qui soit visent des questions non régies par la directive, soit pour lesquelles la directive défère au choix des Etats membres. Dans l'un et l'autre cas, le défaut d'harmonisation laisse subsister une diversité normative qui ajoute une difficulté supplémentaire en cas d'offre publique lancée dans plusieurs Etats membres. Voilà déjà une première justification, si besoin en était, de l'étude approfondie de la dimension internationale des OPA.

Au-delà de la diversité qui subsiste entre les Etats membres de l'Union européenne, il faut également tenir compte des ambitions limitées de la directive. Celle-ci ne vise en effet que les offres publiques d'acquisition qui possèdent une dimension communautaire prononcée. Cette dimension existe à la double condition que la société cible relève du droit d'un Etat membre et que ses titres soient admis à la négociation sur un marché européen.⁶⁸ La pratique révèle toutefois que des offres publiques visant d'autres sociétés peuvent avoir un impact dans un ou plusieurs Etats membres. Ceci sera notamment le cas lorsque l'offrant communique au public 'communautaire' des informations sur son offre. Il est dès lors nécessaire de s'interroger sur les règles applicables aux situations non couvertes par la directive – parce qu'elles ne présentent pas une dimension communautaire suffisante – mais qui n'en possèdent pas moins un ou plusieurs rattachements avec un Etat membre. L'on verra à cet égard que les règles adoptées par les Etats membres ne sont pas nécessairement identiques lorsqu'il s'agit d'une offre 'non-communautaire'.

Ces quelques lignes permettent d'appréhender l'enjeu concret de l'application internationale de la loi OPA. Encore faut-il s'entendre sur les instruments qui permettent de résoudre les difficultés nées de la dimension internationale d'une offre publique.

Sous-section 2 – La dimension internationale : questions de méthode

26. Si l'objet du questionnement est facile à déterminer, il ne faut pas se méprendre sur la nature des règles qui permettront de résoudre les questions internationales. L'on a coutume d'écrire que plusieurs possibilités s'offrent au juriste lorsqu'il s'agit de déterminer le droit applicable à une offre publique possédant une dimension internationale. Pour résumer les perspectives proposées, le choix pourrait se porter soit sur le droit de la société cible, déterminé sur la base de la *lex societatis*, soit sur le droit du marché sur lequel sont cotés les titres faisant l'objet de l'offre.⁶⁹ A cette alternative, l'on ajoute généralement que la

⁶⁷ Voy. notamment le rapport du Sénateur Philippe Marini au nom de la Commission des Finances du Sénat français (S.O. 2005-2006, n° 20).

⁶⁸ Directive OPA, article 1^{er}, *infra* sur cette double condition.

⁶⁹ De nombreux auteurs font état de l'hésitation qui peut exister entre ces qualifications différentes de la « loi applicable à l'offre publique » : voy. par exemple H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3ème éd., Paris, Litec, 2001, 1107-1108, n° 1241 (ces auteurs présentent les différentes branches

plupart des dispositions du droit des offres publiques d'achat constituent des lois d'application immédiate ou lois de police, dont l'application impérative écarte le jeu normal de la règle de rattachement.⁷⁰

Cette présentation nous semble procéder d'une confusion méthodologique. En réalité, les règles pertinentes pour déterminer le droit applicable à une offre publique de dimension internationale ne répondent pas au modèle classique de la règle de rattachement, objet principal d'étude et de réflexion du droit international privé contemporain.⁷¹ Ce constat se vérifie tant pour la directive que pour les règles nationales qui existaient avant son adoption ou qui régissent aujourd'hui des situations auxquelles la directive ne s'applique pas.⁷²

27. Que le contexte soit européen ou purement national, il faut en effet admettre que le droit des offres publiques d'achat ne se laisse pas appréhender sur la base d'une règle classique de rattachement que viendrait bouleverser l'application immédiate des règles de droit matériel. La meilleure preuve en est sans doute que la règle de rattachement 'normale' qui constituerait le régime premier des OPA internationales, n'est jamais décrite en tant que telle – sauf pour expliquer qu'il est difficile d'en dessiner les termes en raison de la variété des enjeux concrets du droit des offres publiques. La seule révélation faite à propos de cette règle est qu'elle ne pourrait être fondée sur la localisation de l'entreprise qui fait offre.⁷³ Au contraire, l'on avance généralement qu'il faut se détourner d'une telle approche et lui préférer des règles fondées soit sur le lieu de cotation, soit sur le siège de la société cible. Au-delà de cette précision négative, l'on cherche en vain une véritable règle de rattachement comme certains cherchent encore le monstre du Loch Ness...

28. Les solutions proposées s'écartent en réalité du raisonnement conflictualiste⁷⁴ classiquement développé en droit international privé. Au lieu d'envisager l'adoption d'une

de l'alternative et concluent *in fine* à l'application de la loi du marché « du fait que le droit des offres publiques est considéré comme un mode d'organisation du marché boursier »; C. RYNGAERT, *Jurisdiction in International Law. United States and European Perspectives*, thèse KU Leuven, février 2007, 395-397, n° 609-613; K. GEENS, « Cross-border mergers, (hostile) take-overs and joint-ventures », *Hague-Zagreb-Ghent Colloquium on the law of international trade*, C.C.A. VOSKUIL (éd.), 1991, s.l., n° 16a.

⁷⁰ Par exemple V. MARQUETTE et G. STUER, « Les nouvelles règles de conflit de lois relatives aux titres, aux créances et aux espèces », *Dr. Banc. Fin.*, 2007, (71), n° 54 (qui expliquent que « la réglementation belge applicable [aux OPA] . . . constitue une loi de police »).

⁷¹ Comme en témoigne le Code belge de droit international privé qui érige la règle de rattachement au rang de mode de solution privilégié de la diversité normative qui caractérise les relations internationales.

⁷² Et qui ont été synthétisées dans de nombreux ouvrages. Outre la thèse de M. Ryngaert précitée, voy. surtout G. SCHUSTER, *Die internationale Anwendung des Börsenrechts. Völkerrechtlicher Rahmen und kollisionsrechtliche Praxis in Deutschland, England und den USA*, Springer, 1996, 197-235 et H. KRONKE, « Capital Markets and Conflict of Laws », *Recueil des cours de l'Académie de droit international*, 2000, vol. 286, 254-386, spéc. pp. 323-334.

⁷³ Sur ce point, A. TENENBAUM, « La compétence internationale des autorités de surveillance des marchés financiers en matière d'offre publique. Réflexions à propos de l'offre de la société Mittal Steel sur les titres de la société Arcelor », *Rev. crit. dr. int. priv.*, 2006, (557), spéc. pp. 565-566.

⁷⁴ Par raisonnement conflictualiste, l'on entend l'utilisation d'une règle abstraite qui permet de désigner, pour un ensemble de questions juridiques regroupées au sein d'un ensemble abstrait appelé la catégorie de rattachement, la loi nationale applicable. L'article 114 du Code de droit international privé offre un exemple concret de cette méthode : selon cette disposition, les questions relatives aux « droits qui découlent d'une émission publique de titres » - ce qui constitue la catégorie de rattachement - sont régies par le droit applicable à la personne morale – ce qui constitue le facteur de rattachement. La particularité de la méthode conflictualiste est qu'elle ne prend pas comme point de départ telle ou telle norme de droit interne mais bien la relation juridique ou plus précisément un ensemble de questions juridiques dont on estime qu'elles appellent l'application d'une loi identique. Pour plus de détails sur cette méthode, voy. F. RIGAUX et M. FALLON, *Droit international privé*, Larcier, 2005, pp. 80 e.s.

règle fondée sur un critère de rattachement général qui permettrait l'application tant de la loi locale que de la loi étrangère, l'on préfère décrire le champ d'application dans l'espace de la première. Cette description n'est jamais suivie d'une proposition d'appliquer, dans certaines circonstances, le droit étranger.⁷⁵

Ceci démontre qu'il est vain de vouloir appréhender la réalité des offres publiques d'achat internationales en utilisant une méthode conflictualiste. Le seul résultat auquel cette proposition aboutit est de dénaturer le raisonnement conflictualiste en constatant que l'ensemble des prescriptions locales constituent des lois d'application immédiate.⁷⁶

Au vrai, il semble bien que la règle de rattachement soit impuissante ou en tout cas défaillante vis-à-vis du phénomène des offres publiques d'acquisition. S'il en va ainsi c'est sans doute d'abord parce que les questions que suscite cette matière ne peuvent se résoudre par la simple désignation d'un droit matériel. Il est tout aussi important, voire davantage encore, de déterminer l'autorité dont la mission est de contrôler le respect de ces normes matérielles. Or la règle de rattachement se pense aujourd'hui, en principe du moins, de façon indépendante de la détermination des autorités appelées à intervenir.⁷⁷

En outre, et même si l'on fait abstraction du rapprochement entre normes applicables et autorité de contrôle,⁷⁸ force est de constater que la richesse du droit des offres publiques d'acquisition, qui oscille entre droit boursier et droit des sociétés avec des incursions essentielles dans le droit des obligations, rend la conception d'une règle de rattachement périlleuse. Cette difficulté n'est certainement pas propre au droit des offres publiques et l'utilisation d'un ensemble de règles de rattachement spéciales, visant chacune des questions particulières, permet dans une certaine mesure de faire face à cette complexité.⁷⁹

29. Ces règles ne pourraient toutefois faire droit à la réalité propre du droit des offres publiques. Si l'on s'en tient à ce qui constitue le cœur de ce droit – que M. Bruyneel appelle, comme déjà indiqué, « le droit de l'organisation et de la discipline des OPA »⁸⁰ – il faut reconnaître que le raisonnement conflictualiste classique, qui vise à 'coincer' un phénomène juridique dans une catégorie de rattachement, même si celle-ci est comprise de façon souple, est voué à l'échec. Ceci tient au fait que l'OPA – même si celle-ci se résoudra *in fine*

⁷⁵ Voy. par exemple l'exposé de K. GEENS précité, qui après avoir envisagé l'adoption d'une règle de rattachement fondée soit sur la *lex societatis*, soit sur la loi du marché boursier concerné, conclut que le droit belge (en vigueur à l'époque) constitue nécessairement une loi de police pour ajouter que l'application par les autorités belges d'une loi de police étrangère est « peu vraisemblable ».

⁷⁶ Voy. par exemple G. LEKKAS, *L'harmonisation du droit des offres publiques et la protection de l'investisseur. Etude comparée des règles en vigueur en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis d'Amérique*, LGDJ, 2001, 462-469, n° 1089-1098.

⁷⁷ Sauf quelques cas exceptionnels, notamment les compétences exclusives. Sur le rapprochement dans certaines matières entre le droit applicable et le domaine de la compétence, voy. J. MEEUSEN, *Nationalisme en internationalisme in het internationaal privaatrecht. Analyse van het Belgische conflictenrecht*, Intersentia, 1997, pp. 82-110 et surtout les recherches de E. PATAUT, *Principe de souveraineté et conflits de juridictions (étude de droit international privé)*, LGDJ, 1999, pp. 67-235.

⁷⁸ Qui se retrouve dans d'autres domaines. L'on pense à l'insolvabilité internationale, elle aussi caractérisée par une très grande proximité, voire une fusion entre la désignation des normes applicables et le choix de l'autorité de supervision.

⁷⁹ Sur l'apparition de ce type de règles, voy. surtout J. D. GONZALEZ CAMPOS, « Diversification, spécialisation, flexibilisation et matérialisation des règles de droit international privé », *Recueil des cours*, 2000, t. 287, 9-426, spéc. pp. 156-213.

⁸⁰

A. BRUYNEEL, *art. cit.*, 141, n° 2.

par la conclusion de contrats classiques d'achat et de vente de titres – met en jeu des intérêts qui ne peuvent laisser l'Etat indifférent. Le droit des OPA est à ce titre du droit public s'imposant à des relations essentiellement privées.⁸¹ La place réservée dans ce droit à l'autonomie de la volonté est dès lors fort réduite. Dès lors que l'on cherche à appréhender ces relations avec les outils classiques du droit international privé, l'on est contraint de recourir au mécanisme des lois d'application immédiate, au risque d'en abuser.

30. Somme toute il nous semble préférable de conclure que le droit international des offres publiques appelle d'autres méthodes que celles du droit international privé *sensu stricto*. Il est préférable de voir dans ce droit un ensemble de normes matérielles dont il importe de déterminer avec soin l'application dans l'espace. A ce titre, le droit international des offres publiques fait partie de ce vaste ensemble de prescriptions nationales dont l'application aux situations internationales ne peut se résoudre que par le biais de règles d'applicabilité.⁸²

Si l'on accepte ce postulat, il n'est plus besoin de passer par l'artifice des lois d'application immédiate. Il ne s'agit plus alors de travailler avec une catégorie abstraite de rattachement, qui regrouperait l'ensemble des questions relatives au droit des OPA, pour les rattacher au droit d'un Etat donné, celui de la société cible ou du marché où ses titres sont négociés. Le raisonnement adopté prend comme point de départ les prescriptions matérielles du droit des OPA pour tenter d'en cerner l'application dans l'espace. Ainsi, l'on ne se demandera plus si les questions relatives à l'attitude que peut ou doit adopter le conseil d'administration de la société cible pendant une offre, doivent être soumises au droit de l'Etat où est situé le siège de la société cible ou au droit du marché sur lequel ses titres sont négociés. L'on préférera plutôt examiner d'emblée les dispositions de la loi belge sur les OPA – ou de la directive – relatives à cette question pour assigner à ces dispositions un champ d'application.

L'on avouera cependant que la distinction entre les deux méthodes doit être relativisée.⁸³ Dans les deux cas, il s'agit de déterminer *in fine* quelles normes vont s'appliquer, une question qui se résoudra en utilisant des éléments concrets, comme le siège de la société cible ou celui du marché pertinent. La confusion entre les deux ordres de raisonnement n'a dès lors rien d'un pêché capital.⁸⁴

⁸¹ M. Bruyneel écrivait dans sa célèbre étude que le droit des offres publiques est un « droit financier public » (A. BRUYNEEL, *art. cit.*, 141, n° 2).

⁸² Sur ce concept, voy. surtout M. FALLON, « Les règles d'applicabilité en droit international privé », *Mélanges R. Vander Elst*, Nemesis, 1986, 285-322. L'utilisation, pour résoudre les questions posées par la dimension internationale de l'activité économique, de la méthode unilatérale a connu un regain d'attention ces dernières années. L'on ne peut passer sous silence les très importants travaux de Mme H. MUIR WATT et notamment le cours qu'elle a professé à l'Académie de La Haye ("Aspects économiques du droit international privé", *Recueil des cours*, 2004, vol. 307, 25-382) ainsi que de nombreuses autres contributions, parmi lesquelles "Choice of Law in Integrated and Interconnected Markets : A Matter of Political Economy", *Eur. J. Comp. Law* 7.3 (2003), disponible à l'adresse www.ecjl.org, n° 11 et également paru in *Col. J. Eur L.*, 2003, 383 e.s. et enfin "Globalisation des marchés et économie politique du droit international privé", *Arch. Phil. Dr.*, 2003, 243-262.

⁸³ Comme l'a récemment fait S. FRANCO, *L'applicabilité du droit communautaire dérivé au regard des méthodes de droit international privé*, Bruylant-LGDJ, 2005, 15-41.

⁸⁴ Ceci est particulièrement vrai s'agissant des règles visant le comportement du conseil d'administration de la société cible. Il est tentant d'associer l'ampleur de la neutralité imposée à la direction de la société cible (interdiction d'émission de nouvelles actions, interdiction de la vente d'actifs stratégiques, etc.) à la *lex societatis* de celle-ci (par exemple H. KRONKE, *o.c.*, 328-329). Si la loi de la société cible a un rôle à jouer, il nous semble que ceci n'est pas le fruit de l'application de la règle de rattachement retenue pour les personnes morales, mais bien d'une délimitation de l'application dans l'espace des règles en présence – la loi de l'Etat où

31. Si l'on accepte que le droit international des offres publiques repose en priorité sur des règles d'applicabilité, il faut se réjouir de l'intervention européenne. Sans une intervention de ce type, les OPA possédant une dimension internationale seraient soumises aux inconvénients bien connus de la méthode unilatérale, et principalement au risque que plusieurs Etats prétendent imposer l'application de leurs normes à une même situation. A l'intérieur de l'espace boursier européen, ce risque a disparu depuis l'entrée en vigueur de la directive. L'on verra qu'il subsiste dans une certaine mesure pour les OPA extracommunautaires.

32. Il ne faut pas se méprendre sur la portée des propos méthodologiques qui précèdent. La priorité accordée à la méthode des règles d'applicabilité comme principe explicatif ne signifie pas pour autant que la méthode conflictualiste n'a pas sa place dans le droit des offres publiques internationales. Si cette méthode conserve un titre à s'appliquer, c'est toutefois uniquement pour des questions que l'on osera qualifier de 'périphériques' – qui ne font pas partie du «droit de l'organisation et de la discipline des OPA». ⁸⁵ L'on sait à cet égard que l'offre publique, si elle atteint son but, aboutira à la conclusion de contrats d'achat-vente qui demeurent en principe soumis au droit commun des contrats. ⁸⁶ Ces contrats demeurent régis par les règles du droit commun des contrats internationaux. ⁸⁷ Il en va de même de l'éventuelle responsabilité délictuelle qui pourrait naître à l'occasion du lancement d'une OPA, par exemple lorsqu'il s'avère que l'offre était vexatoire et inutile. ⁸⁸ La même observation vaut à l'égard de la responsabilité des auteurs du prospectus vis-à-vis des détenteurs de titres. ⁸⁹ A ce sujet, il est certain que les auteurs de l'offre ne sauraient prétendre que leur responsabilité ne peut être examinée qu'à la lumière de la seule loi choisie dans le document d'offre. Les règles relatives à la responsabilité des auteurs du prospectus s'imposeront en effet et devront être appliquées aux situations qu'elles prétendent régir sans passer par le truchement d'une règle de rattachement. ⁹⁰ Le mécanisme du rattachement accessoire, consacré à l'article 100 du Code de droit international privé, pourrait utilement s'appliquer dans ce contexte et permettre de soumettre l'ensemble des questions à une loi identique.

la société est implantée revendiquant application, ce qui ne se révélera d'ailleurs que lorsque la société est établie dans un autre Etat que celui de son marché principal.

⁸⁵ Pour reprendre l'expression déjà citée de A. BRUYNEEL (*art. cit.*, 141, n° 2).

⁸⁶ Sur cette question, G. JAKHIAN, *Les offres publiques d'acquisition. Chronique de jurisprudence 1989-2000*, Larcier, 2001, 21-23, n° 10 e.s.

⁸⁷ Sur ce point, voy. H. KRONKE, *o.c.*, 326-327. Parmi les rares auteurs qui se sont interrogés sur l'application de ces règles, voy. surtout les réflexions de L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, *art. cit.*, (3), 11-13. M. Hijmans van den Bergh s'interroge en particulier sur la validité d'une clause de choix de loi et sur la loi applicable à défaut d'une telle clause. Il fait très pertinemment observer que la règle de la prestation caractéristique conduit à des résultats désastreux si on l'applique aux contrats de vente qui naissent suite à une OPA, puisque l'offrant serait confronté à des contrats régis par des lois différentes selon l'Etat dans lequel est établi le vendeur. C'est sans doute notamment pour éviter ces difficultés que l'article 6, § 3 *littera n* de la directive impose à l'offrant d'indiquer dans le document d'offre « 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 » (en Belgique, voy. le paragraphe 4.5.3 du schéma annexé à l'Arrêté Royal OPA du 27 avril 2007).

⁸⁸ Comme l'a décidé le tribunal de commerce de Liège dans une espèce interne : Comm. Liège, 22 novembre 1994, *R.D.C.*, 1996, 178.

⁸⁹ Par contre, il faut accepter que l'article 114 du Code de droit international privé, qui vise les droits dérivés propres à l'émission publique, n'a pas vocation à intervenir en cas d'offre publique d'achat. En ce sens, M. GOLLIER, « Droit international privé des émissions publiques de titres », *R.D.C.*, 2005, (628), 631, n° 10.

⁹⁰ En outre, il n'est pas exclu que cette responsabilité puisse être qualifiée de délictuelle. Si cette qualification devait être retenue, un choix de loi serait inopérant, sauf s'il est effectué par les parties « après la naissance du différend » comme l'impose l'article 101 du Code de droit international privé.

Ces considérations méthodologiques étant faites, il est temps d'examiner en détail le champ d'application international de la loi OPA.

SECTION 2 – L'APPLICATION DE LA LOI OPA AUX OFFRES À DIMENSION INTERNATIONALE

33. L'article 4 de la loi OPA précise les grandes lignes du champ d'application dans l'espace des règles qu'elle propose. Pour bien comprendre la portée de cette disposition, il importe d'apercevoir ce qui la sépare de son pendant dans la directive OPA. Ce n'est qu'une fois ces différences mises en lumière que l'on pourra s'attacher à déterminer dans quelles circonstances la loi OPA ou certaines de ses dispositions prétendent s'appliquer.

Sous-section 1 – Comparaison entre la définition des domaines d'application de la directive et de la loi

34. L'article 4 de la loi entend transposer en droit belge l'article 4 de la directive. Les deux dispositions ont en commun de donner une solution aux questions soulevées par la dimension internationale des offres publiques d'achat visées.

La comparaison des deux dispositions apprend toutefois que le législateur belge n'a pas – au contraire de certains de ses collègues⁹¹ - suivi à la lettre les instructions de la directive. A plusieurs égards, l'article 4 de la loi s'écarte en effet du modèle européen. Ces différences méritent d'être soulignées.

35. La première différence nécessite un examen attentif des deux dispositions. Cet examen permet d'apercevoir que l'article 4 de la loi va plus loin que son pendant dans la directive OPA : alors que l'article 4 de la directive ne s'attache qu'aux seules offres intra-communautaires,⁹² l'article 4 de la loi propose également des règles visant les opérations qui dépassent le cadre communautaire. L'on reviendra sur cette différence lors du commentaire des différentes hypothèses d'application de la loi belge. En outre indépendamment de leur champ d'application territorial respectif, la loi OPA et la directive OPA ne définissent pas les offres publiques d'acquisition de la même manière⁹³.

36. Une deuxième distinction est plus évidente : alors que l'article 4 de la directive ne fait pas de distinction selon la nature de l'offre, le législateur belge a choisi de distinguer l'offre obligatoire de l'offre volontaire.⁹⁴ Chacune de ces offres fait l'objet de dispositions particulières, auxquelles s'ajoute une disposition visant spécifiquement l'offre de reprise.

⁹¹ L'article 4 de la loi luxembourgeoise de transposition (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, *Mémorial*, N° A/86 du 22 mai 2006) offre une retranscription plus fidèle de la directive.

⁹² Définies à l'article 1^{er} de la directive comme étant celles visant une société régie par le droit d'un Etat membre et dont les titres sont admis à la négociation sur le marché d'un Etat membre.

⁹³ Voy. §. 5 supra.

⁹⁴ La distinction entre offre volontaire et offre obligatoire se retrouve bien entendu dans la directive (et notamment à l'article 5, qui introduit le concept d'offre obligatoire, jusqu'alors inconnu dans le droit de certains Etats membres et notamment aux Pays-Bas), mais uniquement en ce qui concerne le traitement matériel des offres. Sous l'angle de l'application dans l'espace des dispositions européennes, aucune distinction n'est faite entre les deux types d'offre.

Sur ce point, le législateur belge n'est pas isolé. D'autres Etats membres ont également jugé opportun de réserver à certains types d'offre un champ d'application plus ou moins étendu. La loi néerlandaise de transposition prévoit par exemple que l'obligation de lancer une offre – dont le déclenchement est lié à l'acquisition d'une « *overwegende zeggenschap* » dans la société cible – n'existe que dès lors que le siège de cette dernière est établi aux Pays-Bas et que ses titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé néerlandais.⁹⁵ Les dispositions relatives au droit commun de l'offre publique sont par contre en ligne avec l'article 4 de la directive dans la mesure où elles permettent l'application des règles néerlandaises de transposition même si le siège de la société cible n'est pas établi dans un autre Etat membre.⁹⁶ Les législateurs français et luxembourgeois par contre n'ont apparemment pas jugé bon de distinguer selon la nature de l'offre, n'ayant retenu qu'une seule disposition générale pour définir le champ d'application de leur loi.⁹⁷

37. Il est une autre différence de méthode entre la loi belge et la directive, qui mérite de retenir l'attention. Elle porte sur la structure de la règle adoptée. Confirmant le raisonnement méthodologique déjà évoqué, la directive s'attache d'abord à déterminer quelle est l'autorité compétente et n'évoque qu'incidemment la question du droit applicable, alors que les règles prévues à l'article 4 de la loi belge visent principalement à déterminer dans quelles circonstances (et dans quelle mesure) la loi belge de transposition doit trouver à s'appliquer. La différence s'explique aisément : le législateur belge ne saurait prétendre déterminer la compétence des autorités de contrôle d'autres Etats membres. L'un de ses objectifs principaux est de définir les limites de l'action de la CBFA. Dans la mesure où le rôle de celle-ci est défini avec précision dans la loi, il suffisait de s'attacher à délimiter l'application des règles belges de transposition pour dans le même temps fournir à la CBFA les indications nécessaires sur sa compétence. Ceci contraste avec l'approche retenue par le législateur luxembourgeois, qui, sur le modèle européen, s'est avant tout attaché à déterminer les limites de la compétence de l'autorité luxembourgeoise de contrôle.⁹⁸ En réalité, les deux approches ne se distinguent que formellement. Dans un cas comme dans l'autre, le législateur entend faire coïncider la détermination de l'autorité de contrôle et celle des règles applicables.

38. Plus fondamentalement, l'on constate que la directive utilise, pour structurer le champ d'application dans l'espace des règles européennes, des critères de type 'multilatéraux', c.-à-d. qui peuvent indifféremment conduire à l'application du droit de tel Etat membre ou de tel autre. Au contraire, l'article 4 de la loi belge utilise une approche que l'on pourrait qualifier d'unilatérale puisqu'elle ne vise que l'application de la seule loi belge. Cette approche plus modeste se comprend parfaitement dans le contexte européen : la directive étant appelée à être transposée dans le droit de tous les Etats membres, le législateur belge peut présumer que chaque législateur national précisera les critères d'application de sa propre loi de transposition. Dans cette mesure retenir une approche multilatérale paraît inutile puisque par hypothèse, elle fera double emploi avec les efforts des législateurs des autres Etats membres.⁹⁹ Elle a néanmoins été retenue par le législateur

⁹⁵ Article 6(a) de la *Wet Toezicht Effectenverkeer* telle que modifiée par la loi du 24 mai 2007 « tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod » (*Staats.* 2007-202).

⁹⁶ Article 6e, § 2 litera a à e de 1 *Wet Toezicht Effectenverkeer*.

⁹⁷ Article 4 de la loi luxembourgeoise de transposition du 19 mai 2006, précitée et article L-433-1 du Code monétaire et financier.

⁹⁸ Article 4 § 2 de la loi luxembourgeoise de transposition du 19 mai 2006, précitée.

⁹⁹ Il n'en reste pas moins que dans la mesure où le législateur belge ne prétend, pour certaines offres,

luxembourgeois : alors que l'article 4 § 2, litera a de la loi de transposition ¹⁰⁰ ne s'attache qu'à la compétence de la seule autorité luxembourgeoise de contrôle, les autres règles retenues par l'article 4 § 2 sont rédigées sur un mode multilatéral et permettent de déterminer de façon abstraite quelle est l'autorité de contrôle – celle du Luxembourg ou d'un autre Etat membre.¹⁰¹ Cette façon de procéder a le mérite d'assurer une plus grande lisibilité de la réglementation en n'imposant pas à l'utilisateur de consulter l'ensemble des lois de transposition pour s'assurer de la réponse.¹⁰²

39. Il est un dernier constat initial qu'il s'impose de faire : alors que la directive utilise systématiquement le concept de « siège social » sans le définir aucunement,¹⁰³ la loi belge de transposition s'en remet au concept de siège « statutaire ». L'approche retenue par le législateur belge peut étonner dans la mesure où elle contraste avec l'approche classiquement retenue qui consiste à identifier les personnes morales par référence non pas à leur siège statutaire, mais bien à leur siège réel.¹⁰⁴ Il faut toutefois se souvenir que l'article 4 de la Loi OPA n'a rien d'une règle de rattachement classique. Il s'agit au contraire d'une règle d'applicabilité qui entend déterminer le seul champ d'application dans l'espace des dispositions de la loi belge. A ce titre, le choix du siège statutaire comme critère ne constitue pas une rupture avec la tradition conflictualiste belge.¹⁰⁵ En outre le siège statutaire d'une personne morale coïncide normalement avec le siège social entendu comme le lieu d'où la société est gérée et administrée. Il n'en demeure pas moins qu'en cas de dissociation entre le siège réel et le siège statutaire, le risque n'est pas exclu qu'une même offre soit soumise à deux législations différentes, au moins partiellement. Il faut en effet tenir compte du fait que d'autres Etats membres n'ont pas retenu la même interprétation du concept de siège 'social'. Ainsi la loi française de transposition s'est contentée de reproduire à l'identique le concept de siège 'social' utilisé par la directive.¹⁰⁶ Le législateur

appliquer qu'une partie, parfois fort réduite, de la loi du 1^{er} avril 2007, l'on ne peut s'empêcher d'apercevoir en examinant les hypothèses visées par la loi belge, dans quelles circonstances une offre sera à tout le moins partiellement régie par un droit étranger.

¹⁰⁰ Qui vise l'hypothèse 'simple' d'une société cible dont le siège coïncide avec l'Etat du marché où ses titres sont négociés.

¹⁰¹ Article 4, § 2, litera b et c.

¹⁰² Il reste que l'on peut s'étonner que le législateur luxembourgeois ait mélangé les deux approches, retenant tantôt, pour la règle de principe, une définition unilatérale et tantôt, pour les règles spéciales, une définition abstraite. Peut être faut-il voir dans ce choix la volonté d'insister sur la compétence des autorités luxembourgeoises dans l'hypothèse principale où le siège de la société cible et le marché où sont négociés ses titres, sont situés au Luxembourg.

¹⁰³ Ce qui aurait assurément constitué une mission impossible compte tenu de la diversité des opinions existant au sein des Etats membres à propos de la localisation d'une personne morale.

¹⁰⁴ Voy. encore récemment l'article 110 du Code de droit international privé, qui offre une nouvelle formulation, plus précise, du concept de siège réel. Voy. sur cette disposition, « Quelques réflexions sur la *lex societatis* dans le Code de droit international privé », *R.P.S.*, 2006, n° 6948, pp. 5-56.

¹⁰⁵ L'exposé des motifs précise d'ailleurs à cet égard l'évidence, à savoir que le siège statutaire ne correspond pas nécessairement au siège 'réel', critère retenu traditionnellement pour déterminer le droit applicable à la personne morale. Selon l'exposé des motifs, « Le point de repère retenu pour déterminer le droit applicable et l'autorité compétente dans le cadre d'une offre d'acquisition transfrontalière, à savoir le siège statutaire de la société visée, ne correspond pas au point de repère retenu pour l'application du droit belge des sociétés, à savoir la détermination du siège d'une société de droit belge, telle que celle-ci résulte du code DIP. Il convient de relever que les articles 110 et 111 du code DIP belge renvoient, pour la détermination du siège d'une personne morale et du champ d'application de la loi ainsi applicable, au droit de l'Etat sur le territoire duquel l'établissement principal de cette personne morale est situé » (Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. 2006-2007, Doc n° 51-2834/1, p. 16).

¹⁰⁶ Article L. 433-1 du code monétaire et financier tel que modifié par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, *J.O* n° 78 du 1 avril 2006 p. 4882.

luxembourgeois a fait de même.¹⁰⁷ Aux Pays-Bas, le législateur a utilisé l'expression passe partout de « *zetel* », sans définir celle-ci plus avant.¹⁰⁸

Compte tenu des différences qui existent entre les concepts utilisés par les lois de transposition, il n'est pas exclu que l'on assiste dans certaines situations à un phénomène de 'surréglementation'.¹⁰⁹ Certes, la règle de principe exclut ce genre de difficultés, puisqu'elle combine le critère du siège de la société cible avec celui du marché où ses titres sont négociés. En cas de dissociation de ces deux éléments, une offre visant une société cible pourrait être appréhendée, au moins partiellement, par deux législations différentes. Cette hypothèse ne sera pas fréquente. Elle n'en reste pas moins possible.¹¹⁰

Sous-section 2 – l'application de la loi belge aux offres obligatoires

40. Les règles relatives à l'offre obligatoire constituent assurément l'une des pierres d'angle de la réglementation européenne des offres publiques. Le principe retenu par le législateur belge pour déterminer les opérations visées est en phase avec celui proposé par la directive : selon l'article 4 § 1er, 2° de la loi, les dispositions de la loi relatives à l'offre publique obligatoire s'appliquent à toute offre portant sur les titres avec droit de vote (ou les titres assimilés) émis par une société qui a son « siège statutaire en Belgique » et dont « une partie au moins des titres . . . sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation désigné par le Roi ». A cette application de principe de la loi dans son ensemble, l'article 4 § 1er, 3° ajoute une possibilité d'application de certaines dispositions de la loi lorsque le siège de la société se situe dans un autre Etat membre.¹¹¹ Dans les deux cas, il faut tenir compte des précisions apportées par l'article 4 § 3 de la loi.

§ 1. Application de la loi dans son ensemble aux offres obligatoires

¹⁰⁷ Voy. l'article 4(2)(a) de la loi luxembourgeoise de transposition, précitée, qui fait référence à la société dont le siège « social » est situé au Luxembourg.

¹⁰⁸ Article 6a et 6e de la *Wet Toezicht Effectenverkeer*.

¹⁰⁹ L'on peut d'ailleurs se demander si le choix par le législateur belge du siège statutaire comme indice de référence est bien conforme à l'esprit de la directive. Certes celle-ci ne donne aucune indication spécifique sur la façon dont il faut entendre le concept de « siège social » qu'elle utilise. Il n'en reste pas moins que la directive entend de façon générale viser les sociétés « relevant du droit d'un Etat membre » (art. 1er). Ne fallait-il pas interpréter le concept de siège social à l'aune de cette précision liminaire, pour éviter qu'une société cible régie par le droit d'un Etat membre, par exemple parce que son siège réel se situe en Belgique, échappe à la réglementation européenne dès lors que son siège statutaire est établi en dehors de l'Union européenne?

¹¹⁰ Le critère du siège statutaire retenu par le législateur belge a le mérite de la simplicité. Le risque de 'surréglementation' auquel il pourrait conduire ne doit pas être surestimé. Ce risque ne serait en réalité important que si la Belgique constituait un 'paradis' sociétaire abritant de nombreuses sociétés dont les activités sont exercées dans d'autres pays. Dans ce cas, l'on pourrait craindre que retenir le siège statutaire comme critère déterminant conduise à certaines difficultés. L'on prendra comme exemple a contrario le cas cité par S. VANDENGINSTE, « Het toepassingsgebied van de Belgische regeling inzake openbare overnameaanbiedingen vanuit grensoverschrijdend perspectief », *T.R.V.*, 1991, (400), 403 : il s'agissait d'une offre visant les titres d'une société dont le siège statutaire était établi en Angleterre, mais dont le siège réel se situait en Australie. Le City Takeover Panel s'est à l'époque déclaré incompétent à l'égard de l'offre au motif que la société cible n'était pas « résident » en Angleterre. L'on sait toutefois que le droit belge des sociétés n'exerce pas un attrait considérable sur les entreprises étrangères. Si dissociation il y a, elle concernera plutôt les sociétés actives en Belgique mais qui ont été incorporées à l'étranger, par exemple au Royaume-Uni qui exerce une grande force d'attraction.

¹¹¹ Par Etat membre, l'on entend de manière générale pour l'application de la loi les Etats de l'Union européenne mais également ceux qui font partie de l'Espace économique européen.

41. Pour que l'ensemble des dispositions de la loi s'appliquent à une offre obligatoire, il faut que celle-ci réunisse plusieurs conditions.¹¹² Ces conditions ont trait au statut de la société cible et de ses titres.¹¹³ D'une part, cette société doit avoir son siège statutaire sur le territoire belge. Il importe peu que cette société soit dirigée par des administrateurs dont aucun ne réside en Belgique ou que les actionnaires résident majoritairement en dehors de la Belgique. L'unique élément de préoccupation est le siège tel que désigné dans les statuts de la société. Rien n'empêche donc qu'il s'agisse d'une personne morale constituée sous l'empire d'un droit étranger et dont les actionnaires auraient décidé, pour autant que le droit de l'Etat d'incorporation le permette, de situer le siège statutaire en Belgique. L'on sait que l'institution du siège 'statutaire' n'est pas universelle. Certains droits étrangers n'imposent pas aux fondateurs de déterminer dans l'acte de fondation de la société un lieu réputé être le siège de la société. Il est fort peu probable que la question de l'application de la loi belge se pose à l'endroit d'une telle société. Si ceci devait être le cas, il faudrait sans doute s'en référer à un concept équivalent – comme celui de '*registered office*'.

42. A côté du siège statutaire, la loi exige également que les titres de la société cibles soient admis à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral. Selon l'article 3, § 1, 11° de la loi, il faut entendre par marché réglementé « tout marché réglementé belge ou étranger visé à l'article 2, 5° ou 6° de la loi du 2 août 2002 ». En réalité, il se déduit de l'article 4 § 3° que lorsque les titres de la société cible ne sont pas admis sur un marché belge, l'application de la loi n'est que partielle. Nous y reviendrons.

Ne demeurent dès lors que les sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé belge, c'est-à-dire selon l'article 3, § 1, 12° « tout marché réglementé belge visé à l'article 2, 5° de la loi du 2 août 2002 ». En l'état actuel des textes, il s'agit du marché « Eurolist by Euronext », du marché 'Trading Facility' et du marché des instruments dérivés d'Euronext Brussels. L'on ajoutera que l'application de l'ensemble des dispositions de la loi s'impose également lorsque les titres d'une société dont le siège statutaire est situé en Belgique, sont admis à la négociation sur un système multilatéral belge de négociation désigné par le Roi. Ceci explique qu'aux termes de l'article 49 de l'Arrêté Royal OPA, les dispositions qu'il comporte à propos de l'offre obligatoire s'appliquent non seulement lorsque les titres de la société visée sont admis à la négociation « sur les marchés d'instruments financiers Alternext et Marché Libre, organisés par Euronext Brussels ».¹¹⁴

Dans tous les cas, il est important de noter qu'il n'est pas nécessaire que l'ensemble des titres de la société cible soient exclusivement admis à la négociation sur un marché belge. L'admission d'une partie des titres suffit à justifier l'application de l'ensemble des dispositions de la loi. Cette précision, qui ne figurait pas dans le texte de la directive, permet de viser les cas de multicotation. Une société dont le siège statutaire est situé en Belgique et dont les titres sont admis à la fois sur un marché belge et sur un marché d'un autre Etat membre, sera en d'autres termes soumise à l'ensemble des dispositions de la loi relative aux OPA obligatoires. Il n'est pas exclu que dans ce genre d'hypothèses, d'autres législations nationales entendent s'appliquer simultanément à l'offre publique obligatoire.

¹¹² Qui sont précisées d'une part à l'article 4 § 1-2° de la loi et d'autre part dans le corps même de l'article 5. Cette répétition n'est-elle pas inutile?

¹¹³ Selon V. Marquette et G. Stuer, ces conditions traduisent le principe du "contrôle par l'état d'origine" (*art. cit.*, n° 54).

¹¹⁴ L'on se reportera à l'article 3, § 1er, 13° de la loi pour la définition du système multilatéral de négociation.

§ 2. *Application partielle de la loi aux offres obligatoires*

43. A côté de l'application de l'ensemble des dispositions de la loi à certaines offres obligatoires, la loi prévoit aussi plusieurs hypothèses dans lesquelles l'application intégrale de la loi serait injustifiée mais qui autorisent cependant l'application de certaines dispositions. En synthèse, il est possible de distinguer trois cas de figure.

A. Société cible dont le siège statutaire est situé dans un autre Etat membre

44. Le premier cas de figure est visé à l'article 4 § 1, 3° de la loi. Celui-ci concerne les offres obligatoires relatives aux sociétés qui ont leur siège statutaire dans un autre Etat membre, mais qui n'y sont pas admises à la négociation. Pour autant que le marché principal (*infra* sur ce concept) de la société cible soit situé en Belgique, l'offre devra répondre aux dispositions de la loi belge relatives à la contrepartie offerte et à la procédure d'offre. Selon l'exposé des motifs, l'on doit entendre par questions relatives à la procédure d'offre « notamment les informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, le contenu du document d'offre et la divulgation de l'offre. »¹¹⁵ En revanche il ne faut pas inclure dans les questions relatives à la procédure d'offre les dispositions de la loi relatives à la définition des conditions dans lesquelles une OPA obligatoire doit être lancée.

45. L'application de cette hypothèse nécessite d'élucider le concept de marché principal. L'on notera tout d'abord que ce concept ne figure pas en tant que tel dans la directive. En proposant ce concept, le législateur belge a entendu synthétiser les règles européennes relatives aux hypothèses de multicotation.¹¹⁶ L'on retiendra que le critère mis en avant par la loi belge, à la suite de la directive, est un critère *chronologique*. En cas de cotation des titres de la société cible sur plusieurs marchés, le marché principal ne se laisse pas déterminer par l'importance du volume traité des titres mais bien par la date d'admission du titre – le plus ancien l'emportant. Ainsi si une société dont le siège statutaire est établi en France, sollicite son admission sur un marché belge pour ensuite faire de même en France, le marché belge sera irréfragablement réputé être le marché le plus important, même si le volume de transactions relatives au titre en question est marginal.

C'est uniquement en cas d'admission simultanée sur plusieurs marchés que le critère chronologique doit céder. Selon l'article 3, § 1er, 14° de la loi du 1er avril 2007, il appartient alors à la société visée de désigner elle-même ce qui constitue son marché principal. On peut parler à cet égard d'une application *optionnelle* de la loi belge ou étrangère, au choix de la société cible.¹¹⁷ Certains ont déjà critiqué la liberté accordée ainsi à la société.¹¹⁸

¹¹⁵ Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. 2006-2007, Doc n° 51-2834/1, p. 17.

¹¹⁶ Article 4, § 2 (b) et (c) de la directive.

¹¹⁷ Sur ce point, la directive rejoint les propositions les plus audacieuses de la doctrine américaine. Voy. notamment les écrits de MM. A. T. GUZMANN et S. J. CHOI et en particulier l'article « Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation », disponible sur le réseau *ssrn* à l'adresse suivante : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10701.

¹¹⁸ Voy. V. MARQUETTE et G. STUER, *art. cit.*, n° 54. Selon ces auteurs, « Le choix laissé à la cible entre les autorités compétentes de plusieurs Etats membres où ses titres ont été simultanément admis à la négociation est par contre moins opportun car ce choix peut aboutir à désigner une autorité dont le marché n'est pas le plus pertinent. De même, le critère chronologique en cas d'admission non simultanée des titres de la cible à la négociation sur des marchés réglementés de différents Etats membres, s'il est simple, ne donnera pas toujours lieu à la désignation de l'autorité la plus pertinente ».

B. Société cible dont le siège statutaire est situé en Belgique

46. Le deuxième cas de figure vise les sociétés dont le siège statutaire est situé en Belgique, mais dont les titres ne sont pas admis à la négociation en Belgique. Si le marché principal des titres de la société est un marché réglementé situé dans un autre Etat membre,¹¹⁹ il faut s'attendre à ce que celui-ci impose l'application de sa propre loi.¹²⁰ Ceci n'empêche pas la loi belge de s'appliquer, au moins partiellement. Selon l'article 4 § 3, trois ensembles de dispositions trouveront à s'appliquer dans ce cas. Il s'agit d'une part des articles 20 et 31 à 34 de la loi – qui portent respectivement sur la reconnaissance en Belgique du prospectus déjà approuvé dans un autre Etat membre et sur les communications promotionnelles effectuées à l'initiative de l'offrant. Sont également visées les règles de droit belge « concernant les questions relatives à l'information à fournir au personnel et les questions relevant du droit des sociétés ». Enfin, les dispositions de la loi OPA (ainsi que celles de ses arrêtés d'exécution) relatives « à la détermination et au calcul du seuil dans le cadre de l'offre obligatoire ».

L'application de ces dernières est nécessaire pour pouvoir déterminer s'il s'agit d'une offre obligatoire. A ce titre, ces dispositions font en réalité partie de la définition de l'hypothèse d'application de l'article 4 § 3 de la loi.

47. Que faut-il enfin entendre par les dispositions relatives à l'information à fournir au personnel et aux questions relevant du droit des sociétés? Il faut se garder de voir dans cette double référence la volonté du législateur de soumettre l'ensemble des questions relatives au sort des contrats de travail conclus par la société cible en cas de succès de l'offre, au droit belge. De même la référence aux questions de « droit des sociétés » ne vise assurément qu'une partie très modeste de ce droit.¹²¹ Il s'agit dans les deux cas de repérer au sein des matières visées les règles qui ont fait de l'existence d'une OPA une condition nécessaire de leur application. Si par exemple le droit des relations collectives du travail prescrit qu'en cas d'offre publique, le conseil d'administration de la société cible doit fournir une information particulière aux représentants des travailleurs, ces règles s'appliqueront. S'agissant du droit des sociétés, la référence ne vise qu'un nombre limité de règles, parmi lesquelles figurent les dispositions définissant les conditions dans l'organe d'administration ou de direction de la société cible peut faire l'usage de mesures de défense anti-OPA. Toutes les autres questions « relevant du droit des sociétés » devront être appréciées sur base de la *lex societatis*, qui ne sera pas nécessairement la loi belge puisque la loi OPA justifie son application sur la base de la localisation en Belgique du siège statutaire, sans

¹¹⁹ L'on peut se demander s'il faut dans cette hypothèse retenir la définition donnée à l'article 3, § 1, 14° de la loi pour déterminer où se situe le marché « principal » de la société. La définition légale est formulée sur le mode 'multilatéral', ce qui permet de l'appliquer dans toutes hypothèses. S'agissant de définir un concept nécessaire pour déterminer l'application de la loi belge, il nous semble qu'il s'impose d'avoir égard à la définition retenue par le législateur belge.

¹²⁰ Dans l'hypothèse inverse, à savoir société dont le siège statutaire est situé dans un autre Etat membre, mais dont le marché principal de titres est situé en Belgique, on a vu que le législateur belge a revendiqué application des dispositions relatives à la contrepartie offerte ainsi qu'à la procédure d'offre.

¹²¹ Selon l'exposé des motifs, l'on doit entendre par 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 » (Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. 2006-2007, Doc n° 51-2834/1, pp. 16-17)

avoir égard au siège réel qui est, comme on le sait, le facteur de rattachement retenu en matière de droit des sociétés.

C. Société cible qui ne fait pas l'objet d'une cotation dans un Etat européen

48. Le troisième cas de figure est celui d'une société dont le siège statutaire est certes établi en Belgique, mais qui ne fait pas l'objet d'une cotation sur un marché réglementé dans un pays de l'Espace Economique Européen.¹²² La loi n'a en principe pas vocation à régir une offre visant des sociétés de ce type. L'on observera d'ailleurs que la directive ne s'applique pas aux sociétés de cette catégorie, puisque selon son article premier, elle ne vise que les sociétés qui sont à la fois régies par le droit d'un Etat membre et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé situé dans un Etat membre.

Cette limitation de l'intervention européenne n'a pas empêché le législateur belge de prévoir que les dispositions relatives à l'information pourront s'appliquer à l'égard d'une société de ce type, à condition que l'offre obligatoire soit « également ouverte en Belgique ».

Cette disposition appelle d'abord une remarque de méthode. L'on aurait pu se demander s'il appartenait au législateur belge de prévoir, dans un instrument destiné à transposer en droit belge une directive européenne, des règles visant des situations non couvertes par la directive. La réponse nous semble résider dans le double but poursuivi par le législateur belge : d'une part, transposer les normes européennes mais, d'autre part, également réformer en profondeur le droit des offres publiques d'achat. Au demeurant le droit européen ne s'oppose pas à ce qu'un Etat membre procède de la sorte à l'occasion de la transposition d'une directive dans son droit national.¹²³ On constate d'ailleurs qu'en doctrine, l'idée est défendue selon laquelle à défaut de pouvoir en appeler à la directive et aux règles d'applicabilité qu'elle prévoit, les Etats membres jouissent de la liberté de déterminer à leur guise quand les règles qu'ils édictent trouvent à s'appliquer.¹²⁴

49. Une fois ceci posé, il reste à s'interroger sur la portée de la formule retenue par le législateur belge.

Dans une telle hypothèse, ce n'est pas le droit belge qui détermine si il y a matière à offre obligatoire. Si le droit du pays dans lequel les titres de cette société sont cotés ne prévoit pas d'OPA obligatoire, les actionnaires belges de cette société seront privés de la protection que le législateur belge a reconnue aux actionnaires d'une société belge dont les titres sont cotés sur un marché réglementé¹²⁵.

50. La loi belge n'a vocation à intervenir dans cette hypothèse que si l'offre rendue obligatoire en vertu d'un droit étranger est ouverte en Belgique. L'article 4 § 4 de la loi

¹²² A une certaine époque, l'on a vu de jeunes entreprises européennes obtenir une cotation sur un marché américain dédié aux nouvelles technologies, dont il était admis qu'il était plus efficace pour faire connaître les sociétés de ce type. Il n'est pas certain que ce phénomène connaisse encore aujourd'hui un grand retentissement.

¹²³ Il n'en irait autrement que si l'Etat membre concluait avec un Etat tiers un accord international portant sur la matière visée par la directive et s'éloignant du principe de solution retenu par celle-ci.

¹²⁴ En ce sens, M. M. SIEMS, « The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive », *ECFR*, 2004, (458), 461.

¹²⁵ Voy. les observations en ce sens de F. DE BAUW, « Les offres obligatoires », in *OPA. Analyse et commentaires de la nouvelle législation*, séminaire Vanham & Vanham, mai 2007, 7-8, n° 11.

offre une double définition du lieu d'ouverture d'une offre. Le premier volet de cette définition n'est pas pertinent dans l'hypothèse étudiée, puisqu'il fait référence à la cotation des titres de la société sur un marché réglementé belge. Le second volet de cette définition fait appel à la notion de caractère public au sens de l'article 6 de la loi. L'on sait que cette disposition procède en deux temps : d'une part, elle introduit une présomption que l'offre revêt un caractère public dans deux hypothèses (art. 6 § 1er).¹²⁶ D'autre part, l'article 6 exclut également trois situations – les offres portant sur des titres répandus exclusivement auprès d'investisseurs qualifiés les offres adressées à moins de 100 destinataires et les offres portant sur des titres dont la valeur nominale est très importante.¹²⁷

51. Lorsque les différents éléments de cette définition sont remplis, seules les dispositions de la Loi OPA relatives à l'information ont vocation à s'appliquer. L'on entend par là notamment les règles relatives au prospectus ainsi qu'aux communications promotionnelles. A ce sujet, il faut noter que l'article 31, § 1er de la loi revendique un champ d'application qui lui est propre. Cette disposition vise en effet toutes les communications à caractère promotionnel « diffusées sur le territoire belge » et ce, indépendamment de la question de savoir si l'offre à laquelle ces communications se rapportent est régie à titre principal par le droit belge et si la CBFA est l'autorité compétente pour approuver le prospectus relatif à cette offre.

Sous-section 3 – l'application de la loi belge aux offres volontaires

52. L'article 4 de la loi se préoccupe également des offres volontaires. Selon l'article 4 § 1 (1°), la loi s'applique à « toute offre publique volontaire portant sur des titres, effectuée sur le territoire belge ». Le schéma est identique à celui déjà envisagé pour les offres obligatoires: à une règle de principe, qui commande l'application de la loi dans son ensemble, il faut ajouter certaines exceptions et nuances qui conduisent à ne retenir, pour certaines opérations; qu'une partie des dispositions de la loi.

§ 1. Application de la loi dans son ensemble aux offres volontaires

53. L'application de la Loi OPA dans son intégralité à une offre volontaire suppose que celle-ci soit « effectuée sur le territoire belge ».¹²⁸ L'expression n'est pas autrement définie dans la loi. On peut en tout cas remarquer que le législateur belge s'est singulièrement éloigné de la méthode retenue par la directive, qui se fonde sur un savant dosage des

¹²⁶ A savoir, d'une part « lorsqu'il y a diffusion, sur le territoire belge, d'une communication adressée à des personnes, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, qui présente une information suffisante sur les conditions de l'offre pour mettre un détenteur de titres en mesure de décider de céder ses titres et qui est faite par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui, ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes » et d'autre part, « dès que sont mis en oeuvre, sur le territoire belge, par l'offrant ou une personne agissant de concert avec lui ou par une personne agissant pour le compte de ces personnes, des procédés de publicité de quelque nature qu'ils soient, destinés à annoncer ou à recommander l'offre d'acquisition ».

¹²⁷ Pour plus de détails sur cette définition, voy. M. FYN, « La réforme du droit des offres publiques d'acquisition (première partie) », *Dr. Banc. Fin.*, 2007, (242), 246-248, 9-16.

¹²⁸ Selon l'exposé des motifs, « une offre volontaire est visée par la loi dès que l'opération revêt un caractère public sur le territoire belge » (*Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. 2006-2007, Doc n° 51-2834/1, p. 15).

critères du siège social et du marché de cotation.¹²⁹ Si une question d'interprétation devait se poser, il faudrait en tout cas accepter que toute offre volontaire visée par la directive doit l'être également par la loi.

Au-delà de ces quelques constatations, l'on aura égard à la définition par l'article 6 de la loi du caractère public d'une offre. Dès lors qu'une offre peut être considérée comme publique en Belgique, elle est effectuée en Belgique au sens de l'article 4.

A ces éléments l'on ajoutera que selon l'article 4 § 4 de la loi, une offre qui porte sur des titres admis à la négociation sur un marché réglementé belge est considérée comme ouverte en Belgique.

§ 2. *Application partielle de la loi aux offres volontaires*

54. En réalité l'application de l'ensemble des dispositions de la loi belge sur les OPA à une offre volontaire n'est pas toujours de rigueur. L'article 4 § 2 - qui ne concerne pas les opérations lancées par la société visée elle-même - distingue trois hypothèses dans lesquelles seules certaines dispositions de la loi peuvent s'appliquer.¹³⁰

La première hypothèse est celle dans laquelle le siège statutaire de la société visée et son marché principal sont situés dans un autre Etat membre que la Belgique - le même ou des Etats différents (article 4 § 2, (1°)). Dans ce cas, seules quelques dispositions de la loi OPA trouvent à s'appliquer : les articles 20 (reconnaissance du prospectus déjà approuvé par une autorité étrangère de contrôle) et 31 à 34 (les communications à caractère promotionnel).

L'application partielle est également de rigueur lorsque la société cible a son siège statutaire en Belgique, mais n'est pas admise à la négociation sur un marché belge, mais bien sur un marché d'un Etat membre. Dans ce cas, il faudra appliquer, outre les articles 21 et 31 à 34 déjà cités, les dispositions du droit belge relatives à l'information à fournir au personne ainsi que les questions relevant du droit des sociétés » (article 4 § 2 (2°)). Nous renvoyons *mutatis mutandis* à ce qui a déjà été dit *supra* à propos du contenu de ces différentes catégories.

Enfin, dans une troisième hypothèse, la société visée a son siège statutaire dans un autre Etat membre mais son marché principal est en Belgique – alors qu'elle n'est pas admise à la négociation dans l'Etat de son siège statutaire. Dans ce cas, l'article 4 § 2 prévoit l'application des dispositions relatives à la contrepartie offerte à la procédure d'offre.

55. Comme pour les offres obligatoires l'on gardera à l'esprit que les dispositions relatives aux communications promotionnelles possèdent un champ d'application étendu et visent toutes les communications diffusées en Belgique, quand bien même se

¹²⁹ Ces critères sont récupérés par la loi pour définir les limites de son applicable partielle aux offres volontaires.

¹³⁰ Ces exceptions « s'appliquent uniquement aux opérations qui tombent dans le champ d'application de la directive OPA, tel que défini à l'article 2, paragraphe 1, a), de cette directive. En d'autres termes, les exceptions valent uniquement pour une offre publique d'acquisition volontaire portant sur des titres avec droit de vote, autre qu'une offre lancée par la société visée elle-même, pour autant que l'offre ait pour objectif d'acquérir le contrôle de la société visée et pour autant qu'une partie au moins des titres avec droit de vote de ladite société soient admis à la négociation sur un marché réglementé » (Exposé des motifs, p. 16).

rapporteraient-elles à une offre pour laquelle le prospectus n'est pas approuvé par la CBFA.

Sous-section 4 – l'application de la loi belge aux offres de reprise

56. L'article 4 § 1er, 5° de la Loi OPA précise enfin que la loi s'applique « à toute offre de reprise au sens de l'article 513, § 1er C. Soc. ».

Le contraste entre cette règle et celles étudiées pour les offres obligatoires et volontaires est sensible : alors que dans le cas des offres obligatoires et volontaires, le législateur fournit de très nombreuses indications sur le champ d'application dans l'espace, il se contente de viser toutes les offres de reprise. L'article 513 du Code des sociétés ne permet pas d'en savoir d'avantage. Cette disposition ne contient aucune précision sur son champ d'application dans l'espace.

C'est du côté de l'Arrêté royal OPR qu'il faut chercher la solution. Le régime d'offre publique de reprise qu'il organise vise les seules sociétés anonymes et en commandite par actions de droit belge qui ont fait publiquement appel à l'épargne au sens de l'article 438 du Code des sociétés.¹³¹ Ces indications permettent de circonscrire avec précision le champ d'application des dispositions de la loi relatives à l'offre publique de reprise.

57. Cela étant dit, une offre de reprise qui est lancée dans un autre Etat membre, conformément au droit de cet autre Etat membre et qui porte sur des titres cotés en Belgique, devra également être ouverte en Belgique¹³². En l'absence de toute disposition légale régissant expressément le statut d'une telle offre en Belgique, celle-ci nous paraît devoir y être assimilée à une OPA volontaire. Il en résulte qu'elle sera soumise au droit belge – non pas pour ce qui a trait au principe-même de l'offre de reprise – mais bien à tout le moins pour ce qui concerne la reconnaissance du prospectus et les communications promotionnelles¹³³.

CHAPITRE III – LE PROSPECTUS D'OPA

58. Si l'obligation de principe de rédiger un prospectus en cas d'offre publique d'acquisition est évidemment confirmée tant par la directive OPA que par la Loi OPA¹³⁴, les modalités de sa rédaction et de son approbation telles que définies par la Loi OPA ont été adaptées à de nombreux égards. Ces adaptations sont dans une très large mesure directement inspirées par la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments

¹³¹ M. FYON, *art. cit.*, 26, n° 36.

¹³² Loi OPA, art. 4, § 4. Cet article ne vise formellement que les seules offres lancées conformément à la directive OPA mais le principe qu'il pose nous paraît devoir être généralisé au nom de l'égalité d'accès à l'information de tous les actionnaires de la société concernée.

¹³³ Application par analogie de l'article 4, § 2, 1° de la Loi OPA. La situation sera plus délicate si la société étrangère a son marché principal en Belgique puisque le même raisonnement par analogie conduirait, conformément à l'article 4, § 2, 3° de la Loi OPA, à l'application du droit belge pour toutes les questions relatives à la procédure d'offre (ce qui ne suscite pas d'objection de principe) et la contrepartie offerte (ce qui serait probablement plus délicat dès lors que la contrepartie à offrir est généralement régie avec précision par le droit autorisant le principe même d'une telle offre de reprise).

¹³⁴ Loi OPA, art.11.

de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés ou de la directive 2003/71/CE 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.

59. On rappellera tout d'abord que les *offres publiques d'achat* ne constituent pas des offres publiques au sens de la loi du 16 juin 2006. La rédaction des prospectus d'offres publiques d'achat n'est donc pas régie par la loi du 16 juin 2006. La situation est plus nuancée en ce qui concerne les *offres publiques d'échange* puisque les OPE constituent des offres publiques au sens de la loi du 16 juin 2006. L'obligation de rédiger un prospectus tel que régi par la loi du 16 juin 2006 ne s'applique cependant pas aux offres publiques d'échange pour autant que des informations considérées par la CBFA comme équivalentes à celles que doit contenir un prospectus d'émission soient mises à la disposition du public conformément à l'article 21 de ladite loi¹³⁵. Il en résulte que le prospectus relatif à une offre publique d'échange soumise au droit belge devra être rédigé et approuvé conformément à la loi du 1^{er} avril 2007 et non pas sur la base de la loi du 16 juin 2006. Il en résulte également qu'un prospectus d'OPE approuvé dans un autre Etat membre ne bénéficiera pas du passeport européen prévu par la directive Prospectus et devra être reconnu en Belgique par la CBFA conformément à la directive OPA et à la Loi OPA.

60. La Loi définit le rôle du prospectus en précisant que celui-ci doit mentionner les conditions de l'offre et contenir les renseignements qui, compte tenu des caractéristiques de l'offrant, de la société visée, des titres faisant l'objet de l'offre et, en cas d'offre d'échange, des titres offerts en contrepartie sont nécessaires pour que les détenteurs des titres de la société visée puissent porter un jugement fondé sur l'opération¹³⁶. Au vu de cette définition très large du rôle dévolu au prospectus ainsi que des pratiques en la matière, comment ne pas craindre que relève du vœu pieux le souhait émis par le législateur européen et repris à son compte par le législateur belge que ces informations soient présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre¹³⁷ ? Lorsque l'on connaît le degré de précision et de complexité – et les législateurs européen et nationaux tout comme les autorités de contrôle portent une part de responsabilité dans ce constat – que présentent de plus en plus de prospectus, on ne peut que douter que ceux-ci répondent à ce souhait de clarté et de concision¹³⁸.

61. La Loi OPA contribue en revanche à cet objectif de clarté et de lisibilité des prospectus en imposant la rédaction d'un résumé de prospectus qui expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'offrant, de la société

¹³⁵ Loi du 16 juin 2006, art. 18, §1^{er}, c).

¹³⁶ Loi OPA, art. 13, § 1^{er}. On comparera cette définition du rôle du prospectus d'OPA avec la définition fournie par la loi du 16 juin 2006 du rôle du prospectus d'émission ou d'admission, lequel prospectus doit contenir toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières.

¹³⁷ Loi OPA, art. 13, § 1^{er}, al. 2.

¹³⁸ Dans le même ordre d'idées, on lira avec intérêt les réflexions critiques de J. Peeters et T. Van Dyck à propos de la faible valeur ajoutée des prospectus d'émission et d'admission (PEETERS, J. et VAN DYCK, T., op. cit., pp. 201-202, n° 73).

visée, des titres faisant l'objet de l'offre et, en cas d'offre d'échange, des titres offerts en contrepartie¹³⁹. Le recours à ce résumé en matière d'OPA comme en matière de prospectus d'émission ou d'admission constitue un développement majeur qu'il faut saluer. Il imposera aux rédacteurs de prospectus et aux autorités de contrôle un bel exercice de synthèse et de clarté qui ne peut que contribuer à la bonne information du marché.

62. Il faut également saluer les clarifications apportées par la Loi OPA quant au format du prospectus. Les offrants ont désormais la faculté de préparer leurs prospectus sur la base (i) d'un document unique ou (ii) de documents distincts (à savoir un document d'enregistrement¹⁴⁰ complété par une note spécifique relative à l'offre publique d'acquisition). Dans tous les cas de figure, parallèlement à ces documents, un résumé de prospectus doit être rédigé.

63. Le régime linguistique des prospectus d'OPA sera différent de celui applicable aux prospectus d'émission et d'admission¹⁴¹. La Loi OPA prévoit que les prospectus d'OPA seront en principe rédigés en français et en néerlandais. Il n'en ira autrement que si l'offrant établit que la société visée publie habituellement son information financière dans une seule langue nationale ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA¹⁴². Le résumé de prospectus ne peut quant à lui être rédigé qu'en français et en néerlandais sauf si l'offrant n'utilise qu'une seule de ces deux langues pour les communications promotionnelles et autres avis et annonces se rapportant à l'offre¹⁴³.

64. L'Arrêté Royal OPA est complété par deux schémas de prospectus. Le premier définit le contenu d'un prospectus pour les offres publiques d'acquisition portant sur des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote ; le second se rapporte aux OPA visant des certificats immobiliers.

65. En matière d'approbation de prospectus relatif à des offres lancées simultanément dans plusieurs pays, la directive OPA amorce un développement majeur puisqu'elle désigne l'autorité compétente chargée de contrôler cette offre publique et d'approuver le prospectus y afférent et qu'elle prévoit que l'offrant peut solliciter dans d'autres Etats membres la *reconnaissance* du prospectus ainsi approuvé¹⁴⁴.

66. Au vu du champ d'application *rationae loci* de la Loi OPA, la CBFA sera l'autorité de contrôle compétente pour approuver une offre publique volontaire lancée en Belgique, quelle que soit la nationalité de la société visée et ce, sauf si l'offre publique vise les titres:

- d'une société dont tant le siège statutaire que le marché principal sont situés dans un autre Etat membre¹⁴⁵ ; ou

¹³⁹ Loi OPA, art. 13, § 2.

¹⁴⁰ Au sens de l'article 50 de la loi du 16 juin 2006.

¹⁴¹ Aux termes de l'article 31 de la loi du 16 juin 2006, les prospectus d'émission et d'admission doivent être rédigés en français, en néerlandais ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA. L'usage de l'anglais n'est pas subordonné au fait que la société émettant les titres publie habituellement son information financière dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA.

¹⁴² Loi OPA, art. 16, § 1^{er}.

¹⁴³ Loi OPA, art. 16, § 2.

¹⁴⁴ Loi OPA, art. 20, §§ 1^{er} et 2.

¹⁴⁵ Loi OPA, art. 4, § 2, 1^o.

- d'une société belge qui n'est pas admise à la négociation sur un marché réglementé belge et dont le marché principal est situé dans un autre Etat membre¹⁴⁶.

67. La possibilité d'obtenir la reconnaissance d'un prospectus par la CBFA n'existe qu'à l'égard des seuls prospectus approuvés dans un autre Etat membre conformément à la directive OPA, c'est-à-dire les prospectus relatifs à des offres publiques d'acquisition visant des titres avec droit de vote dont la négociation est admise sur un marché réglementé et pour autant que l'offre ait pour but d'acquérir le contrôle effectif de la société cible¹⁴⁷. La Loi OPA va cependant plus loin que la directive OPA puisque contrairement à la directive, elle ne subordonne pas la reconnaissance d'un prospectus en Belgique à la condition que les titres de la société visée soient admis à la négociation sur un marché réglementé belge¹⁴⁸.

68. La procédure de reconnaissance¹⁴⁹ instaurée par la directive OPA et la Loi OPA se distingue fondamentalement du passeport européen prévu par la directive prospectus et la loi du 16 juin 2006 en matière de prospectus de souscription ou d'introduction en bourse. Il suffit pour s'en convaincre de comparer l'article 20 de la Loi OPA¹⁵⁰ et l'article 38 de la loi du 16 juin 2006¹⁵¹. Dans le premier cas, il appartient à l'offrant de solliciter auprès de la

¹⁴⁶ Loi OPA, art. 4, § 2, 2°.

¹⁴⁷ Loi OPA, art. 20, § 1^{er}.

¹⁴⁸ Exposé des motifs, Travaux Parl., Ch., 2006-2007, 2834/001, p. 24.

¹⁴⁹ On ne confondra pas la reconnaissance de prospectus d'OPA telle qu'organisée par la directive OPA et la Loi OPA, avec la procédure homonyme qui était prévue en matière de prospectus d'émission et d'admission par l'arrêté royal du 14 novembre 1991 (cfr. au sujet de cet arrêté royal : LAMBRECHT, Ph, 'La reconnaissance mutuelle du prospectus et les nouvelles facultés de dispense de prospectus', J.D.A.I., 1994, p. 721).

¹⁵⁰ Loi OPA, art. 20, § 1^{er} : 'L'offrant peut demander la reconnaissance du prospectus relatif à l'offre si le prospectus a été préalablement approuvé par l'autorité compétente à cet effet conformément à l'article 4 de la Directive 2004/25/CE. Dans pareils cas, ni les sections II et III ni la sous-section Ire de la section IV ne sont d'application. § 2. Afin de bénéficier de la reconnaissance du prospectus, l'offrant transmet à la CBFA un dossier comprenant les documents suivants 1° le prospectus pour lequel la reconnaissance est sollicitée; 2° le cas échéant, une traduction de ce document en français, en néerlandais ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA, effectuée sous la responsabilité de l'offrant en vue de sa publication en Belgique; 3° une confirmation de l'autorité compétente attestant qu'elle a approuvé le prospectus. § 3. Si ces données ne figurent pas dans le prospectus, la CBFA peut exiger que figurent dans le prospectus ou en annexe à celui-ci des informations complémentaires spécifiques au marché belge et portant sur les formalités à remplir pour accepter l'offre et percevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre, ainsi que sur le régime fiscal qui sera applicable à la contrepartie offerte aux détenteurs de titres.' (Passage souligné par l'auteur).

¹⁵¹ Loi du 16 juin 2006, art. 38 : '§ 1^{er}. Sans préjudice de la section 3 du présent chapitre, lorsqu'un prospectus doit être publié en vertu du chapitre Ier du présent titre dans le cadre d'une opération visée à la présente section, cette publication peut avoir lieu sans que le prospectus ait été préalablement approuvé par la CBFA et sans insertion d'informations complémentaires, aux conditions suivantes : 1° le prospectus a été approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre de l'Espace économique européen conformément aux dispositions nationales prises en exécution de la Directive 2003/71/CE; 2° le prospectus est toujours valide au sens de l'article 35; 3° le prospectus est établi soit en langue française ou néerlandaise, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA, au choix de l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation. Lorsque le prospectus concerne une offre publique qui a lieu en tout ou partie sur le territoire belge, le résumé doit être établi ou traduit en langue française et néerlandaise. Par dérogation à cette règle, si les communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération visés au titre VI sont diffusés dans une seule langue nationale, le résumé peut n'être établi ou traduit que dans cette seule langue. La traduction du résumé est produite sous la responsabilité de l'émetteur, de l'offreur, de la personne qui sollicite l'admission à la négociation ou de la personne chargée de rédiger le prospectus; 4° la CBFA a reçu la notification d'un dossier comprenant (i) un

CBFA la reconnaissance du prospectus concerné et d'obtenir une décision positive de la Commission laquelle peut exiger l'ajout, dans le prospectus ou dans un document distinct, d'informations spécifiquement destinées au public belge. Dans le second, la diffusion du prospectus n'est tributaire d'aucune décision de la CBFA et il suffit à l'offrant de notifier un dossier ad hoc à la CBFA laquelle ne peut exiger de modification ou d'ajout au prospectus.

La CBFA subordonnera la reconnaissance d'un prospectus d'OPA approuvé dans un autre Etat membre à la vérification que figurent soit dans le prospectus, soit dans un document distinct (lequel devra alors être approuvé par la CBFA) des informations complémentaires spécifiques au marché belge et portant sur les formalités à remplir pour accepter l'offre et percevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre, ainsi que sur le régime fiscal qui sera applicable à la contrepartie offerte aux détenteurs de titres¹⁵².

69. La Loi OPA règle également la diffusion du prospectus et autorise pour celle-ci le recours à un ou plusieurs des supports suivants¹⁵³ : la publication – peu fréquente dans la pratique – du prospectus dans des journaux à diffusion nationale ou à large diffusion en Belgique, la mise à disposition du prospectus sous une forme imprimée dans des endroits prédéterminés, ou la mise en ligne du prospectus sur le site web de l'offrant et sur celui des intermédiaires financiers désignés par l'offrant. La Loi OPA consacre ainsi la possibilité de rendre un prospectus public exclusivement par le biais d'internet, étant cependant entendu qu'en cas de diffusion du prospectus par voie électronique, chaque investisseur peut requérir auprès de l'offrant ou des intermédiaires financiers un exemplaire du prospectus sur support papier¹⁵⁴.

certificat d'approbation du prospectus établi par l'autorité qui a approuvé ledit prospectus, (ii) une copie du prospectus, et (iii) le cas échéant, la traduction du résumé du prospectus.' (Passage souligné par l'auteur).

¹⁵² Loi OPA, art. 20, §. 3.

¹⁵³ Loi OPA, art. 12, §. 1^{er}.

¹⁵⁴ Loi OPA, art. 12, §. 2.